

河北宣工(000923)/钢铁
浴火重生
评级: 增持(首次)

市场价格: 19.20元

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师: 赖福洋

执业证书编号: S0740517080002

电话: 021-20315128

分析师: 邓轲

执业证书编号: S0740518040002

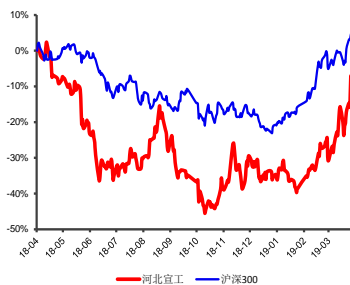
电话: 021-20315223

研究助理: 曹云

电话: 021-20315766

基本状况

总股本(百万股)	653
流通股本(百万股)	198
市价(元)	19.20
市值(百万元)	12532.4
流通市值(百万元)	3801.6

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	261	5,401	5,288	9,303	10,612
增长率 yoy%	2.37%	1970.18%	-2.09%	75.91%	14.08%
净利润	2	241	171	736	1,080
增长率 yoy%	199.82%	11421.12%	-29.20%	331.15%	46.78%
每股收益(元)	0.00	0.37	0.26	1.13	1.65
每股现金流量	0.23	1.91	5.03	-1.92	7.43
净资产收益率	0.51%	3.67%	2.46%	6.63%	8.87%
P/E	5,991.69	52.01	73.45	17.04	11.61
PEG	7.80	0.80	0.11	0.02	0.18
P/B	30.72	1.91	1.80	1.13	1.03

投资要点

- 转型、确立“矿产资源+机械制造”双主营业务:** 公司原为一家仅专注于工程机械业务的河北大型机械生产企业,但随着主营业务长期停滞不前,其主动开启了谋求转型之路的探索。早在2015年,河钢集团通过宣工发展股权划转成为公司大股东,为公司进入钢铁产业链条埋下伏笔。而到了2017年,公司通过发行股份收购四联香港100%股权实现对PMC公司控股,注入南非优质矿产资源,由此形成了以“矿产资源+机械制造”的双主营业务格局。此外,考虑到当前运营的一期项目即将开采完毕,公司在转向“矿产资源”的同时,2017年通过定增方式募集不超过26亿元用于二期项目建设。从最新建设进展来看,目前该项目完成大半,配套浮选厂已于6月份试车,铜矿冶炼厂有望于2019年底实现投产。预计2020年二期项目铜产品产量5.6万吨,磁铁矿销量达到900万吨,分别提升2.6万吨、250万吨;
- “矿产资源”业务已占据主导地位:** 公司虽然确立了“矿产资源+机械制造”双主业驱动模式,但随着行业景气度的变更和公司战略重心的转移,目前矿产资源板块已经成为公司的主导性业务,而铁矿石业务更是贡献了公司过半利润。2017年公司矿产资源开采及加工业务占到营收比重高达95%,而机械制造仅为5%。2017年公布的分产品盈利贡献显示,磁铁矿占比达到60%,铜棒占比39%。从2018年半年报情况来看,由于铜矿一期临近闭坑,但铜矿二期项目产量释放有限,导致公司铜棒销量下滑至3万吨左右(下降1.4万吨),加之磁铁矿发货进度低于预期(预计上半年300万、下半年350万),公司半年报业绩呈现大幅回落态势;
- 铜铁伴生矿带来优质铁矿资源:** 公司通过收购四联香港获得了对南非Palabora铜矿、蛭石矿的开采以及铜矿冶炼能力。由于Palabora铜矿为铜铁伴生矿,在加工铜矿石的过程中会自然分离出磁铁矿,经过几十年的开采之后,公司积累的磁铁矿资源已达近2亿吨,含铁量约为56%,仅需经过简单预处理加工之后含铁量便可以进一步提升至64.5%。因此铜矿的注入不仅使公司进入铜棒、阴极铜生产销售领域,更是让其直接获得了大量低成本的堆存磁铁矿资源。根据年报数据折算公司当地采选成本仅10美元左右,远低于国内矿山的平均成本,考虑到物流费用、港杂费等,其到港成本在预计在40-50美元/吨,虽然相较采选成本大幅上升,但成本优势依旧明显;
- 供需利好、铁矿石格局重塑:** 一季度以来铁矿石价格表现抢眼,最新普氏价格指数已经从前低点上涨至当前92.9美金,涨幅高达28%。铁矿价格强劲主要是今年钢厂环保限制措施执行放松,1-2月生铁日均产量达到214.6万吨,不仅同比大幅增长9.8%,而且环比增幅也达到5.24%,钢厂生产强劲对铁矿需求起到重要的支撑作用。在此情况下,供给端一旦出现变化,价格弹性极大。由于铁矿业长期资本开支下降,一方面会导致2019年之后铁矿新增产能大幅下降,另一方面对现有产能而言,资本开支的萎缩会导致产能的容错率下降,具体表现便是矿难概率提升,今年巴西矿难等一系列事件可以说既有偶然性也有必然性。若淡水河谷公布的2019年产量压减3000-6000万吨能得以落实,加对冲之下预计今年铁矿增量在-2200-800万吨,行业产能收缩周期有望提前到来,供需双向利好将推动铁矿价格持续强势;
- 投资建议:** 2019年是公司矿产资源业务再次突围的转折之年,一方面铜矿二期项目产量投放将进一步增大,这将扭转过去一年铜产品产销下滑带来的拖累;另一方面,公司磁铁矿销量将继续大幅提升,在今年铁矿石价格中枢不断上移大背景下,其铁矿产品盈利能力将迎来爆发。我们预计2018-2020年公司分别实现归母净利润分别为1.71亿元、7.36亿元以及10.8亿元,同比增长-29.20%、331.15%以及46.78%,折合EPS分别为0.26元、1.13元、1.65

元，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**铜矿二期未能按期达产；磁铁矿价格及销量不及预期。

内容目录

涅槃重生.....	- 4 -
从“机械制造”到“矿产资源”	- 4 -
矿产资源板块占据主导	- 5 -
铁矿带来腾飞的力量.....	- 6 -
铁矿格局重塑	- 7 -
疯狂的石头	- 8 -
业绩预测及估值.....	- 10 -
业绩预测	- 10 -
估值比较.....	- 11 -
风险提示.....	- 12 -

图表目录

图表 1: 公司历史发展历程及业务重大变革.....	- 4 -
图表 2: 公司股权结构图.....	- 4 -
图表 3: PC 铜矿二期项目达产可期.....	- 5 -
图表 4: 河北宣工分产品业务相关信息介绍.....	- 6 -
图表 5: 2017 年公司分产品营收占比.....	- 6 -
图表 6: 2017 年公司分产品毛利占比.....	- 6 -
图表 7: Palabora 铜矿所在地区靠近港口.....	- 7 -
图表 8: 铜铁伴生矿产成品资源生产工艺图.....	- 7 -
图表 9: 公司磁铁矿到岸成本相较国内矿山优势明显.....	- 7 -
图表 10: 公司磁铁矿业务毛利率表现优异.....	- 7 -
图表 11: 巴西淡水河谷溃坝事件导致矿价大幅上涨.....	- 8 -
图表 12: 淡水河谷溃坝事件持续发酵.....	- 8 -
图表 13: 全球主要铁矿石生产商产能增量预测(单位:百万吨).....	- 9 -
图表 14: 2019 年铁矿石价格预测.....	- 9 -
图表 15: 2019 年 1-2 月份生铁产量增长强劲.....	- 10 -
图表 16: 2018-2020 年公司分产品业务盈利预测.....	- 11 -
图表 17: 铁矿石企业市净率横向比较.....	- 11 -
图表 18: 上市企业吨矿市值横向比较.....	- 12 -
图表 19: 财务报表预测.....	- 13 -

涅槃重生

从“机械制造”到“矿产资源”

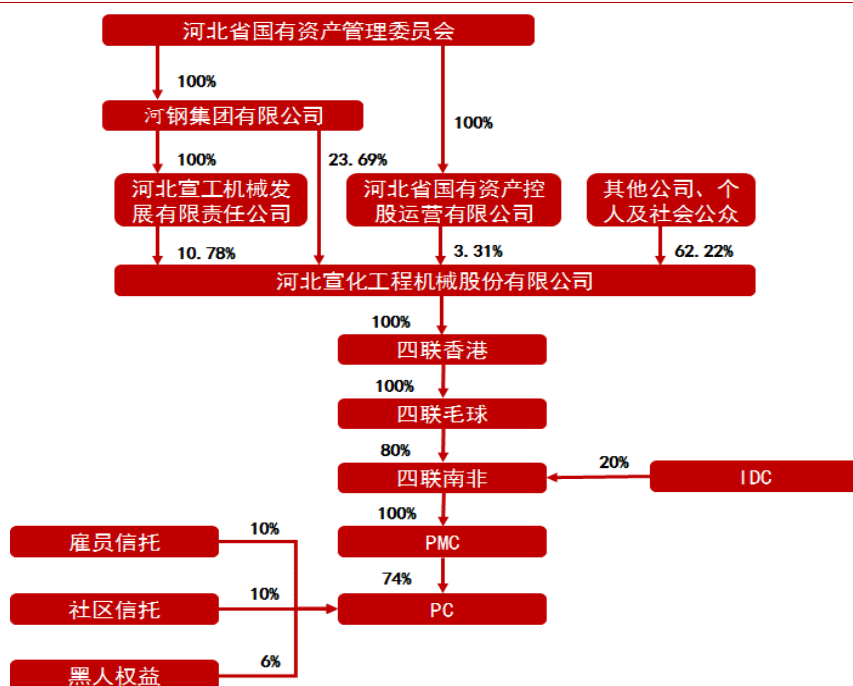
- **向矿产资源转型：**公司早在 1999 年便实现挂牌上市，彼时其仍然是一家只专注于工程机械业务的河北大型机械生产企业，但随着近年来主营业务长期停滞不前，公司便开始了谋求转型之路的探索。早在 2015 年，河钢集团通过宣工发展股权划转成为公司大股东，为公司进入钢铁产业链条埋下伏笔。而到了 2017 年，公司通过发行股份收购四联香港 100% 股权实现对 PMC 公司控股，注入南非优质矿产，由此形成矿业开发及矿产品加工、销售和工程机械产品及配件的生产、销售的双主营业务；

图表 1：公司历史发展历程及业务重大变革



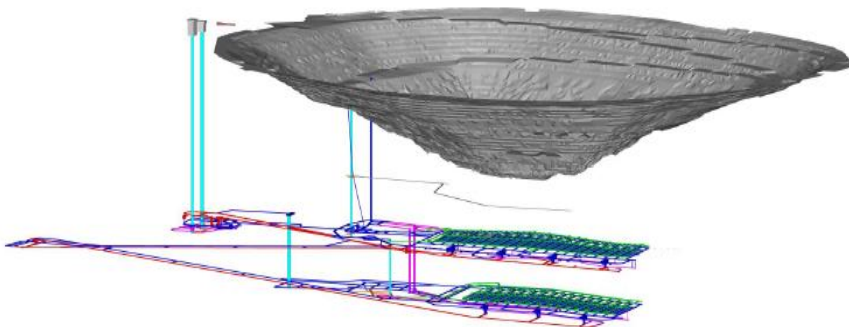
来源：中泰证券研究所

图表 2：公司股权结构图



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2019年铜矿二期项目达产可期:** 虽然河北宣工收购的PC公司贵为南非最大的精铜矿生产企业，但由于其运营的一期项目即将开采完毕，为了保障足够的铜精矿原料用于铜产品生产，铜矿二期项目开发建设已经迫在眉睫。为此，公司在2017年通过定增方式募集不超过26亿元用于二期项目建设。从最新建设进展来看，目前该项目完成大半，配套浮选厂已于6月份试车，预计矿石冶炼厂将于2019年底实现投产。二期项目矿石储量达到1.2亿吨，铜矿平均地质品位0.8%，预计2020年铜产品产量5.6万吨，磁铁矿销量达到千万吨级别，而2021年随着二期项目完全达产之后其产销量将实现进一步提升；

图表3: PC铜矿二期项目达产可期


- 铜矿(二期)开采范围内，保有资源/储量(111b+122b+333): 矿石量36288.56万吨，Cu金属量271.83万吨、TFe金属量4973.05万吨，Cu平均地质品位0.75%、TFe平均地质品位13.70%；评估利用资源储量: 矿石量12051.95万吨，Cu金属量96.48万吨、TFe金属量1633.23万吨，Cu平均地质品位0.80%、TFe平均地质品位13.55%；评估基准日评估用可采储量: 矿石量10485.20万吨，Cu金属量83.94万吨、TFe金属量1420.91万吨，Cu平均地质品位0.80%、TFe平均地质品位13.55%；
- 铜二期预算总额60亿元，目前已投入39亿元，配套浮选厂已于6月份试车，冶炼厂将于19年底投产。

来源: 公司公告、中泰证券研究所

矿产资源板块占据主导

- “机械+矿产”双主业驱动:** 公司机械板块主要涉及的是推土机、挖掘机等产品的研发与整机生产，目前公司机械工程车年产能达到3000余台，自主研发的高驱动推土机已经达到国内领先水平。此外，公司具备铸件年产2万吨生产能力。而在矿产资源板块，当前公司铜棒、磁铁矿以及蛭石年产能分别为5万吨、700万吨以及15万吨。公司铜矿二期项目2017年已经实现投产，今年年底二期项目铜矿冶炼厂也将实现投产，而到了2020年二期项目铜产品产量有望达到5.6万吨(2018年为3万吨)，磁铁矿销量达到1200万吨；

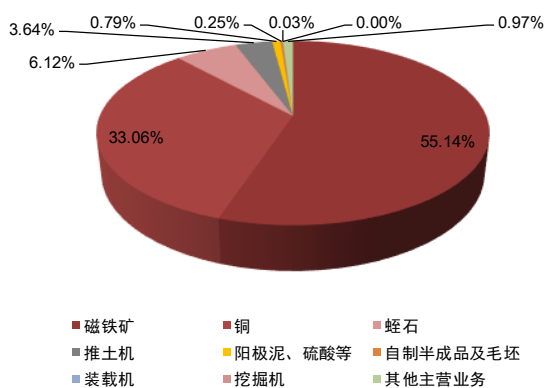
图表 4: 河北宣工分产品业务相关信息介绍

分产品业务	铜	磁铁矿	蛭石	机械
工艺技术说明	崩落法采选、冶炼	伴生矿磁选	露天采选、干燥	研发与整机生产
可采储量	约84万吨（2033年）	堆存约1.8亿吨	约450万吨	-
当前年产能	5万吨	700万吨	15万吨	1300台
主要产品	铜棒、阴极铜	64.5%铁精粉	按规格分7级	推土机
产品优势	采矿运营成本低、供不应求	矿堆储量巨大、成本低	品质优、利润率高	先进研发、全球销售
主要销售区域	南非当地（50%）	中国	欧洲、北美和亚洲	200多个国家
从业人数	1895	250	250	1510

来源：公告整理、中泰证券研究所

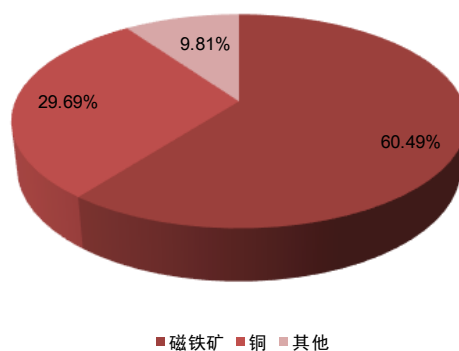
- 矿产资源板块业务占据主导地位：**公司虽然确立了金属矿生产与机械制造双主业驱动模式，但随着行业景气度的变更和公司战略重心的转移，目前金属矿产资源板块已经成为公司的主导业务，而铁矿石业务更是贡献了过半利润。2017年公司金属矿业务开采及加工业务占到营收比重高达95%，而机械制造仅为5%。2017年公布的分产品盈利贡献显示，磁铁矿占比达到60%，铜棒占比39%。而从2018年半年报情况来看，由于铜矿一期临近闭坑，但铜矿二期项目产量释放相对有限，导致公司铜棒销量下滑，加之磁铁矿发货进度低于预期，公司业绩呈现大幅回落态势；

图表 5: 2017 年公司分产品营收占比



来源：年报整理、中泰证券研究所

图表 6: 2017 年公司分产品毛利占比



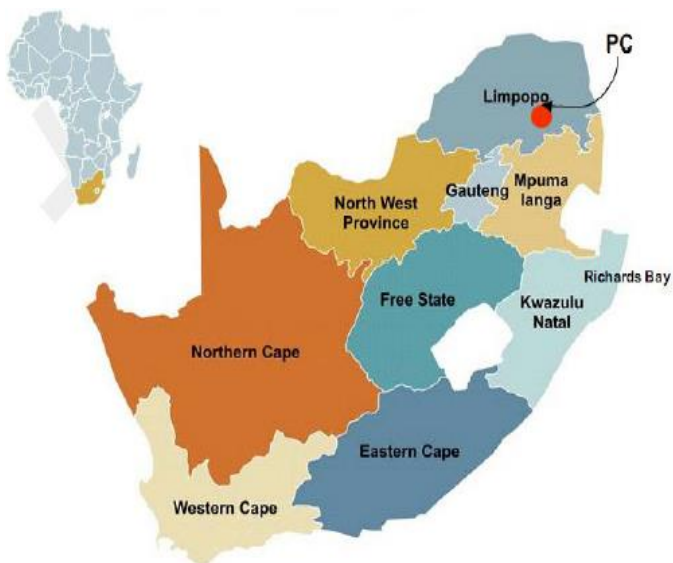
来源：年报整理、中泰证券研究所

铁矿带来腾飞的力量

- 注入优质铜铁伴生矿：**公司通过收购四联香港已经取得南非最大精铜生产商 PC 公司 74% 的股权，进而获得对南非 Palabora 铜矿、蛭石矿的开采以及铜矿冶炼能力。由于 Palabora 铜矿为铜铁伴生矿，在加工铜矿的过程中会自然分离出磁铁矿，经过几十年的开采之后，公司积累的磁铁矿资源已达近 2 亿吨，含铁量约为 56%，仅需经过简单预处理加工之后含铁量便可以进一步提升至 64.5%。因此铜矿的注入不仅使公司

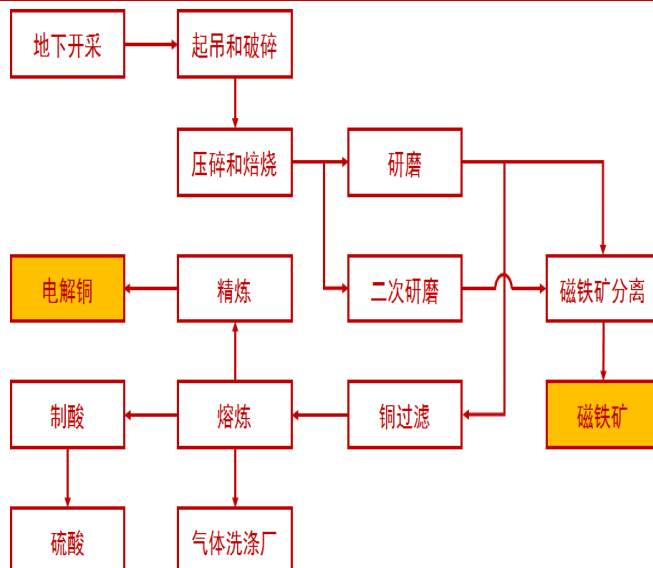
进入铜棒、阴极铜生产销售领域，更是让其直接获得了大量低成本的堆存磁铁矿资源，进而确立了铜矿、铁矿以及蛭石三足鼎立的矿产资源生产版图；

图表 7: Palabora 铜矿所在地区靠近港口



来源：公司公告、中泰证券研究所

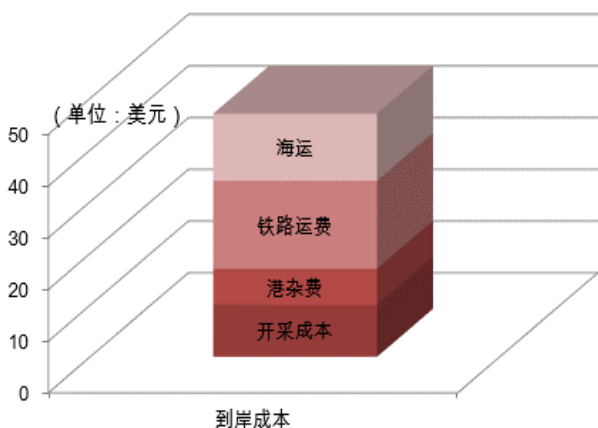
图表 8: 铜铁伴生矿产成品资源生产工艺图



来源：公司公告、中泰证券研究所

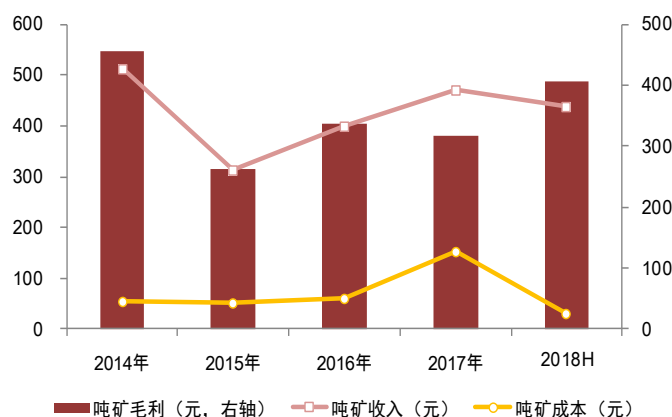
- **磁铁矿生产成本优势明显：** 由于公司磁铁矿资源是铜矿开采过程中所产生的伴生品，之前大量遗弃矿堆的形成导致如今铁矿开采成本极低。数据显示公司在磁铁矿在当地采选成本仅在 10 美元左右，远低于国内矿山的平均成本。但值得注意的是，虽然极低的开采成本导致公司磁铁矿拥有超高的毛利率（2018 年上半年 92.75%），但考虑到公司磁铁矿由南非发货至国内销售，实际物流成本较高（物流成本计入销售费用，包括工厂周边的短倒费、从工厂到港口的铁路运费、港杂费和海运费），因而实际到岸成本远高于公司采选成本；

图表 9: 公司磁铁矿到岸成本相较国内矿山优势明显



来源：公告整理、中泰证券研究所

图表 10: 公司磁铁矿业务毛利率表现优异



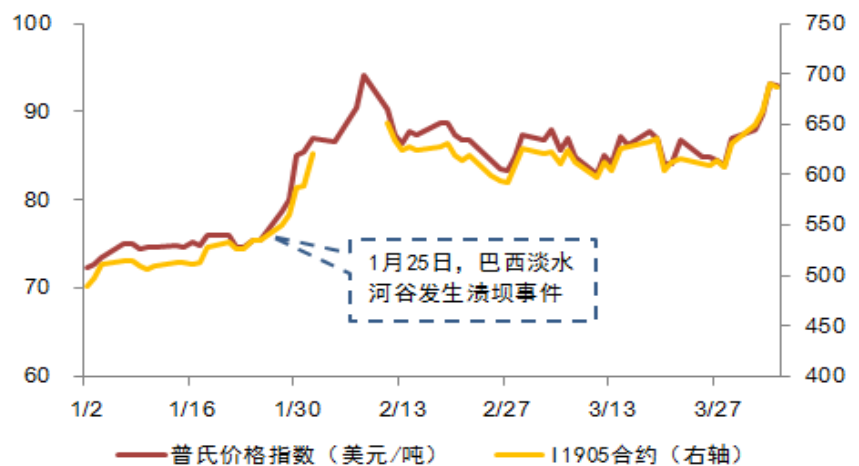
来源：年报整理、中泰证券研究所

铁矿格局重塑

疯狂的石头

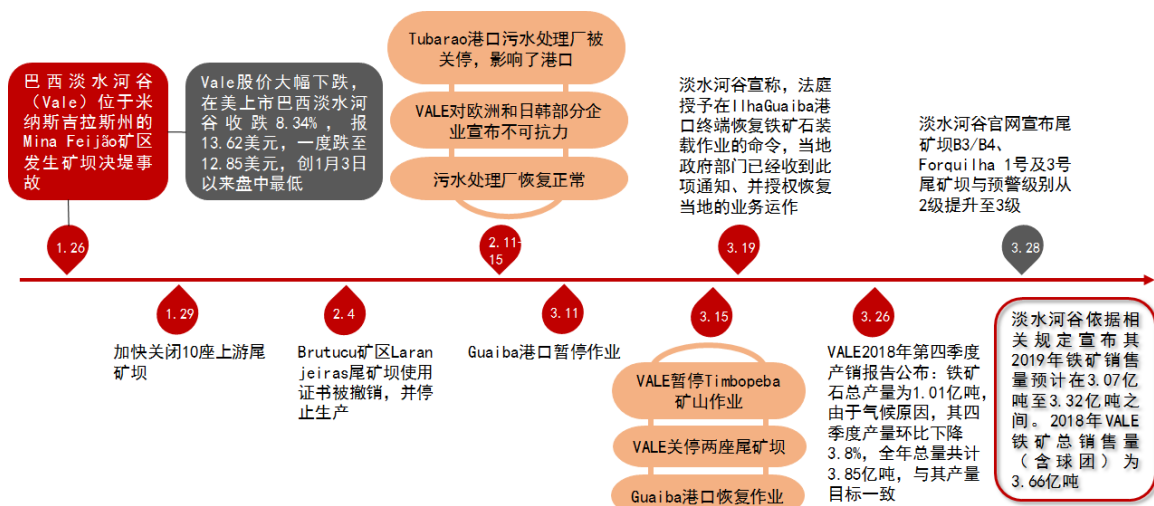
- **巴西矿难-偶然之中有必然:** 一季度以来铁矿石价格表现抢眼, 最新普氏价格指数已经从前低点上涨至当前 92.9 美金, 涨幅高达 28%, 巴西矿难持续发酵起到了推波助澜的作用。早在今年 1 月 25 日, 巴西淡水河谷 (Vale) 就宣布其位于南部系统的 Paraopebas 项目的 Mina Feijão 矿区 1 号尾矿坝发生重大溃坝事故, 造成数百名人员死亡及失踪, 成为该国有史以来最严重的矿难, 其后该事件不断发酵, 推动铁矿石价格大幅上涨。我们认为, 今年巴西矿难等一系列事件可以说既有偶然性也有必然性。由于铁矿长期资本开支下降, 一方面会导致 2019 年之后铁矿新增产能大幅下降, 另一方面对现有产能而言, 资本开支的萎缩会导致产能的容错率下降, 具体表现便是矿难概率提升;

图表 11: 巴西淡水河谷溃坝事件导致矿价大幅上涨



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 12: 淡水河谷溃坝事件持续发酵



来源: 我的钢铁网、中泰证券研究所

- **产能周期的轮回:** 2011 年以后随着铁矿石达到历史高点, 海外低成本矿山开始大量投放, 铁矿石价格一路下行最低跌至 2015 年的不到 40 美金。

铁矿作为上游采掘业从资本开支到产能投放周期一般为 5-8 年，矿价长期的萧条更是令行业资本开支自 2014 年后逐步萎缩，当前行业产能周期扩张已经进入末期。根据统计数据，2019 年除淡水河谷外全球主要铁矿石生产商产能增量预计为 3800 万吨，与 2018 年相比已经出现回落，而溃坝淡水河谷事件若真如官方公布将产量压减 3000-6000 万吨量级，则加减对冲之下预计今年铁矿增量在-2200-800 万吨，行业产能收缩周期将加速到来；

图表 13: 全球主要铁矿石生产商产能增量预测(单位:百万吨)

	2019年主要铁矿石生产商产能增量 (万吨)
Anglo Ferrous	978
Trafigura/Mubadala	400
IOC	300
Roy Hill	380
Hierro Peru	350
Champion	220
Citic Pacific	200
BHP	175
Yuzhny	150
Kaunis Iron	140
SNIM	120
A.Mittal Liberia	100
New Millenium	100
Tacora Resources	100
Ferrexpo	100
合计	3813

来源：我的钢铁网、中泰证券研究所

图表 14: 2019 年铁矿石价格预测

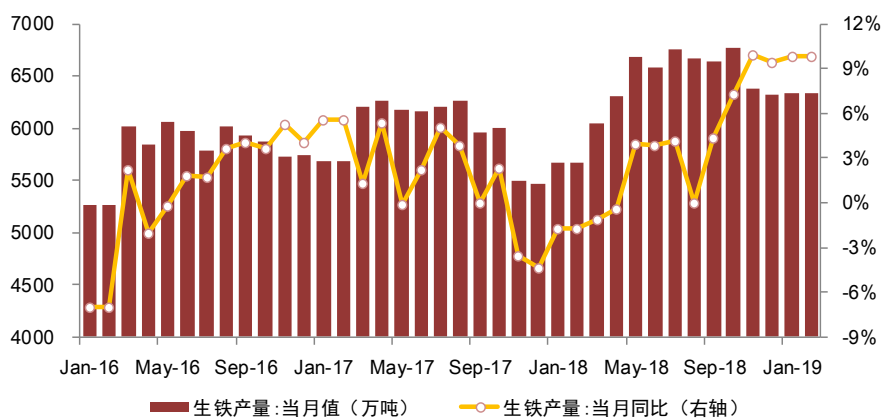
单位：(百万吨)	2016	2017	2018E	2019E		
				乐观	中性	悲观
全球铁矿石供应	2219	2145	2207	2215	2205	2185
全球其他地区(除Vale)	1870	1778	1817	1855	1855	1855
Vale	349	367	390	360	350	330
矿难影响供给量				30	40	60
变化量		-74	62	8	-2	-22
普氏指数:62%(美元/吨)	58	71	69	75	80	88

来源：中泰证券研究所

- 铁矿石需求维持强劲：**当然如果仅是供给端收缩预期的刺激，而需求却相对疲弱，矿价的上涨往往是昙花一现，也难以再次回到 2 月初以来的阶段性高点。今年供给端限制性政策退出在方向上已经较为确定，去年中央经济工作会议虽再提三大攻坚战，然而三大攻坚战内容已经较之前有明显差异，更多转向巩固成果，大方向环保限制较 2018 松动。因此在这种情况下，我们看到 1-2 月生铁日均产量达到 214.6 万吨，不仅同比大幅增长 9.8%，而且环比增幅也达到 5.24%，钢厂淡季生产强劲。虽然行业高供给虽然对钢价形成抑制，但却切实利好铁矿石需求，因此

对于铁矿而言，作为过去几年国内供给侧改革受损标的，今年需求端反倒迎来了逆转之机；

图表 15: 2019 年 1-2 月份生铁产量增长强劲



来源: WIND、中泰证券研究所

- **小结:** 步入 2019 年之后，铁矿石供需双方同时迎来利好。一方面，钢厂环保限制措施执行放松，产量大幅增长，对铁矿需求起到重要的支撑作用；另一方面，多年资本开支下行之后今年铁矿供给增量趋于萎缩，近期巴西淡水河谷溃坝事件更是进一步加速了行业供给收缩周期的到来。在此背景下，2019 年铁矿价格表现值得期待。

业绩预测及估值

业绩预测

- 考虑到公司磁铁矿以及精铜矿业务贡献公司业绩高达 90%，而蛭石的发展则相对平稳，下面我们对公司分产品业绩进行预测。

 - 对于磁铁矿部分: 假设 2018-2020 年 CFR 价格指数年度均价分别为 69 美元、88 美元以及 90 美元；2018-2020 年美元对人民币汇率分别为 6.37、6.74、6.74；公司开采吨矿开采成本稳定在 10 美元左右；同时假设 2018-2020 年磁铁矿销量分别为 650 万吨、800 万吨以及 1100 万吨；
 - 对于精铜矿部分: 假设 2018-2020 年精铜矿均价分别上涨 2.85%、1.2% 以及 -2.3%，同时假设 2018-2020 年精铜矿销量分别为 3 万吨、6.5 万吨以及 5.6 万吨。

因此在这种假设模式下，铜精矿业务在 2019 年将迎来业绩拐点（二期产量释放），但公司业绩更多将受到铁矿石价格大幅上涨影响。

综上所述，我们预计 2018-2020 年公司实现营业收入 52.88 亿元、93.03 亿元以及 106.12 亿元，同比分别增长 -2.09%、75.91%、14.08%；实现归母净利润分别为 1.71 亿元、7.36 亿元以及 10.8 亿元，同比增长 -29.20%、331.15% 以及 46.78%，折合 EPS 分别为 0.26 元、1.13 元、1.65 元。

图表 16: 2018-2020 年公司分产品业务盈利预测

		2016年	2017年	2018E	2019E	2020E
磁铁矿业务	销售数量 (万吨)	543	614	650	800	1100
	收入 (万元)	216308	297817	287351	474496	667700
	成本 (万元)	33196	96927	43550	58400	78100
	毛利 (万元)	183112	200890	243801	416096	589600
	毛利率	84.65%	67.45%	84.84%	87.69%	88.30%
	吨矿收入 (元)	398	485	442	593	607
	吨矿成本 (元)	61	158	67	73	71
	吨矿毛利 (元)	337	327	375	520	536
精铜业务	销售数量 (万吨)	3.12	4.40	3.00	6.50	5.60
	收入 (万元)	106859	178543	176405	386796	325575
	成本 (万元)	76726	79938	166526	359721	211624
	毛利 (万元)	30133	98605	9879	27076	113951
	毛利率	28.20%	55.23%	5.60%	7%	35%
	吨矿收入 (元)	34218	57172	58802	59507	58138
	吨矿成本 (元)	24569	25597	55509	55342	37790
	吨矿毛利 (元)	9649	31575	3293	4165	20348
其他业务	收入 (万元)	38842	37329	39195	39587	41566
	成本 (万元)	16961	7987	8226	9707	9998
	毛利 (万元)	21881	29342	30969	29880	31568
	毛利率	56.33%	78.60%	79.01%	75.48%	75.95%

来源: 年报整理、中泰证券研究所

估值比较

- 考虑到公司磁铁矿业务贡献大部分利润, 所以我们决定选取宏达矿业、海南矿业、*ST 金岭与公司进行横向比较, 相关公司平均市净率为 2.23 倍, 高于公司的 1.95 倍, 可继续给予“增持”评级。

图表 17: 铁矿石企业市净率横向比较

公司	市值 (亿元)	PB
宏达矿业	34.83	2.08
海南矿业	120	3.01
金岭矿业	38.04	1.59
平均市净率		2.23
河北宣工		1.95

来源: WIND、中泰证券研究所

- 此外, 我们从吨矿市值的角度来考虑, 公司该指标在含矿类上市公司里显著偏小, 即便和专业铁矿石企业如宏达矿业、海南矿业以及*ST 金岭也具有明显优势;

图表 18: 上市企业吨矿市值横向比较

证券代码	证券简称	股本 (亿股)	市值 (亿元)	铁矿石 产量(万吨)	吨矿 市值(元)	每万股矿含量 (吨)
600307.SH	酒钢宏兴	62.6	160.0	867.2	1845	13.8
000923.SZ	河北宣工	6.5	125.0	650.0	1923	99.6
601969.SH	海南矿业	19.5	125.0	400.3	3123	20.5
000655.SZ	金岭矿业	6.0	38.0	149.3	2548	25.1
600532.SH	宏达矿业	5.2	37.0	30.7	12036	5.9
600117.SH	西宁特钢	10.5	47.3	111.6	4243	10.7
600231.SH	凌钢股份	27.7	110.0	75.7	14537	2.7
600507.SH	方大特钢	14.5	232.0	15.4	151042	1.1

来源: WIND、中泰证券研究所

风险提示

- 铜矿二期未能按期达产; 磁铁矿价格及销量不及预期。

图表 19: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	261	5,401	5,288	9,303	10,612
增长率	2.4%	1970.2%	-2.1%	75.9%	14.1%
营业成本	-233	-2,080	-2,295	-2,687	-2,626
% 销售收入	89.4%	38.5%	43.4%	28.9%	24.7%
毛利	28	3,321	2,993	6,616	7,987
% 销售收入	10.6%	61.5%	56.6%	71.1%	75.3%
营业税金及附加	-5	-45	-32	-85	-97
% 销售收入	2.1%	0.8%	0.6%	0.9%	0.9%
营业费用	-24	-1,934	-1,893	-3,237	-3,417
% 销售收入	9.2%	35.8%	35.8%	34.8%	32.2%
管理费用	-40	-474	-529	-1,070	-1,220
% 销售收入	15.1%	8.8%	10.0%	11.5%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	-41	868	540	2,224	3,253
% 销售收入	-15.9%	16.1%	10.2%	23.9%	30.7%
财务费用	-26	-133	-50	-59	-67
% 销售收入	10.0%	2.5%	0.9%	0.6%	0.6%
资产减值损失	53	20	37	37	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	6	53	53	53
% 税前利润	109.1%	0.8%	9.2%	2.4%	1.6%
营业利润	106	761	580	2,256	3,276
营业利润率	40.7%	14.1%	11.0%	24.2%	30.9%
营业外收支	4	-6	0	0	0
税前利润	110	755	580	2,256	3,277
利润率	42.2%	14.0%	11.0%	24.2%	30.9%
所得税	-1	-266	-189	-813	-1,194
所得税率	1.1%	35.3%	32.5%	36.0%	36.4%
净利润	2	448	317	1,369	2,009
少数股东损益	0	207	147	633	929
归属于母公司的净利润	2	241	171	736	1,080
净利率	0.8%	4.5%	3.2%	7.9%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2	448	317	1,369	2,009
加: 折旧和摊销	24	223	343	468	593
资产减值准备	53	20	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	26	222	50	59	67
投资收益	-120	-6	-53	-53	-53
少数股东损益	0	207	147	633	929
营运资金的变动	170	556	2,629	-3,096	2,233
经营活动现金净流	148	1,249	3,286	-1,253	4,849
固定资本投资	6	-3,525	-60	-60	-50
投资活动现金净流	23	-882	-953	-953	-943
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-88	2,434	-442	3,414	-126
筹资活动现金净流	-88	2,434	-442	3,414	-126
现金净流量	84	2,800	1,890	1,208	3,780

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	135	4,289	6,179	7,387	11,167
应收款项	350	834	325	1,714	612
存货	320	1,142	470	1,417	428
其他流动资产	14	90	79	97	78
流动资产	818	6,355	7,054	10,615	12,284
% 总资产	58.1%	46.8%	47.2%	55.7%	58.2%
长期投资	26	602	602	602	602
固定资产	423	1,108	1,053	996	936
% 总资产	30.0%	8.2%	7.0%	5.2%	4.4%
无形资产	99	1,046	1,734	2,300	2,743
非流动资产	591	7,224	7,887	8,426	8,829
% 总资产	41.9%	53.2%	52.8%	44.3%	41.8%
资产总计	1,409	13,578	14,941	19,041	21,113
短期借款	175	595	0	59	0
应付款项	682	1,187	2,624	1,882	2,005
其他流动负债	113	890	890	890	890
流动负债	969	2,672	3,515	2,831	2,895
长期贷款	1	17	0	0	0
其他长期负债	31	2,027	2,027	2,027	2,027
负债	1,001	4,715	5,541	4,858	4,921
普通股股东权益	408	6,558	6,947	11,097	12,177
少数股东权益	0	2,306	2,453	3,086	4,015
负债股东权益合计	1,409	13,578	14,941	19,041	21,113

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.00	0.37	0.26	1.13	1.65
每股净资产 (元)	0.62	10.05	10.64	17.00	18.66
每股经营现金净流 (元)	0.23	1.91	5.03	-1.92	7.43
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	0.51%	3.67%	2.46%	6.63%	8.87%
总资产收益率	0.15%	3.30%	2.12%	7.19%	9.51%
投入资本收益率	2.99%	126.82%	9.38%	80.29%	38.08%
增长率					
营业总收入增长率	2.37%	1970.18%	-2.09%	75.91%	14.08%
EBIT 增长率	-8.59%	3260.74%	-34.85%	303.11%	45.89%
净利润增长率	199.82%	11421.12%	-29.20%	331.15%	46.78%
总资产增长率	-3.54%	863.60%	10.03%	27.44%	10.88%
资产管理能力					
应收账款周转天数	480.8	39.2	39.2	39.2	39.2
存货周转天数	492.5	48.7	54.9	36.5	31.3
应付账款周转天数	341.4	65.8	203.6	205.2	169.1
固定资产周转天数	590.5	51.0	73.6	39.6	32.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-1000.01%	-54.34%	-70.59%	-73.02%	-65.80%
EBIT 利息保障倍数	1.0	6.4	11.2	37.9	48.8
资产负债率	71.05%	34.72%	37.09%	25.51%	23.31%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。