

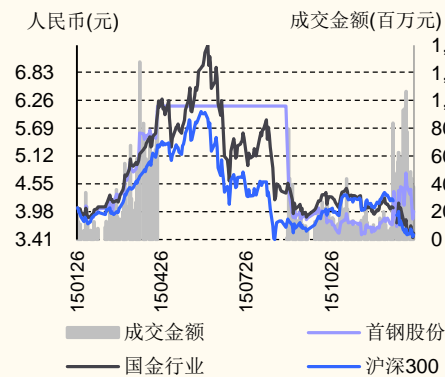
市场价格(人民币): 3.99元

大集团小公司，低估值高弹性的板材龙头

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)	1,206.15
总市值(百万元)	21,104.66
年内股价最高最低(元)	6.14/3.51
沪深300指数	3113.46
深证成指	10111.57



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	-0.077	0.012	-0.096	0.031	0.037
每股净资产(元)	2.40	4.47	4.37	4.40	4.44
每股经营性现金流(元)	0.13	0.59	-0.86	1.81	0.71
市盈率(倍)	-26.55	350.41	-38.05	118.02	99.03
行业优化市盈率(倍)	20.24	36.17	50.35	50.35	50.35
净利润增长率(%)	-35.85%	127.34%	-912.26%	132.24%	19.17%
净资产收益率(%)	-3.22%	0.27%	-2.20%	0.70%	0.83%
总股本(百万股)	2,966.53	5,289.39	5,289.39	5,289.39	5,289.39

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **置入京唐钢铁，板材龙头受益冷轧基本面中期向上。**公司通过股权置换置入京唐钢铁 51% 股权，完成后公司成为钢铁上市公司中板材及冷轧占比最高的公司之一。我们判断，冷轧行业受益汽车行业增速回暖（购置税减半及自然增长），及供给侧改革推动的行业去产能，16 年重回景气水平（产能利用率及吨毛利将挑战 14 年高点），公司有望充分受益。
- **定增收购曹建投，迈开转型第一步。**公司通过三年期增发收购曹建投公司 67% 股权，曹建投将作为社会资本方，以 PPP 项目形式参与北京（曹妃甸）现代产业试验区、先行启动区的开发建设。我们认为，收购曹建投一方面将有效提升公司盈利前景，另一方面也或意味着公司向非钢产业转型迈出第一步。
- **低 PB+股价倒挂，较高安全边际。**1) 本次资产置换后公司持有钢铁权益产量 1550 万吨（含京唐二期），而目前市值仅 211 亿元，其钢铁资产实际对应的 PB 仅为 0.7 倍，钢铁股中最低；对应的吨钢市值则仅为 778 元，仅高于华菱，弹性大。2) 三年期增发价格 4.91 元/股，较当前股价（3.99 元）折价 20%。因此，当前股价存在较高安全边际。
- **大集团小公司，关注潜在转型预期。**公司管理层去年 9 月曾公开表态：“未来 3-5 年首钢会有超千亿元的资产证券化”。作为典型的大集团、小公司：首钢是钢铁行业中非钢资产最发达的企业，总资产超过 4000 亿元，而目前资产证券化率不到 20%（首钢股份是唯一上市平台）。我们梳理，除钢铁资产外，首钢总公司旗下优质非钢资产涵盖了医院、环保、体育、IT、地产、金融、装备制造等，在国企改革大背景下，进一步的资产证券化值得关注。非常资产的证券化，无论从 PE 还是 EPS 角度，均具有较高吸引力。

投资建议

- 考虑资产置换后，预计公司 15-17 年实现净利润分别为 -5.10 亿元、1.64 亿元、1.95 亿元，同比增长分别为 -912.3%、132.2%、19.2%，对应摊薄后 EPS 分别为 -0.10 元、0.03 元、0.04 元。维持“买入”评级。

相关报告

1. 《大集团小公司+低 PB 板材股-首钢股份公司点评》，2016.1.4

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
niwy@gjzq.com.cn

内容目录

收购曹建投，迈开转型第一步	3
资产置换&非公开发行	3
向非钢产业转型	4
大集团小公司，关注潜在转型预期	5
潜在转型预期	5
大集团小公司，拥有诸多优质非钢资产	6
PB 最低的单体钢厂，较高安全边际	8
钢铁资产 PB 仅为 0.7 倍，吨钢市值仅 780 元	8
汽车板基本面有望改善：去产能+板材需求回升	8
投资建议	10
风险提示	10

图表目录

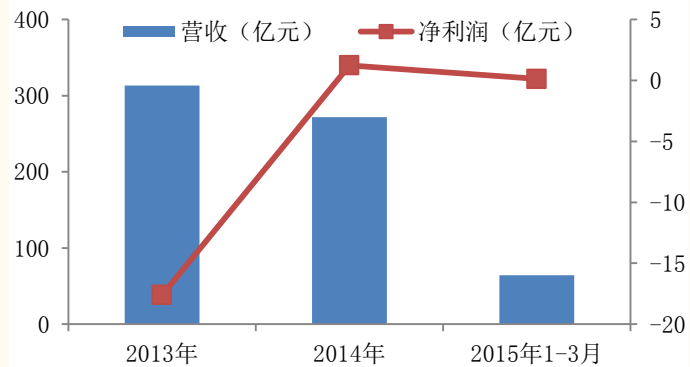
图表 1：京唐钢铁经营数据统计	3
图表 2：募投项目	4
图表 3：本次发行对象	4
图表 4：曹妃甸园区示意图	4
图表 5：曹妃甸园区已启动或近期签约项目	4
图表 6：钢铁国企改革主要方向	5
图表 7：钢铁国企改革模式分析	5
图表 8：首钢资产证券化率	6
图表 9：新首钢高端产业综合服务区示意图	7
图表 10：首钢主要非钢资产	7
图表 11：吨钢市值统计	8
图表 12：近期钢铁行业关停统计	9
图表 13：汽车产量增速统计	9
图表 14：螺纹、热轧产能利用率统计	10
图表 15：钢厂冷轧占比统计	10

收购曹建投，迈开转型第一步

资产置换&非公开发行

- 今年 8 月，公司发布重大资产置换报告书，拟以首钢股份持有的贵州投资 100% 股权与首钢总公司持有的曹妃甸京唐钢铁 51% 股权进行置换，差额部分由首钢股份以现金方式进行补足。
 - ✓ 京唐钢铁 100% 股权评估值为 201 亿元，51% 股权作价 102 亿元。首钢股份计划申请约 30 亿元规模的贷款用于支付交易价款的首期款，剩余金额将在《置换协议》生效后一年内通过发行债务融资工具的方式解决。
 - ✓ 本次上市公司拟收购的京唐钢铁定位于高质量、高技术含量、高附加值的高端精品板材产品，主要以冷系高端产品（汽车板、家电板、镀锡彩涂）为主，2014 年冷轧产品产量占比达 62.3%。

图表 1：京唐钢铁经营数据统计



来源：《首钢股份重大资产置换报告书》、国金证券研究所

- 同时，9 月公司发布非公开发行预案，拟以 4.91 元/股价格非公开发行不超过 22.40 亿股股票，募集资金不超过 110 亿元，用于投资首钢京唐钢铁二期工程项目、曹建投 67% 股权收购和后续 PPP 项目以及偿还银行贷款。
 - ✓ 本次发行对象包括首钢基金、钢钢网、西藏林芝福形珠宝金行有限公司、金鹰基金等 7 家机构认购，锁定期为三年。
 - ✓ 其中，京唐钢铁二期工程设计年产能 1000 万吨。建成后，京唐钢铁总产能将达到 2000 万吨，并在一期热轧板、冷轧板、涂镀板等精品板带材产品的基础上，发展满足海洋、军工、造船、核电、石油等行业需求的高端宽厚板等产品。二期一步有望 18 年初投产。
 - ✓ 同时，曹建投将作为社会资本方，以 PPP 项目形式参与北京（曹妃甸）现代产业发展试验区、先行启动区的开发建设（曹妃甸工业区北侧规划 100 平方公里，先行启动区 9 平方公里区域）。通过对项目范围内的土地整理、市政基础设施、能源动力配套设施等项目的投资、建设和运营，并提供服务、对设施进行经营管理等方式收回投资并获得合理回报。

图表 2：募投项目

募投项目	项目总投资(亿元)	募集资金投入额(亿元)
1 首钢京唐钢铁联合有限责任公司二期工程项目	439.1	89.0
2 曹建投股权收购及后续 PPP 项目	9.7	6.7
收购曹建投 67% 股权	1	1
曹建投 PPP 项目	8.6	5.7
3 偿还银行贷款	14.3	14.3
合计	463	110

来源：国金证券研究所

图表 3：本次发行对象

发行对象名称	认购股数(亿股)	认购金额(亿元)
北京首钢基金有限公司	8.1	40.0
钢钢网	4.0	20.0
西藏林芝福彤珠宝金行	2.9	14.0
北京韬蕴六号股权投资中心	2.0	10.0
金鹰基金	2.0	10.0
泰达宏利基金	2.0	10.0
广西容县新容公路有限公司	1.2	6.0
合计	22.4	110.0

来源：国金证券研究所

- 本次资产置换已获通过，非公开发行目前证监会反馈意见过程中。

向非钢产业转型

- 目前，首钢股份是首钢总公司境内唯一上市公司平台，上市公司主体资产为首钢迁钢的钢铁资产。通过股权置换置入京唐钢铁 51% 股权，三年期增发收购曹建投 67% 股权后，意味着公司正式向非钢产业转型。
- 园区开发成为转型发展第一步。具体来看，曹建投将主要采用 PPP 模式与有关政府合作，负责对先行启动区和试验区进行开发、建设和运营管理，包括项目范围内的土地整理、市政基础设施、能源动力配套设施、房地产开发等项目的投资、建设和运营。
 - ✓ 根据北京市与河北省约定，曹建投成为两省市指定的唯一开发建设主体，从事北京（曹妃甸）现代产业发展试验区、先行启动区的开发建设，打造北京产业转移承载区。
 - ✓ 项目地域范围包括试验区（曹妃甸工业区北侧规划 100 平方公里）和先行启动区（包括中日生态工业园净地 5.57 平方公里、唐山湾生态城一期范围内 3.5 平方公里区域）。其中，先行启动区总投资约 180 亿元，包括土地整理及河道、道路、供水及污水处理、供配电、供热、供气、环保基站、标准厂房、展厅等工程。
 - ✓ 盈利模式方面，一方面，曹建投通过提供服务、对设施进行经营管理等方式收回投资并获得固定回报（根据与政府签订的 PPP 协议确定投资回报率，预计相关项目的税后净投资收益约为实际总投资成本的 8%）。另一方面，还将享受未来土地增值带来的部分回报。

图表 4：曹妃甸园区示意图



图表 5：曹妃甸园区已启动或近期签约项目

签约或启动项目	投资额
北京安贞医院、友谊医院、妇产医院等两地医院合作项目等 15 个重点项目	总投资近 500 亿元
城建重工新能源汽车整车生产及钢结构项目	30 亿
保利通信北斗二代 CAPS 系统研发和生产基地项目	36 亿
中极卧龙湾文化产业园	11.6 亿
上汽新能源汽车、华电重工等 36 个项目	总投资 500 亿
首钢、北控、华润等中央和京企项目	总投资 1446 亿
国家重化工业基地（曹妃甸 5000 万吨炼油、200 万吨乙烯项目）	

来源：国金证券研究所

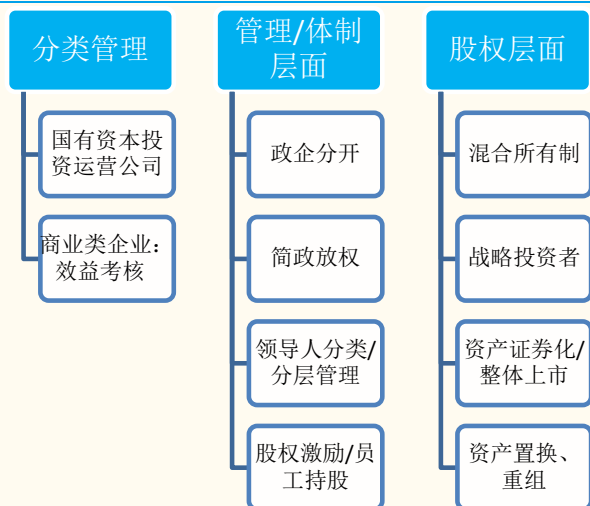
来源：国金证券研究所

大集团小公司，关注潜在转型预期

潜在转型预期

- 我们认为，钢铁行业的改革与转型仍是未来重要方向，原因在于基础逻辑继续加强——行业亏损加剧倒逼转型。
 - ✓ 自 15 年二季度以来，钢铁行业亏损严重，且中长期盈利前景尚不明朗，不少钢企仅依靠自身能力难以实现扭亏，这就意味着大股东层面存在干涉必要，预计诸如资产置换、资产注入资本运作手段将是重要备选项。
 - ✓ 就上市公司而言，更存在改革必要：逻辑是本轮国企改革背景下对国资保值、增值的要求，其隐含对于竞争性行业盈利导向的要求，即相关企业的扭亏。
- 根据我们的梳理，钢铁行业是典型的充分竞争性行业、产能过剩行业且资产证券化率不高，未来可能的机会有：
 - ✓ 改革方面，可能的方向包括 6 种：1) 合并整合、2) 分类管理、3) 资产置换/注入、4) 简政放权、5) 混合所有制、6) 员工持股等。其中前三类从逻辑上和微观层面进展最快。
 - ✓ 转型方面，考虑到钢铁是重资产，实业层面彻底转型难度较大，资本运作的可行性更高，如通过资产注入、资产置换、收购等。
- 综合来看，钢铁中资产注入/置换最值得期待，其中非钢产业发达的公司尤其值得关注。一方面，大股东实力较强，具备转型的基础；另一方面具备比较优势，如所处地区的资源禀赋、相关渠道优势等。

图表 6：钢铁国企改革主要方向



来源：国金证券研究所

图表 7：钢铁国企改革模式分析

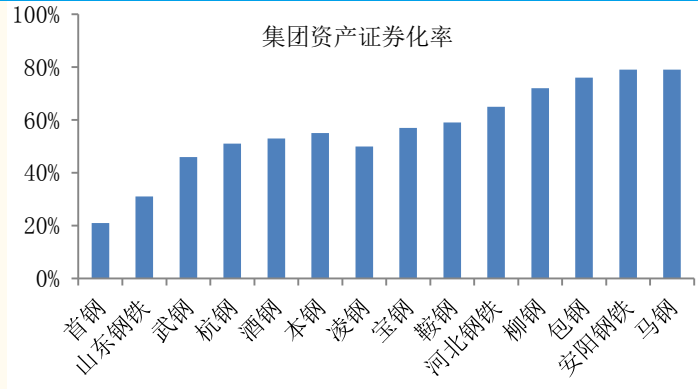
改革方式	主要思路
资产证券化	集团整体资产上市的平台、上市公司承接集团相似资产注入（将主业做大做强）、上市公司承接集团非主业资产、上市公司作为产业平台，整合国资委旗下多个集团的相关资产、上市公司被卖壳出售
组建国有资本投资运营公司	根据国家授权履行出资人职能，进行国有资本管理；实现国家战略意图，在关系国家安全和国民经济经济命脉和重要产业和领域，进行产业投资；推进国有资本合理流动，提高资源配置效率；重塑有效的行业结构，避免重复建设、恶性竞争；建立政企分开的隔离墙，塑造有效的企业运营架构，培育具有国际竞争力的大企业集团。
竞争性行业扭亏	完全按照市场原则考核价值创造能力，盈利导向
员工持股	所有权和经营权分离、风险共担、互相监督、
混合所有制	盘活存量资产、有利于政企分开、集聚资本发展规模经济、转换企业经营机制

来源：国金证券研究所

- 首钢是典型的大集团小公司模式，非钢产业发达，而上市公司 15 年亏损较为严重（前三季度累计亏损 5.67 亿元）。逻辑上，未来首钢加快资产证券化步伐有其充分性和必要性。
 - ✓ 首钢地处经济发达地区，大股东背景实力较强、非钢产业发达，而上市公司资产在集团资产中占比较小，首钢总公司目前资产规模 4000 亿元，而资产证券化率不到 20%。

- ✓ 根据北京市前期出台的《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，指出“加快国有企业特别是竞争类企业上市步伐，推进具备条件的一级企业实现整体上市。到 2020 年，国有资本证券化率力争达到 50%以上。”
- ✓ 同时，公司管理层也公开表示“目前首钢的情况是大集团小公司模式，上市公司的资产在集团内的资产占比很小。未来 3-5 年首钢会有超过千亿元的资产实现证券化，注入首钢股份。”
- 我们认为，京唐钢铁与首钢股份的融合或是首钢推进整体上市的第一步，未来不排除进一步优质资产注入的可能性。

图表 8：首钢资产证券化率



来源：国金证券研究所

大集团小公司，拥有诸多优质非钢资产

- 首钢总公司是钢铁行业中非钢资产最发达的企业。
 - ✓ 首钢总公司旗下目前已形成钢铁板块、北京园区和非钢新产业板块、综合管理板块四大板块，非钢产业包括矿产资源业、装备及汽车零部件制造业、生产性服务业（医疗、环保、体育等）、房地产及建筑业、高端金属材料、海外产业等 6 大产业。
 - ✓ 2013 年，首钢总公司收入规模超 2100 亿元，其中，非钢产业盈利达到 60 亿元。非钢产业收入、利润规模均已超过总收入、总利润规模的 50%。
- 目前，首钢总公司旗下涉及的优质非钢资产涵盖了园区、医院、环保、体育、IT、银行资产等。
 - ✓ 园区。2011 年，经北京市政府批准，首钢老工业区正式定位为“新首钢高端产业综合服务区”，园区规划占地 8.63 平方公里，建筑规模 1060 万平方米。根据北京市《关于推进首钢老工业区改造调整和建设发展的意见》和《关于推进首钢老工业区和周边地区建设发展的实施计划》政策文件，首钢老工业区改造调整和转型升级进入实质性阶段。未来将以首钢主厂区为主要空间载体，重点发展现代金融、商务服务、文化创意、高端商业等产业，完善总部办公、创意体验、会议展览、城市游憩等功能。目前，由国侨办、北京市侨办、首钢总公司牵头的世界侨商创新中心等项目正有序推进中。

图表 9：新首钢高端产业综合服务区示意图



来源：石景山政府网站、国金证券研究所

- ✓ 环保。首钢环境完成了从冶金环保产业向城市能源环保产业的战略转型，成为首钢在北京地区新产业发展的支柱产业。其中，北京首钢生物质能源项目（鲁家山生活垃圾焚烧发电项目）日处理能力 3000 吨，占北京日产出全部垃圾的 1/6。
- ✓ IT（首自信）。首自信是首钢集团唯一的自动化、信息化专业公司，可提供具有自主知识产权的大型钢铁企业信息化解决方案、自动化系统集成、自动化信息化系统运行维护的系列产品和服务，并积极探索向非钢新产业领域如智慧园区、智能建筑、电子商务、云计算服务、土壤治理等领域拓展。

图表 10：首钢主要非钢资产

领域	非钢资产	说明
园区	新首钢高端产业综合服务区	位于北京城西石景山区，长安街西延线，占地面积 8.63 平方公里，规划建筑面积 1060 万平方米，以首钢主厂区为主要空间载体，重点发展现代金融、商务服务、文化创意、高端商业等产业
医疗	首钢医院	旗下 6 所医院（2 所三级）；医疗投资公司
环保	首钢环境	涉及生物质能源发电、北京地区、水污染处理、土壤修复等
IT	首自信公司	软件信息技术企业，涉及智慧园区、智能建筑、云计算等业务，2013 年实现利润 1.1 亿元
金融	首钢基金	管理北京京冀协同发展产业投资基金，母基金规模 200 亿元，其中北京市财政出资 100 亿元，首钢总公司出资 100 亿元
	参股金融	华夏银行第一大股东，持股 20.38%；参股银河证券
体育	首钢男篮	北京体育文化标志品牌
智能制造	机器人公司	立体停产位、充电桩等
设计院	首钢设计院	建筑设计分院、工程监理、造价咨询等
服务业	实业公司	业务涵盖工业、物业、餐饮、幼教、旅游、托老、客运服务等 10 余个产业，2013 年实现利润 4042 万元
	首控公司	2013 年利润 5000 万元
地产	房地产公司	2013 年实现利润 4 亿元
工程	首建集团	2013 年实现利润 1.1 亿元
机电	国际工程公司	2013 年实行利润 1.9 亿元

	京西重工	
	首钢机电	2013 年实现利润 1.44 亿元
	首钢国际	管理首钢境外企业、进出口贸易、海外工程承包三大主营业务以及现代物流业、综合服务业等延伸业务
矿石	首钢矿业	首钢原料基地

来源：首钢总公司网站、国金证券研究所

PB 最低的单体钢厂，较高安全边际

钢铁资产 PB 仅为 0.7 倍，吨钢市值仅 780 元

- 位于曹妃甸地区的京唐钢铁，作为集团优质钢铁资产，地处沿海，具有完备的港口码头资源，运输成本优势明显。其产品结构、盈利能力均高于现有钢铁资产，是国内目前少数几个仍维持盈利的单体钢厂之一。
- 资产置换后，钢铁资产 PB 仅为 0.7 倍，吨钢市值仅 780 元。
 - ✓ 资产置换后公司累计持有钢铁权益产量 1550 万吨，京唐二期投产后将达到 1800 万吨，而目前对应市值仅为 211 亿元，公司钢铁资产实际对应的 PB 仅为 0.7 倍，是钢铁股中最低，远低于可比公司宝钢股份（0.83）、鞍钢股份（0.75）等。
 - ✓ 对应吨钢市值仅为 778 元，在板材钢铁股中仅高于华菱钢铁。因此存在一定安全边际。

图表 11：吨钢市值统计

	PB	总市值（亿元）	每股钢产量	吨钢市值
华菱钢铁	1.0	119.1	54.6	723
河北钢铁	0.8	349.0	28.6	1150
武钢股份	1.0	351.0	20.1	1732
鞍钢股份	0.7	323.0	30.0	1488
马钢股份	1.2	214.0	17.1	1621
首钢股份	0.6	134.0	14.3	778
重庆钢铁	2.2	134.0	9.3	3237
宝钢股份	0.8	927.0	13.5	4157

来源：国金证券研究所

汽车板基本面有望改善：去产能+板材需求回升

- 供给侧改革助推钢铁行业去产能。
 - 2015 中央经济工作会议首提供给侧改革，提出设立工业企业结构调整专项资金，用于支持地方在淘汰煤炭、钢铁行业落后产能安置下岗失业人员等。上述释放出重要信号，即中央层面为去产能提供政策配套和资金支持。
 - 12 月 23 日，马钢集团关停合肥公司，并公告由合肥市政府接受停产后的全部人员，显示政策在局部地区发力。我们判断 2016 年开始供给侧改革将推动钢铁行业大力度去产能。
 - 我们统计 2015 年下半年钢铁已经去产能 2000 万吨，若再去掉 3000-4000 万吨产能，则明年钢铁产能利用率有望回升至接近 2014 年的较高景气度水平。

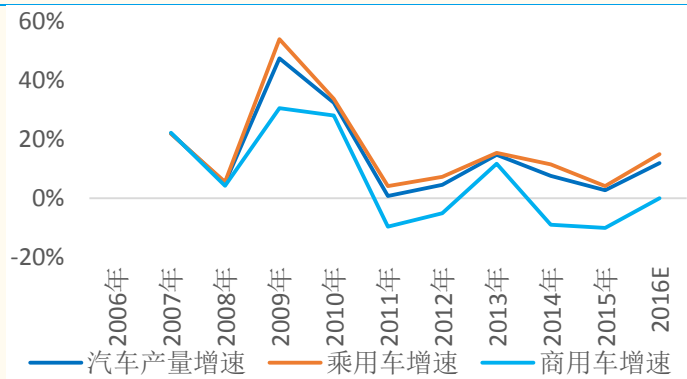
图表 12: 近期钢铁行业关停统计

时间	去产能案例	去产能规模	说明
2015.10	唐山松汀钢铁	500	全面关停、员工遣散
2015.11	唐山兴隆钢铁	500	员工遣散
2015.12	马钢合肥公司	160	全面停产, 员工有合肥市政府接收
2015.12	四川达钢	600	现金流断裂, 全面停产

来源: 国金证券研究所

- 汽车等行业订单回升支持板材需求重回增长。
 - 12月中旬以来钢材价格迎来一波较大幅度反弹, 其中热轧、冷轧局部涨幅达到 400 元/吨。支撑钢价反弹的除短周期库存周期触底外, 还来自于需求端的改善——汽车、家电、出口等均有所改善, 特别是来自汽车行业的订单饱满。
 - 支撑近期汽车行业需求回升的主要原因是汽车购置税减半相关政策的实施。考虑到 08 年类似措施曾推动国内汽车销量高速增长, 而本次购置税减免涉及 70% 的新车型, 因此影响甚至更大。除此之外, 后续汽车下乡等进一步政策可期。预计 2016 年汽车产销量至少增长 10% 以上, 而作为增长主力的乘用车, 增速有望接近 15%。

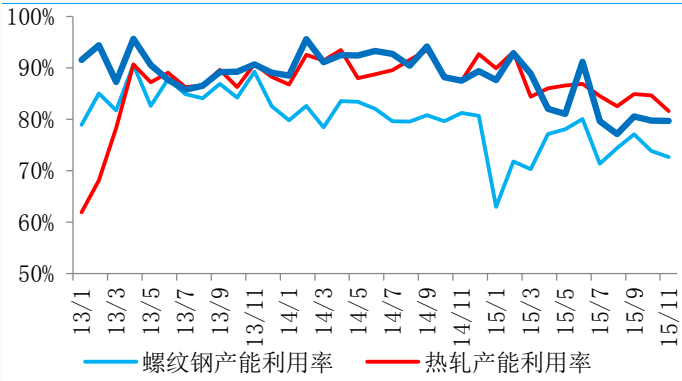
图表 13: 汽车产量增速统计



来源: 国金证券研究所

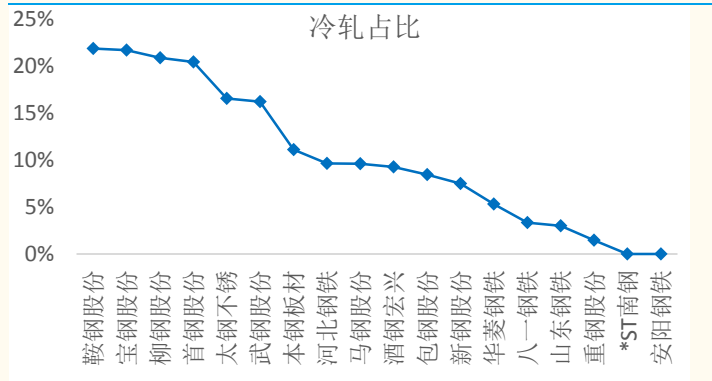
- 16 年冷轧产能利用有望阶段性超 90% 高精度临界点, 高端汽车板中, 首钢弹性最大。
 - 汽车是高端板材最重要的下游之一, 对板材类企业盈利有重要影响。我们统计, 汽车行业年用钢量 5000 万吨左右, 其中板材占比 75%, 冷轧约占比 50%, 即 2500 万吨, 且均为高端产品, 附加值高。
 - 我们假设乘用车产量 16 年保持 15% 增长, 则高端冷轧需求也有望保持 15% 增长, 拉动冷轧整体需求增长 3%。再考虑家电及出口的小幅增长, 预计冷轧品种 2016 年增速超过 5%, 即冷轧产能利用率提升 5 个百分点左右。由于冷轧产能利用率较高, 15 年全年 83% (11 月份 79%), 16 年有望将达到 88%, 阶段性将大概率超过 90% 的高景气度临界点。
 - 高端汽车板弹性更大——16 年需求提升 15%, 将再次出现供不应求格局。如宝钢等高端品种占比高的企业将表现出较大的盈利弹性 (宝钢在汽车板市场市占率 50%, 汽车板贡献了宝钢至少 70% 以上盈利)。而首钢是钢铁上市公司中板材及冷轧占比最高的几家公司之一, 因此, 弹性最大。

图表 14: 螺纹、热轧产能利用率统计



来源: 国金证券研究所

图表 15: 钢厂冷轧占比统计



来源: 国金证券研究所

投资建议

- 我们看好公司当前投资价值，主要基于三条逻辑：1) 公司后续较强的进一步转型预期；2) 冷轧基本面改善将支持行业盈利改善；3) 公司低估值提供安全边际。
- 我们预测，公司 15-17 年实现营收分别为 186.8 亿元、331.0 亿元、332.6 亿元，同比增长分别为-22.1%、77.1%、0.5%；实现净利润分别为-5.10 亿元、1.64 亿元、1.95 亿元，同比增长分别为-912.3%、132.2%、19.2%，对应摊薄后 EPS 分别为-0.10 元、0.03 元、0.04 元。维持“买入”评级。

风险提示

- 钢铁基本面改善不达预期；转型发展不达预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	10,103	19,171	19,497	11,056	11,156	11,256	货币资金	614	394	548	700	800	900
增长率		-8.4%	159.3%	-22.1%	77.1%	0.5%	应收款项	753	214	1,078	662	1,173	1,179
主营业务成本	-10,226	-9,160	-22,254	-17,917	-30,312	-30,424	存货	1,214	1,032	4,184	2,111	3,571	3,584
%销售收入	101.2%	99.0%	92.8%	95.9%	91.6%	91.5%	其他流动资产	376	4,551	67	56	93	93
毛利	-123	648	-238	-1,795	927	947	流动资产	2,957	6,191	5,876	3,529	5,637	5,757
%销售收入	n.a	1.0%	7.2%	4.1%	8.4%	8.5%	%总资产	18.3%	39.3%	9.5%	6.2%	10.0%	10.6%
营业税金及附加	-16	-5	-44	-37	-66	-67	长期投资	2,205	2,280	7,017	7,018	7,017	7,017
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	10,291	6,702	46,773	44,805	42,651	40,280
营业费用	-298	-292	-672	-523	-927	-931	%总资产	63.8%	42.5%	76.0%	78.7%	75.3%	74.4%
%销售收入	3.0%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	无形资产	611	594	1,837	1,551	1,312	1,111
管理费用	-123	-138	-702	-551	-976	-981	非流动资产	13,162	9,581	55,670	53,376	50,982	48,410
%销售收入	1.2%	1.5%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	81.7%	60.7%	90.5%	93.8%	90.0%	89.4%
息税前利润 (EBIT)	-560	-344	314	-342	814	852	资产总计	16,118	15,771	61,546	56,905	56,620	54,167
%销售收入	n.a	n.a	1.3%	n.a	2.5%	2.6%	短期借款	1,654	135	6,349	19,229	10,950	8,277
财务费用	-204	-192	-485	-515	-774	-773	应付款项	3,228	1,993	19,104	10,962	18,654	18,726
%销售收入	2.0%	2.1%	2.0%	2.8%	2.3%	2.3%	其他流动负债	106	4,152	300	250	437	439
资产减值损失	-74	-21	-55	-3	-3	0	流动负债	4,988	6,279	25,753	30,440	30,041	27,441
公允价值变动收益	-1	-5	17	0	0	0	长期贷款	3,269	1,986	3,050	3,050	3,050	3,051
投资收益	291	212	100	100	100	100	其他长期负债	62	49	8,770	0	0	0
%税前利润	-54.5%	-62.4%	-104.0%	-13.4%	65.8%	51.6%	负债	8,319	8,314	37,573	33,490	33,091	30,492
营业利润	-547	-351	-110	-760	137	179	普通股股东权益	7,344	7,114	23,618	23,109	23,273	23,469
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.4%	0.5%	少数股东权益	455	343	356	306	256	206
营业外收支	12	12	14	15	15	15	负债股东权益合计	16,118	15,771	61,546	56,905	56,620	54,167
税前利润	-535	-339	-96	-745	152	194	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.5%	0.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	0	-3	68	186	-38	-48	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股收益	-0.120	-0.077	0.012	-0.096	0.031	0.037
净利润	-535	-342	-29	-559	114	145	每股净资产	2.476	2.398	4.465	4.369	4.400	4.437
少数股东损益	-178	-113	-91	-50	-50	-50	每股经营现金净流	0.111	0.131	0.587	-0.861	1.809	0.711
归属于母公司的净利润	-357	101	-1,388	-1,959	15	52	每股股利	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	n.a	0.3%	n.a	0.5%	0.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-4.86%	-3.22%	0.27%	-2.20%	0.70%	0.83%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	-2.22%	-1.45%	0.10%	-0.89%	0.29%	0.36%
净利润	-535	-342	-29	-559	114	145	投入资本收益率	-4.40%	-3.62%	0.27%	-0.56%	1.63%	1.83%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长						
非现金支出	479	380	2,152	2,924	2,906	2,882	主营业务收入增长率	-19.28%	-8.44%	159.29%	-22.09%	77.11%	0.48%
非经营收益	-87	-12	470	-1,226	681	677	EBIT 增长率	2.42%	-38.57%	-191.18%	#####	#####	4.72%
营运资金变动	472	363	512	-5,695	5,868	54	净利润增长率	N/A	-35.85%	127.34%	#####	132.24%	19.17%
经营活动现金净流	329	390	3,106	-4,556	9,569	3,760	总资产增长率	-2.26%	-2.15%	290.24%	-7.54%	-0.50%	-4.33%
资本开支	-312	-245	-3,067	-654	-494	-295	资产管理能力						
投资	-586	-184	15	-1	0	0	应收账款周转天数	8.5	5.2	6.3	6.5	6.5	6.5
其他	290	53	374	100	100	100	存货周转天数	49.2	44.7	42.8	43.0	43.0	43.0
投资活动现金净流	-608	-375	-2,678	-555	-394	-195	应付账款周转天数	64.2	63.6	114.3	115.0	115.0	115.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	312.4	204.3	567.1	686.3	361.6	332.7
债权募资	-170	-25	532	5,798	-8,279	-2,672	偿债能力						
其他	-236	-202	-991	-535	-796	-792	净负债/股东权益	55.02%	22.98%	36.92%	92.16%	56.10%	44.05%
筹资活动现金净流	-406	-227	-459	5,262	-9,075	-3,465	EBIT 利息保障倍数	-2.7	-1.8	0.6	-0.7	1.1	1.1
现金净流量	-684	-213	-31	152	100	100	资产负债率	51.61%	52.72%	61.05%	58.85%	58.44%	56.29%

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	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	2016-01-04	买入	4.39	N/A

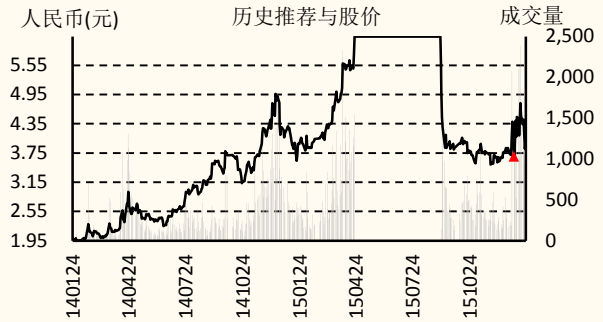
来源：国金证券研究所

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 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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% 以下。

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作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。

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