

*ST 华菱 (000932.SZ) 钢铁行业

评级：买入 上调评级

公司深度研究

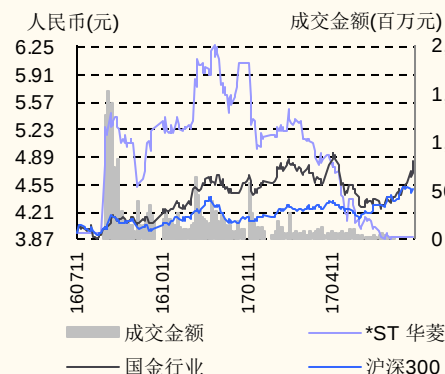
市场价格(人民币)：3.89 元

王者归来

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,015.35
总市值(百万元)	11,730.88
年内股价最高最低(元)	6.28/3.87
沪深 300 指数	3655.93
深证成指	10563.72



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-1.012	-0.396	0.638	0.647	0.660
每股净资产(元)	2.41	2.07	4.34	4.93	5.53
每股经营性现金流(元)	1.40	2.19	2.06	2.40	1.95
市盈率(倍)	-3.22	-15.32	6.09	6.01	5.89
行业优化市盈率(倍)	25.61	25.61	25.61	25.61	25.61
净利润增长率(%)	-151.41	14.92%	-60.92%	261.36%	1.38%
净资产收益率(%)	-41.96%	-19.12%	13.38%	11.95%	10.86%
总股本(百万股)	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **终止金融资产注入，专注钢铁主业。**公司上周发布公告，决定终止收购湖南财信金融控股集团旗下金融资产。根据原重组方案，公司拟置出原有钢铁资产和负债，保留节能发电业务，同时置入财信金控下属的财信投资、财富证券、湖南信托和吉祥人寿等金融资产，实现“节能发电+金融”的双主业发展。而本次终止的主要原因一是原有钢铁资产业绩大幅改善，二是拟置入的金融资产今年已出现亏损。公司后续将继续以钢铁为主业，拟置出的钢铁资产将继续保留在上市公司，并利用资本市场实现钢铁业务的转型升级。

■ 弹性最大的板材标的。

✓ 公司目前具备 1810 万吨粗钢生产能力，是全球最大的宽厚板生产企业，国内第二大无缝钢管供应商。主要品种包括冷、热轧超薄板、宽厚板、无缝钢管、精品线材等，高强度轿车用钢、高强度船板、大功率火电及核电用特厚板、高压锅炉管、X80 及以上管线钢等为特色产品，下游涉及造船、海工、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气、军工等用钢领域。

✓ 公司是基本面改善逻辑下的高弹性首选的板材标的之一，其吨钢市值 758 元，全部钢铁股中最低；每股钢产量 51.3 万吨，全部钢铁股中仅次于三钢、八钢，具备较大的利润改善弹性。

■ 年化 PE 不到 6 倍，估值最低。

✓ 板材景气回升有望持续至三季度。近期板材库存特别是热轧库存快速下降，供需改善最明显，对应的热轧品种价格表现强势，卷螺差大幅收敛，利润快速回升，测算的当前热轧吨毛利已达到 800 元/吨。预计三季度板材品种景气改善明显，盈利有望大幅增长，公司作为板材重要标的之一，有望充分受益。

✓ 汽车板有望批量供货。公司与安赛乐米塔尔合作的冷轧汽车板项目于 14 年中投产，目前处在达产阶段。年初产品已通过长安福特、一汽大众、东风标致、菲亚特等主机厂及一级零件配套商的认证审核，有望在今年批量供货，汽车板项目盈利能力显著强于其他钢材，是公司今年重要的业绩增长点。

✓ 年化 PE 仅 6 倍，钢铁股中最低之一。公司 16 年亏损 11 亿，在供给侧改革初显成效、行业盈利回暖的背景下，公司 17 年轻装上阵，一季度

相关报告

- 1.《钢管+汇兑造成亏损，未来转型可期-华菱钢铁中报点评》，2016.8.31
- 2.《转型“金融+节能发电”双轮驱动-华菱钢铁复牌点评》，2016.8.8

杨件 分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130515080001
(8621)60937020
niwenyi@gjzq.com.cn

即实现净利润 3.4 亿元，上半年业绩预告实现净利润 9-10 亿元，预计全年有望实现净利润 18-20 亿元，对应 PE 仅 6 倍不到，钢铁股中最低之一，估值具备较强吸引力。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 17-19 年实现 EPS 分别为 0.66 元、0.68 元、0.70 元，对应 PE 分别 5.9 倍、5.8 倍、5.6 倍。给予“买入”评级。

风险

- 钢铁下游需求下滑；去产能不达预期。

内容目录

终止金融资产注入，专注钢铁主业.....	4
国内板材龙头企业	5
板材盈利确定性回暖，公司有望大幅受益	6
螺纹维持高盈利，板材景气回升	6
估值最低、弹性最大的钢铁股	8
盈利预测&投资建议	10
风险提示	10

图表目录

图表 1：公司重组进程.....	4
图表 2：财富证券实现归母净利润.....	5
图表 3：吉祥人寿实现归母净利润.....	5
图表 4：公司股权结构.....	5
图表 5：钢价走势.....	7
图表 6：测算的吨毛利.....	7
图表 7：社会库存与螺纹钢库存统计	7
图表 8：高炉开工率统计.....	7
图表 9：热轧库存.....	8
图表 10：螺纹、热轧、冷轧吨毛利测算.....	8
图表 11：钢铁股弹性测算.....	9
图表 12：主要钢铁公司中报业绩预测	9
图表 13：钢价上涨对应年化 PE.....	10

终止金融资产注入，专注钢铁主业

- 根据公司 2016 年 7 月公布的重组预案，公司将置出原有钢铁资产和负债，保留并再置入节能发电业务，同时置入财信金控下属的相关金融资产，实现“节能发电+金融”的双主业发展。
- ✓ 根据方案分，资产置换部分，公司置出除湘潭节能 100%股权外的全部资产及负债，受让方为华菱集团；置入华菱集团持有的华菱节能 100%股权、财富证券 37.99%股权的等值部分。此外，公司将再发行股份购买财信投资 100%股权、财富证券 3.51%股权，并募集资金用于对财信投资的增资。
- ✓ 交易完成后，公司直接或间接持有财信投资 100%股权、财富证券 100%股权、湖南信托 96%股权、吉祥人寿 38.26%股权、湘潭节能 100%股权、华菱节能 100%股权。公司业务范围将涵盖金融及发电业务，成为从事证券、信托、保险等金融业务及节能发电业务的双主业综合性公司。
- ✓ 上述方案已于 2017 年 2 月取得中国证监会批文，而部分资产交割也以完成。今年 4 月，华菱钢铁下属股权类资产及与其相关的负债已全部置出到华菱集团，华菱集团下属节能发电资产也已置入上市公司。

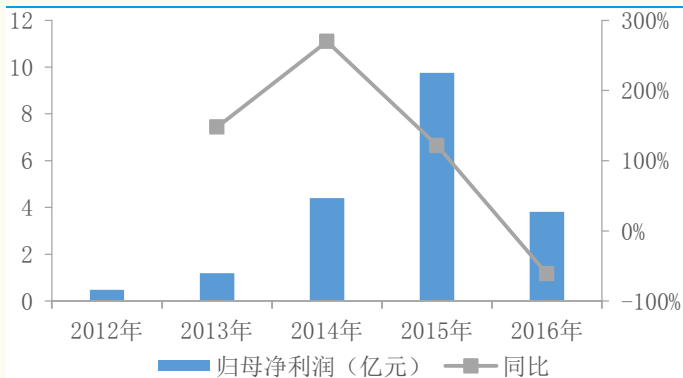
图表 1：公司重组进程

时间	进度
2017 年 6 月	拟终止实施重大资产重组事项，与主要交易对手方湖南华菱钢铁集团有限责任公司、湖南财信金融控股集团有限公司已就终止实施重大资产重组初步达成一致
2017 年 6 月	公司接到公司控股股东湖南华菱钢铁集团有限责任公司的通知，本次重大资产重组实施可能存在不确定性，申请停牌
2017 年 4 月	发布重大资产实施进展公告，华菱钢铁下属股权类资产及与其相关的负债已全部置出到华菱集团，华菱集团下属节能发电资产也已置入上市公司
2017 年 2 月	公司收到中国证券监督管理委员会核发的《关于核准湖南华菱钢铁股份有限公司向湖南财信金融控股集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》
2016 年 10 月	股东大会投票通过《关于公司符合重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金条件的议案》
2016 年 9 月	董事会审议通过《关于公司本次重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》。
2016 年 7 月	披露“钢铁换金融”重组预案
2016 年 3 月	停牌筹划重大事项

来源：公司公告、国金证券研究所

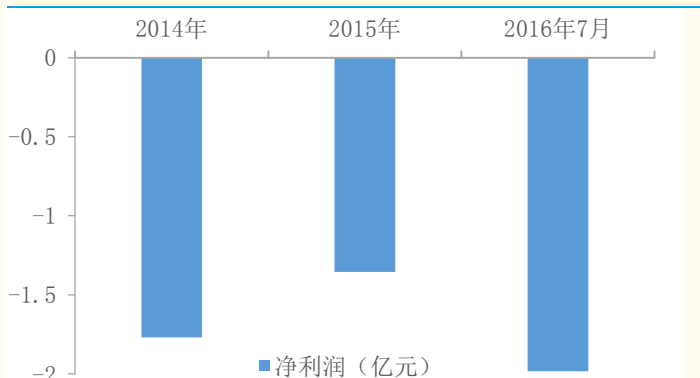
- 终止金融资产注入。根据公司近期发布公告，决定终止收购湖南财信金融控股集团旗下金融资产，与主要交易对手方湖南华菱钢铁集团有限责任公司、湖南财信金融控股集团有限公司已就终止实施重大资产重组初步达成一致，这也意味着公司将回归到原有的钢铁领域。
- 而本次方案终止主要基于以下两方面考虑：
 - ✓ 一是拟置入的金融资产今年已出现亏损，继续实施原重组方案不利于保护公司和投资者利益；
 - ✓ 二是拟置出的钢铁资产业绩大幅改善，终止重组更有利于保护公司和投资者利益。同时，拟置出的钢铁资产继续保留在公司，有利于公司利用资本市场实现钢铁业务转型升级，也符合国家关于大力振兴实体经济的政策导向。

图表 2：财富证券实现归母净利润



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：吉祥人寿实现归母净利润

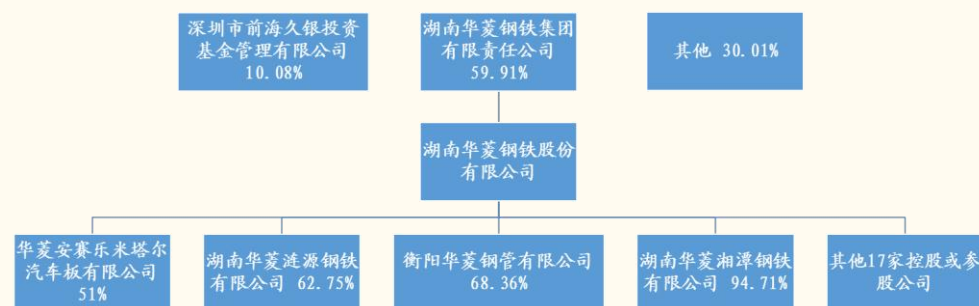


来源：公司公告、国金证券研究所

国内板材龙头企业

- 公司是以板材为主导产品的现代化大型钢铁联合企业，国内前十大钢企之一，也是湖南省重要的国有钢铁企业。
- ✓ 公司由湖南华菱钢铁集团有限责任公司为主发起人，联合长沙矿冶研究院等单位，经湖南省政府批准共同发起成立的股份有限公司，于1999年8月在深交所上市。公司第一大股东为华菱钢铁集团，持股比例59.9%；实际控制人为湖南省国资委。
- ✓ 上市公司控股或参股企业合计20余家，主要控股子公司包括华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司、湖南华菱涟源钢铁有限公司、衡阳华菱钢管有限公司、湖南华菱湘潭钢铁有限公司等。

图表 4：公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司目前具备超1800万吨粗钢生产能力，是全球最大的宽厚板生产企业，国内第二大无缝钢管供应商。重点发展产品为冷、热轧超薄板、各类口径的无缝钢管、精品线材等。
- ✓ 公司主要产品涵盖线材、棒材、螺纹钢、冷轧板卷、热轧薄板、宽厚板、无缝钢管等多个品种，主要应用于造船、海洋工程、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气等多个领域。
- ✓ 近年来，公司根据市场环境和需求，公司对国内短缺的高强度轿车用钢、高强度船板、大功率火电及核电用特厚板和高压锅炉管、X80及以上管线钢等高精尖产品进行重点开发生产，相关产品实现进口替代。

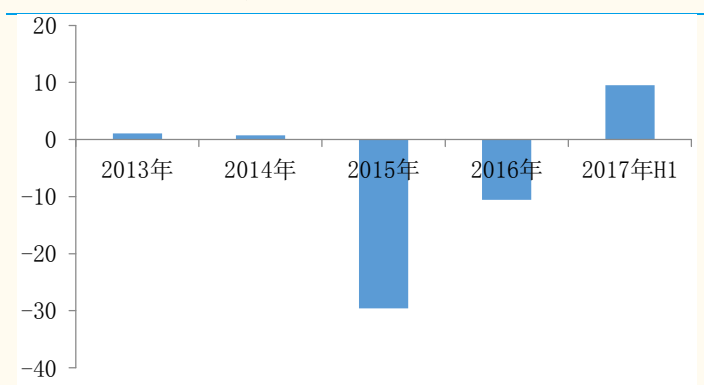
图表 1：公司主要产品、产能统计

品种	产能（万吨）	主要下游
热轧板卷	700	船舶、汽车、桥梁、建筑、机械、压力容器等
冷轧板卷	240	机械、家电、汽车等
宽厚板	500	船舶、压力容器、桥梁、海洋工程等
棒材	290	建筑、桥梁、道路、基建等
线材	240	建筑、包装、各类深加工钢材（预应力钢丝、镀锌绞线钢丝绳等）原料
钢管	170	机械、高压容器、油气管道等
带钢	40	低压容器、小型五金产品、焊接钢管和冷弯型钢原料

来源：公司公告、国金证券研究所

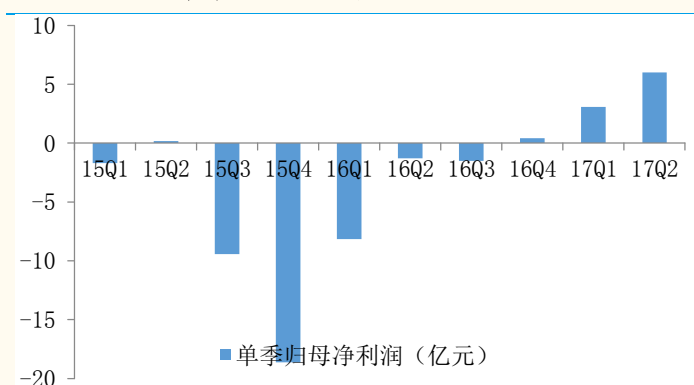
- 钢铁业务跟随行业逐步复苏。过去几年，受制于宏观经济增速下滑以及行业产能过剩的影响，公司经营业绩波动较大。在 2015 年全行业巨亏的背景下，2016 年钢铁行业去产能等各项政策陆续出台且取得阶段性成果，市场稳中趋好，全行业实现扭亏。公司也从 2016 年 Q4 起经营逐步改善，钢铁业务实现扭亏为盈。
- ✓ 由于 2015 年、2016 年连续两个会计年度净利润为负值，深交所对公司实行“退市风险警示”，公司股票名称也由“华菱钢铁”变更为“*ST 华菱”。
- ✓ 而随着行业盈利逐步回暖，公司综合毛利率近四个季度连续改善，产品盈利能力得到显著恢复。根据公司 2017 年上半年业绩预告，17H1 预计实现净利润 9-10 亿元，较去年同期亏损 9.5 亿元，大幅实现扭亏为盈。

图表 2：公司归母净利润统计



来源：wind、国金证券研究所

图表 3：公司单季实现归母净利润情况



来源：wind、国金证券研究所

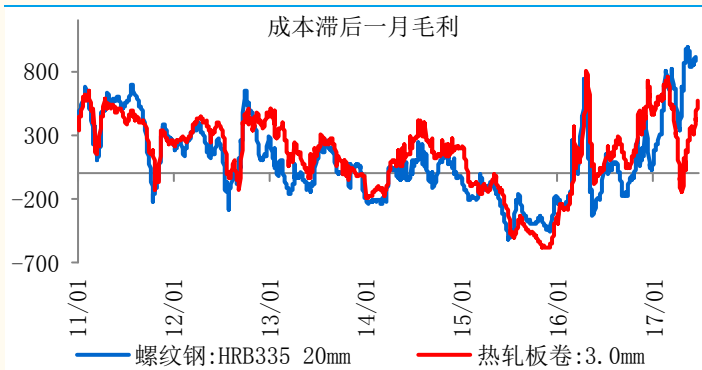
板材盈利确定性回暖，公司有望大幅受益

螺纹维持高盈利，板材景气回升

- 受益于地条钢清除，Q2 螺纹钢维持高毛利且有望持续至 Q3，长材部分大幅增厚公司业绩。
- ✓ 受益于地条钢清除，螺纹二季度平均吨毛利环比提升近 60%，5 月至今维持在 550-1000 元/吨，长材类单季业绩环比增速在 0%-40%之间。
- ✓ 公司长材产品 2016 年占公司营业收入的 23%，其中螺纹钢、线材和棒材分别占公司总产能的 14%、14%和 8%，长材部分有望显著增厚

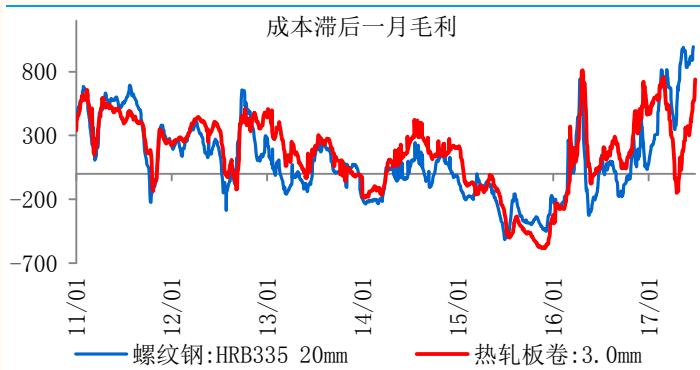
Q2 业绩并对冲板材 Q2 盈利下滑。

图表 5：钢价走势



来源：wind、国金证券研究所

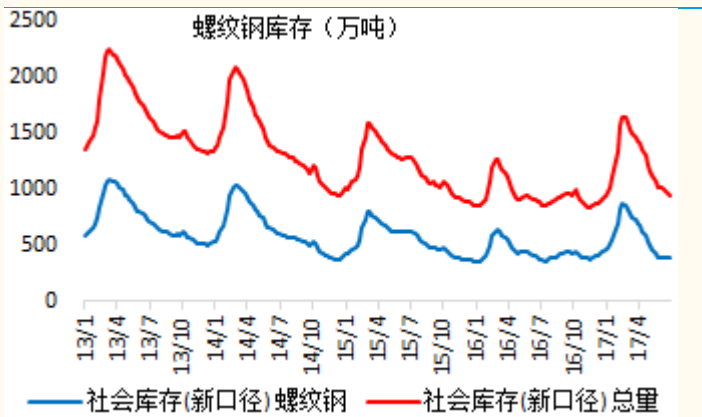
图表 6：测算的吨毛利



来源：wind、国金证券研究所

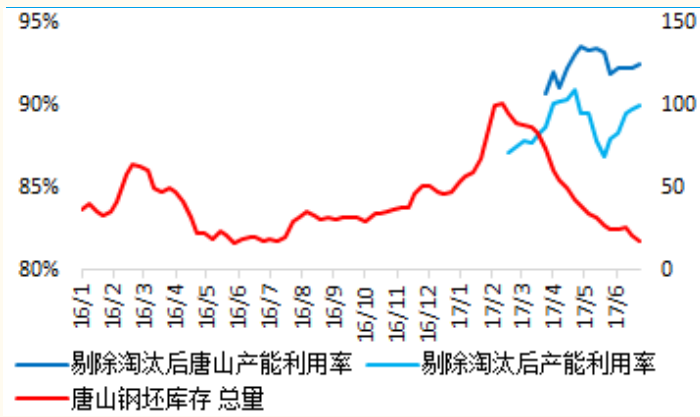
- ✓ 同时，螺纹高景气也有望延续至 Q3。近期高炉开工率高位缓慢上升，社会库存淡季强势下降，特别是螺纹库存接近历史新低值，显示需求表现良好。后续供给侧改革及环保限产等有望继续加码，预计螺纹高景气态势有望延续至 Q3，公司长材部分将继续受益。

图表 7：社会库存与螺纹钢库存统计



来源：mysteel、国金证券研究所

图表 8：高炉开工率统计

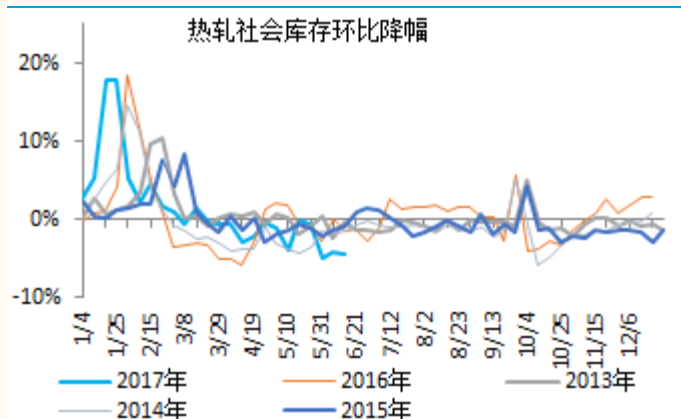


来源：mysteel、国金证券研究所

■ 卷螺价差修复，三季度板材行情值得期待。

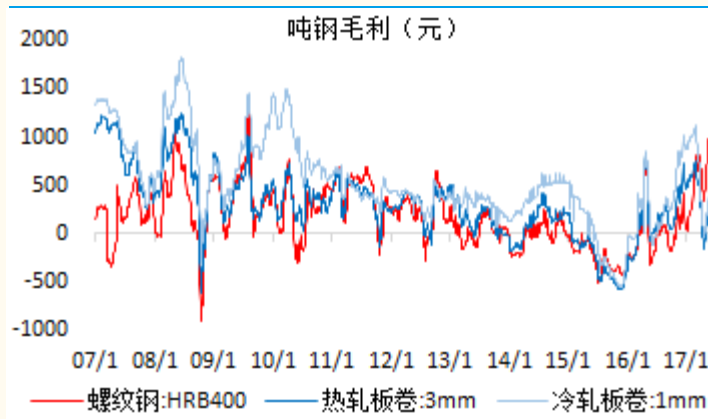
- ✓ 二季度以来，板材吨毛利下滑明显，但中厚板平均吨毛利环比下滑 25% 左右，相较于其他板材品种（冷轧-69%、热轧-62%）回落幅度较小，且 5 月中旬以来板材整体吨毛利快速回升，维持在 350-530 元/吨。公司产品品种以宽厚板为主，判断 Q2 受板材毛利下滑影响较小。
- ✓ 近期，热轧库存快速消化，供需改善最明显，对应的热轧品种近期价格表现强势，卷螺差大幅收敛，其原因主要为：1) 价格急跌后带来出口连续回升；2) 下游制造业汽车、家电等行业原料补库存；3) 螺纹高毛利分流钢坯压力。预计三季度板材品种盈利回升、景气改善明显，公司作为板材龙头之一，有望直接受益。

图表 9：热轧库存



来源：wind、国金证券研究所

图表 10：螺纹、热轧、冷轧吨毛利测算



来源：wind、国金证券研究所

估值最低、弹性最大的钢铁股

- 钢铁股中弹性最大。公司拥有不错的弹性，具备一定的利润改善空间。公司吨钢市值 758 元，全部钢铁股中最低；每股钢产量 51.3 万吨，全部钢铁股中仅次于三钢、八钢。因此，公司是基本面改善逻辑下的高弹性首选的板材标的之一。
- ✓ 17 年 H1 核心子公司华菱湘钢、华菱涟钢利润大幅提升，汽车板公司自 2016 年 12 月扭亏以来实现持续盈利，华菱钢管二季度实现扭亏为盈。根据业绩公告，公司 2017 年上半年预计实现归属于上市公司股东的净利润 9-10 亿元，为公司上市以来半年度最优业绩，也验证了公司业绩改善的高弹性。

图表 11：钢铁股弹性测算

证券简称	总市值 亿元	钢产量	股价	PB	每股钢产量 (吨/万股)	吨钢市值
*st华菱	117	1,548	3.9	1.8	51.3	758
安阳钢铁	72	808	3.0	1.5	33.8	886
柳钢股份	125	1,105	4.9	2.6	43.1	1134
新钢股份	111	837	4.0	1.3	30.0	1321
河北钢铁	463	2,896	4.4	1.0	27.3	1599
马钢股份	298	1,863	4.1	1.5	24.2	1600
本钢板材	161	950	5.5	1.3	30.3	1691
南钢股份	157	901	4.0	2.2	22.7	1746
鞍钢股份	417	2,182	5.9	0.9	30.2	1909
首钢股份	390	1,549	7.4	1.5	29.3	2194
八一钢铁	99	415	12.9	4.0	54.1	2384
太钢不锈	257	1,028	4.5	1.1	18.1	2499
韶钢松山	133	514	5.5	21.2	21.2	2580
山东钢铁	236	903	2.2	1.4	10.7	2618
凌钢股份	88	312	3.5	1.6	24.8	2824
三钢闽光	198	624	14.4	2.6	116.8	3164
方大特钢	118	360	8.9	4.5	27.1	3282
宝钢股份	1,552	4,619	7.0	1.0	28.0	3359
酒钢宏兴	188	550	3.0	2.0	8.8	3416
*st重钢	91	236	2.2	-12.2	5.3	3849
杭钢股份	189	438	7.3	1.3	16.9	4320
大冶特钢	54	113	11.9	1.4	25.1	4745
西宁特钢	55	115	5.3	1.9	15.5	4786
新兴铸管	267	485	6.7	1.4	13.3	5496
包钢股份	1,085	1,230	2.4	2.3	3.8	8818
沙钢股份	356	307	16.1	12.5	13.9	11591
抚顺特钢	94	57	7.2	4.6	4.3	16584

来源：wind、国金证券研究所

- 估值最低的钢铁股之一。在 Q2 螺纹维持高毛利、板材盈利逐步回升的背景下，公司二季度环比实现大幅增长，按目前股价对应公司年化 PE 仅 6 倍左右；按即时毛利测算，对应年化 PE 更低。除方大特钢、八一钢铁、南钢股份等公司外，公司是业绩最好、估值最低的钢铁股之一。

图表 12：主要钢铁公司中报业绩预测

净利润 (亿元)	总市值	16 年中报	17 年 Q1 单季	17 年中报业绩	中报年化 PE
*st 华菱	115	-9.46	3.08	9.50	6.2
安阳钢铁	67.7	0.94	-2.01	-3.72	-9.1
南钢股份	147	1.46	5.49	11.53	6.4
八一钢铁	77.8	-3.14	2.73	6.01	6.5
马钢股份	260	4.53	9.02	16.69	7.8
方大特钢	113	2.59	2.85	6.84	8.3
三钢闽光	178	3.6	4.08	9.38	9.5
新钢股份	101	1.11	2.72	5.03	10
鞍钢股份	402	3	10.69	19.24	10.4
宝钢股份	1481	34.68	37.86	70.04	10.6
凌钢股份	83.9	-0.8	1.67	3.51	12
本钢板材	148	1.83	3.03	5.61	13.2
柳钢股份	116	0.79	2.03	4.26	13.6
山东钢铁	227	0.23	4.53	8.15	13.9

大冶特钢	52.2	1.46	0.6528	1.5	17.4
河钢股份	448	4.09	6.49	12.33	18.2
首钢股份	370	0.16	4.97	9.44	19.6
太钢不锈	246	3.02	3.22	5.8	21.2
酒钢宏兴	179	2.27	2.23	4.01	22.3
杭钢股份	179	3.42	2.09	3.76	23.8

来源：wind、国金证券研究所

图表 13：钢价上涨对应年化 PE

	当前价格以及钢价再上涨对应PE（按全年净利润）				
	0	50	100	150	200
大冶特钢	6.9	6.7	6.5	6.1	5.8
河北钢铁	3.4	3.3	3.1	2.9	2.7
韶钢松山	7.1	6.9	6.4	5.8	5.3
本钢板材	4.3	4.1	3.9	3.5	3.3
新兴铸管	8.0	7.7	7.5	7.1	6.8
太钢不锈	6.2	6.0	5.6	5.2	4.8
鞍钢股份	4.6	4.4	4.1	3.8	3.5
首钢股份	8.4	8.0	7.4	6.6	6.0
沙钢股份	26.6	25.8	24.3	22.4	20.7
三钢闽光	5.6	5.4	5.2	4.9	4.6
*st华菱	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
包钢股份	22.9	22.0	20.7	18.9	17.3
宝钢股份	4.8	4.6	4.5	4.3	4.0
山东钢铁	5.4	5.2	5.0	4.6	4.3
西宁特钢	15.4	15.1	13.6	12.2	11.0
杭钢股份	13.8	13.0	12.2	10.9	9.9
凌钢股份	5.9	5.7	5.5	5.1	4.7
南钢股份	4.3	4.3	3.9	3.6	3.3
酒钢宏兴	10.3	9.8	9.1	8.2	7.5
抚顺特钢	32.1	32.1	29.7	27.7	25.9
方大特钢	4.5	4.4	4.3	4.1	3.9
安阳钢铁	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
八一钢铁	7.4	7.0	6.5	5.9	5.3
新钢股份	3.1	3.0	2.8	2.6	2.4
马钢股份	3.4	3.2	3.1	2.9	2.7
柳钢股份	2.8	2.7	2.6	2.3	2.2
*st重钢	-19.3	-20.5	-24.4	-33.0	-51.0

来源：wind、国金证券研究所

盈利预测&投资建议

- 预计公司 17-19 年实现营收分别为 653.63 亿元、659.73 亿元、662.33 亿元，同比增速分别 31.2%、0.9%、0.4%；实现归属母公司股东净利润分别为 19.85 亿元、20.35 亿元、21.14 亿元，同比增速分别为 266.4%、2.6%、3.9%；实现 EPS 分别为 0.66 元、0.68 元、0.70 元，对应 PE 分别 5.9 倍、5.8 倍、5.6 倍。给予“买入”评级。

风险提示

- 钢铁下游需求下滑；去产能不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	55,600	41,406	49,811	65,363	65,973	66,233
增长率		-25.5%	20.3%	31.2%	0.9%	0.4%
主营业务成本	-51,280	-40,276	-46,512	-57,684	-58,286	-58,377
%销售收入	92.2%	97.3%	93.4%	88.3%	88.3%	88.1%
毛利	4,320	1,130	3,300	7,678	7,687	7,855
%销售收入	7.8%	2.7%	6.6%	11.7%	11.7%	11.9%
营业税金及附加	-192	-191	-292	-405	-449	-450
%销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
营业费用	-749	-856	-884	-1,307	-1,319	-1,523
%销售收入	1.3%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%	2.3%
管理费用	-1,515	-1,478	-1,360	-2,092	-2,045	-2,252
%销售收入	2.7%	3.6%	2.7%	3.2%	3.1%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	1,863	-1,395	764	3,874	3,874	3,630
%销售收入	3.4%	n.a	1.5%	5.9%	5.9%	5.5%
财务费用	-1,894	-2,761	-2,316	-1,364	-1,355	-1,059
%销售收入	3.4%	6.7%	4.6%	2.1%	2.1%	1.6%
资产减值损失	-62	-332	-430	-27	0	0
公允价值变动收益	5	8	25	0	0	0
投资收益	12	60	57	50	50	50
%税前利润	12.0%	-1.4%	-3.2%	1.9%	1.9%	1.8%
营业利润	-75	-4,420	-1,900	2,533	2,568	2,620
营业利润率	n.a	n.a	n.a	3.9%	3.9%	4.0%
营业外收支	177	148	94	100	100	100
税前利润	102	-4,272	-1,806	2,633	2,668	2,720
利润率	0.2%	n.a	n.a	4.0%	4.0%	4.1%
所得税	-28	160	115	-658	-667	-680
所得税率	27.3%	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	74	-4,113	-1,691	1,975	2,001	2,040
少数股东损益	72	-1,060	-498	50	50	50
归属于母公司的净利润	2	-3,053	-1,193	1,925	1,951	1,990
净利率	0.0%	n.a	n.a	2.9%	3.0%	3.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	147	-4,019	-1,553	1,975	2,001	2,040
少数股东损益	72	-1,060	-498	50	50	50
非现金支出	2,754	3,242	3,336	3,616	3,536	3,481
非经营收益	1,744	1,868	1,753	424	2,252	838
营运资金变动	2,614	3,118	3,064	831	154	117
经营活动现金净流	7,259	4,209	6,600	6,846	7,944	6,476
资本开支	-3,124	-1,580	-1,084	-406	-297	-22
投资	140	-562	-280	-12	0	0
其他	1,353	118	220	50	50	50
投资活动现金净流	-1,631	-2,023	-1,144	-368	-247	28
股权募资	361	0	0	6,000	0	0
债权募资	-846	-645	-6,243	-11,609	-6,050	-5,179
其他	-2,137	-665	-2,260	-1,322	-1,280	-911
筹资活动现金净流	-2,622	-1,310	-8,503	-6,931	-7,330	-6,090
现金净流量	3,006	876	-3,047	-453	367	414

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,891	10,078	6,684	6,231	6,598	7,012
应收账款	5,980	5,632	4,329	4,651	4,694	4,712
存货	7,905	8,022	8,516	9,166	9,262	9,276
其他流动资产	2,594	3,605	4,004	1,881	1,781	1,782
流动资产	23,493	27,338	23,733	21,928	22,334	22,783
%总资产	32.1%	35.7%	33.5%	32.8%	35.4%	37.9%
长期投资	122	121	268	280	279	279
固定资产	45,589	44,983	42,702	40,242	37,623	34,699
%总资产	62.4%	58.8%	60.2%	60.1%	59.6%	57.7%
无形资产	3,798	3,846	3,914	3,297	2,779	2,343
非流动资产	49,598	49,161	47,213	45,020	40,759	37,323
%总资产	67.9%	64.3%	66.5%	67.2%	64.6%	62.1%
资产总计	73,091	76,499	70,946	66,948	63,093	60,106
短期借款	33,029	34,204	29,293	18,872	12,823	7,643
应付款项	17,431	23,135	24,584	26,204	26,469	26,541
其他流动负债	1,693	2,973	3,010	831	759	839
流动负债	52,152	60,312	56,886	45,907	40,051	35,023
长期贷款	5,684	4,353	3,449	3,449	3,449	3,450
其他长期负债	556	1,161	1,314	100	100	100
负债	58,392	65,825	61,649	49,457	43,600	38,573
普通股股东权益	10,222	7,276	6,239	14,384	16,335	18,326
少数股东权益	4,477	3,398	3,058	3,108	3,158	3,208
负债股东权益合计	73,091	76,499	70,946	66,948	63,093	60,106

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.001	-1.012	-0.396	0.638	0.647	0.660
每股净资产	3.390	2.413	2.069	4.338	4.927	5.527
每股经营现金净流	2.407	1.396	2.189	2.065	2.396	1.953
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.02%	-41.96%	-19.12%	13.38%	11.95%	10.86%
总资产收益率	0.00%	-3.99%	-1.68%	2.88%	3.09%	3.31%
投入资本收益率	2.54%	-2.73%	1.70%	7.30%	8.12%	8.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.79%	-25.53%	20.30%	31.22%	0.93%	0.39%
EBIT增长率	125.46%	-174.87%	-154.73%	407.35%	0.00%	-6.31%
净利润增长率	-96.28%	1514.14%	-60.92%	261.36%	1.38%	1.99%
总资产增长率	3.25%	4.66%	-7.26%	-5.63%	-5.76%	-4.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	19.2	17.2	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	59.5	72.2	64.9	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	48.1	56.5	41.1	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	266.5	383.5	307.1	222.0	206.1	190.2
偿债能力						
净负债/股东权益	215.07%	262.15%	273.70%	88.49%	46.48%	16.11%
EBIT利息保障倍数	1.0	-0.5	0.3	2.8	2.9	3.4
资产负债率	79.89%	86.05%	86.90%	73.87%	69.10%	64.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	1	1	2
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.50	2.50	2.50	2.50	2.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-27	买入	4.37	N/A
2	2016-08-08	增持	3.95	N/A
3	2016-08-31	增持	5.08	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD