

## 关注潜在的国企混改机会，有望改善公司治理与经营业绩

### ——本钢板材 (000761.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆公司系辽宁省属国企，粗钢产量千万吨级。公司第一大股东为本溪钢铁(集团)公司，实际控制人是辽宁省国资委，为省属国有企业。公司共有员工 18436 人，2018 年生产热轧板 1148.94 万吨、冷轧板 560.53 万吨、特钢 68.01 万吨，2019 年目标粗钢产量同比增长 13%。

◆汇兑损失拖累 2018 年盈利，2019Q1 经营较为稳健。公司 2018 年营业收入 501.8 亿元创历史新高，但归母净利润 10.36 亿元同比下降 35%，主要因为汇兑损失较多导致财务费用激增 8.4 亿元；公司 2019Q1 单季归母净利润 2.72 亿元，同比下降 22%，财务费用已下降至 -1.91 亿元；公司 2018 年拟分红 1.94 亿元，占当期归母净利润 18.59%。

◆大股东增持公司股份，彰显对公司未来信心。大股东本钢集团于 2018 年 6 月 1 日至 2019 年 5 月 21 日期间，累计增持公司股份占公司总股本的 2.07%，目前大股东持有公司总股份的 61.02%。大股东的增持行为，彰显了对公司未来发展前景的信心。

◆发行可转债有望增加竞争力，国企混改有望改善治理和业绩。公司拟发行不超过 68 亿元可转债用于产能升级改造与偿还银行贷款，优化产品结构和资产负债表，提升竞争力。本钢集团已被列入辽宁省国企混改试点单位，近期方大集团、复星集团高管密集调研本钢集团。潜在的国企混改机会有望改善公司治理水平和经营业绩，值得重点关注。

◆首次覆盖给予“增持”评级。根据公司目前的生产经营情况，以及我们对钢铁行业整体景气度的分析，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.27 元、0.27 元、0.28 元。我们参照可比公司 PB 估值水平，给予公司目标价 4.86 元。潜在的国企混改机会或将进一步提升公司管理和治理水平，提振公司业绩。我们首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：市场钢价波动风险；公司生产经营风险；公司发行可转债或混改进度不及预期风险。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40,508	50,182	48,416	48,070	47,675
营业收入增长率	37.19%	23.88%	-3.52%	-0.71%	-0.82%
净利润(百万元)	1,600	1,036	1,036	1,055	1,075
净利润增长率	104.81%	-35.22%	-0.01%	1.80%	1.91%
EPS(元)	0.41	0.27	0.27	0.27	0.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.18%	5.42%	5.19%	5.07%	4.95%
P/E	10.8	16.7	16.7	16.4	16.1
P/B	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 3 日

#### 增持(首次)

当前价/目标价：4.47/4.86 元

#### 分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)

021-52523812

wangk@ebscn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)

021-52523811

wangzh@ebscn.com

#### 市场数据

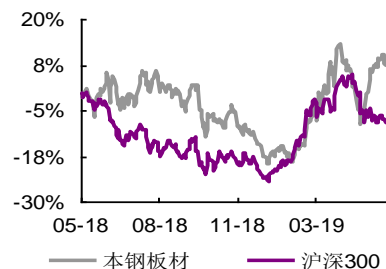
总股本(亿股)：38.75

总市值(亿元)：173.23

一年最低/最高(元)：3.27/4.85

近 3 月换手率：16.53%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.37	-0.66	-1.14
绝对	0.83	-3.85	13.07

资料来源：Wind

## 1、公司是辽宁省属国企，粗钢产量千万吨级

本钢板材股份有限公司成立于1997年3月27日，由本溪钢铁（集团）有限责任公司拥有的炼钢厂、初轧厂及热连轧厂有关经营钢铁板材业务的资产及负债进行重组设立。公司于1997年6月10日在深圳证券交易所上市。

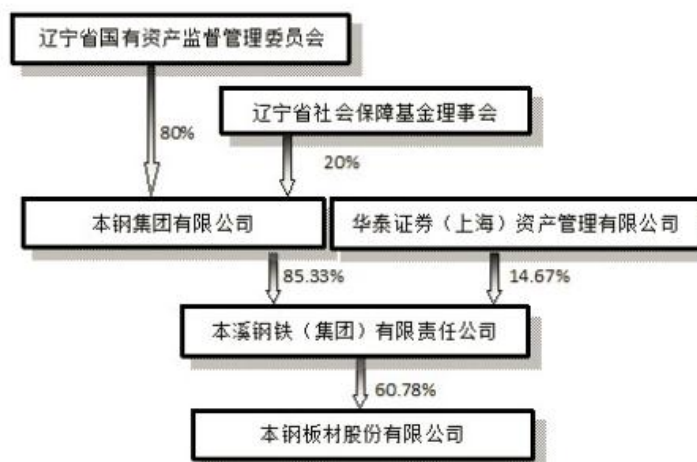
公司是本钢集团有限公司所属的国有控股钢铁主业上市公司，主要业务有钢铁冶炼、压延加工、发电、煤化工、特钢型材、铁路等，拥有东北大容积高炉、世界先进的冷轧生产线。公司引入世界先进装备技术对钢铁主业实施装备升级改造，基本建成了精品钢材基地，主要产品是汽车表面板、家电板、石油管线钢、集装箱板、船板，被广泛应用于汽车、家电、石油化工、航空航天、机械制造、能源交通、建筑装潢和金属制品等领域。

公司第一大股东为本溪钢铁(集团)有限责任公司，持股23.65亿股，持股比例为61.02%，实际控制人是辽宁省国资委，为省属国有企业。本钢集团2018年总资产1555亿元，2018年实现营业收入633亿元。

截止到2018年12月31日，公司共有员工18436人，其中生产员工14922人，占比80.93%，本科及以上学历人员3809人，占比20.66%。

公司现任董事长为高烈，52岁，2019年3月14日起担任本钢板材董事长，担任现职前长期任职于本钢集团。

图1：本钢板材股权架构



资料来源：公司2018年报

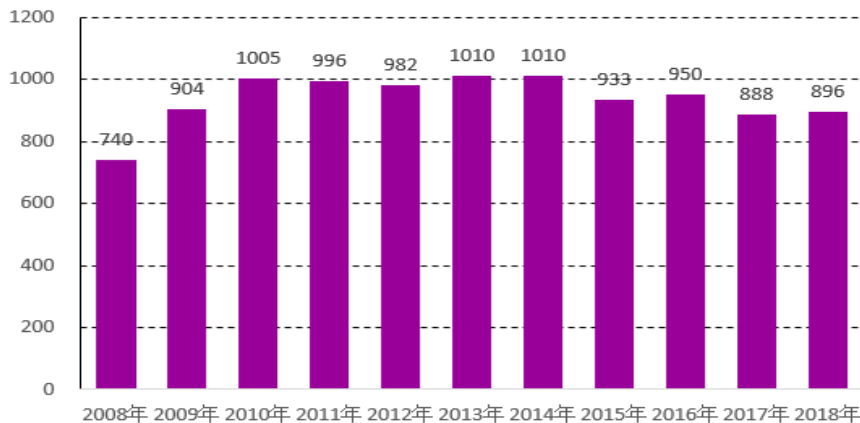
公司主要产品有热轧板、冷轧板、镀锌板、特殊钢、硅钢等系列。其中热轧和冷轧板是公司最重要的产品。

2018年公司生产生铁848.74万吨，同比降低2.21%；粗钢产量896万吨，同比上升0.89%；热轧板1148.94万吨，同比降低3.45%；冷轧板560.53万吨，同比增长3%；特钢68.01万吨，同比降低6.06%。

公司近十年粗钢产量较为稳定，变化幅度较小，2014年达到近十年最高产量1010.38万吨，2015年后呈略下降趋势。

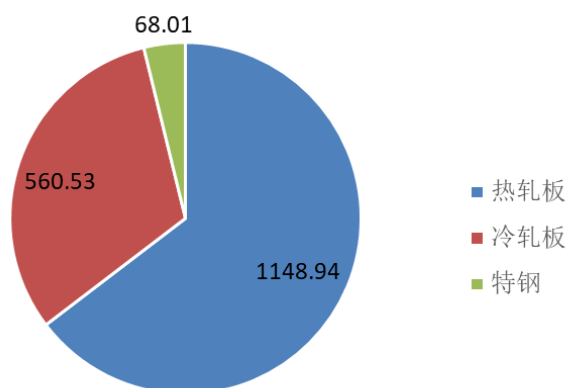
公司在 2018 年报中提到，2019 年目标粗钢产量为 1014 万吨，同比增长 13.16%。

图 2：本钢板材近十年粗钢产量（万吨）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 3：本钢板材 2018 年钢材品种分布（万吨）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

## 2、汇兑损失拖累 2018 年净利,2019Q1 经营较为稳健

公司近年来营收和盈利状况向好。公司 2018 年公司实现营业收入 501.8 亿元，同比增长 23.88%，创历史新高；2018 年实现归母净利润 10.36 亿元，同比减少 35%。

公司 2018 年财务费用高达 13.76 亿元，同比大幅增加 8.4 亿元，显著拖累了净利润；公司财务费用增加，主要是因为公司有较多美元债以及欧元债，2018 年由于汇率波动，导致公司汇兑损失增加。

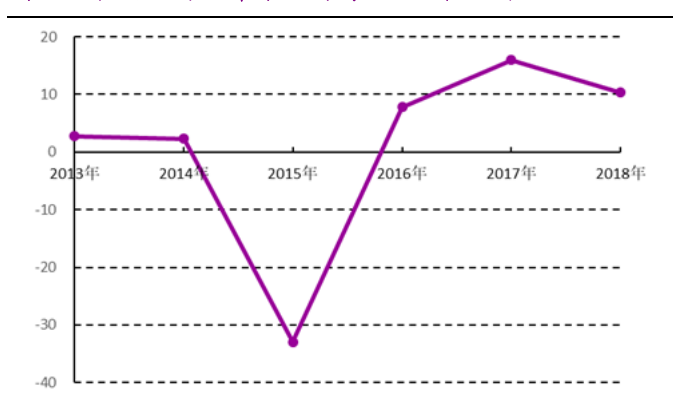
公司公告 2018 年分配预案，拟每 10 股派发现金红利 0.50 元（含税），合计分红 1.94 亿元（含税），占 2018 年合并报表归母净利润的 18.59%。

表 1: 本钢板材年度财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
粗钢产量(万吨)	1010.00	1010.38	933.00	949.69	888.13	896.03
营业收入(亿元)	403.29	414.22	292.54	295.26	405.08	501.82
粗钢营收(元/吨)	3993	4100	3135	3109	4561	5600
营业成本(亿元)	378	385	298	257	357	452
毛利(亿元)	25.77	29.33	-5.58	38.48	48.30	49.38
毛利率	6.39%	7.08%	-1.91%	13.03%	11.92%	9.84%
吨钢毛利(元/吨)	255.18	290.28	(59.83)	405.22	543.83	551.11
销售费用(亿元)	6.98	8.63	9.19	9.03	11.84	11.35
财务费用(亿元)	4.02	7.17	10.63	9.68	5.36	13.76
管理费用(亿元)	11.41	9.00	7.34	7.01	7.80	9.16
期间费用率	5.55%	5.99%	9.29%	8.71%	6.17%	6.83%
吨钢期间费用(元/吨)	222	245	291	271	281	383
利润总额(亿元)	3.57	3.54	-36.81	10.39	19.16	10.54
所得税率	21.80%	11.01%	11.96%	20.53%	16.02%	1.70%
归母净利润(亿元)	2.76	2.33	-32.94	7.81	16.00	10.36
同比增长		-16%	-1515%	-124%	105%	-35%
净利率	0.68%	0.56%	-11.26%	2.65%	3.95%	2.07%
吨钢净利(元/吨)	27	23	-353	82	180	116
经营净现金流(亿元)	26.88	28.68	-23.05	95.57	27.44	36.20
ROE	1.80%	1.52%	-24.11%	6.34%	11.84%	6.20%
ROIC	2.34%	2.77%	-8.64%	3.83%	5.84%	5.10%
折旧(亿元)	22.28	19.99	18.25	18.47	20.21	23.46
吨材折旧(元/吨)	221	198	196	194	228	262
存货(亿元)	116.07	110.08	86.02	97.82	112.10	106.78
员工总数(人)	23890	22620	21514	20731	19841	18436
人均粗钢产量(人/吨)	423	447	434	458	448	486
资产负债率	63.58%	67.79%	72.02%	75.51%	76.43%	67.03%
流动比率	0.80	0.79	0.61	0.75	0.78	1.02

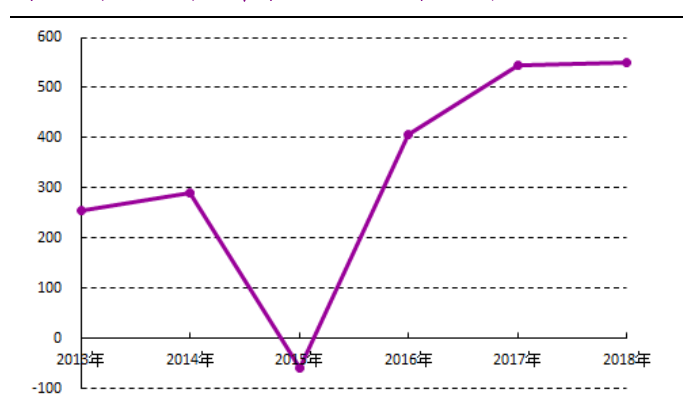
资料来源: 公司年报、光大证券研究所

图 4: 本钢板材近年来归母净利润(亿元)



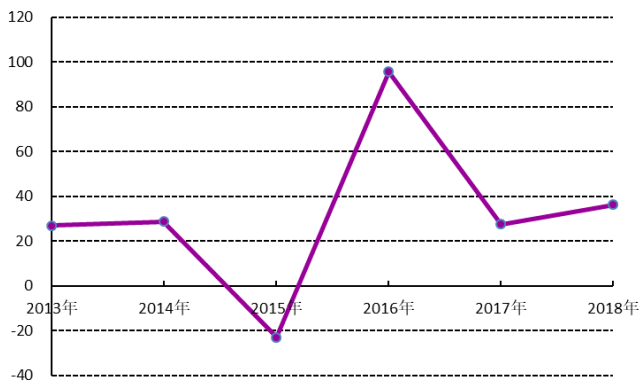
资料来源: 公司年报、光大证券研究所

图 5: 本钢板材近年来吨钢毛利(元/吨)



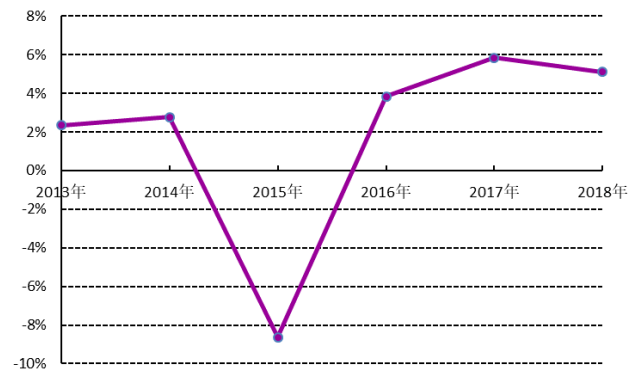
资料来源: 公司年报、光大证券研究所

图 6：本钢板材近年来经营净现金流（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 7：本钢板材近年来 ROIC



资料来源：公司年报、光大证券研究所

公司 2019Q1 单季度实现营业收入 117.61 亿元，环比降低 12.4%，同比增长 1.03%；实现归属于上市公司股东净利润 2.72 亿元，环比上升 28.5%，同比下降 22.5%。

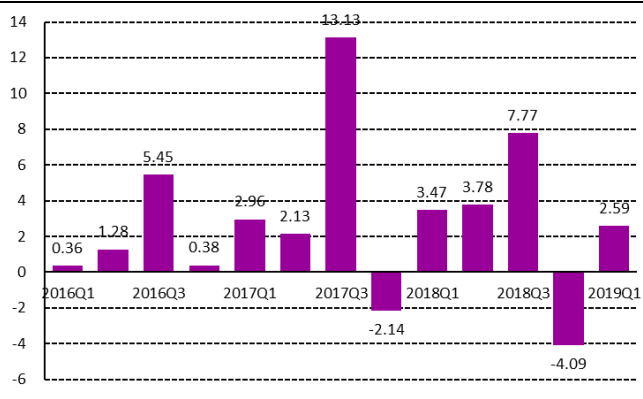
公司 2019Q1 业绩下滑主要是受钢铁行业景气度低迷影响。从历史角度来看，公司 2019Q1 归母净利润与扣非净利处于中低水平。

表 2：本钢板材单季度财务数据

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入 (亿元)	96.41	101.31	116.42	118.00	133.13	134.27	117.61
同比增长	31.12%	6.15%	4.57%	22.86%	38.10%	32.54%	1.03%
营业成本 (亿元)	80.07	89.80	107.75	100.29	118.07	126.33	110.82
毛利 (亿元)	16.34	11.50	8.67	17.70	15.06	7.95	6.79
毛利率	16.95%	11.36%	7.44%	15.00%	11.31%	5.92%	5.77%
销售费用 (亿元)	2.68	3.28	2.71	2.43	2.77	3.44	3.13
管理费用 (亿元)	1.85	3.09	2.36	2.28	1.94	2.60	2.30
财务费用 (亿元)	1.52	0.02	-0.83	8.86	9.25	-3.52	-1.91
期间费用率	6.28%	6.31%	3.64%	11.50%	10.49%	1.88%	2.99%
利润总额 (亿元)	10.07	2.63	3.61	4.09	0.73	2.12	2.90
所得税率	19.35%	-1.90%	2.63%	0.52%	7.11%	0.53%	6.33%
归母净利润 (亿元)	8.11	2.66	3.51	4.06	0.68	2.11	2.72
净利率	8.41%	2.62%	3.01%	3.44%	0.51%	1.57%	2.31%
环比增长	266.84%	-67.21%	31.91%	15.88%	-83.21%	209.70%	28.53%
经营净现金流 (亿元)	(0.58)	68.50	(88.72)	96.02	62.03	(33.14)	27.53
存货 (亿元)	107.37	112.10	118.50	128.94	124.10	106.78	109.32
期末净资产 (亿元)	145.93	148.49	191.75	193.97	194.66	196.59	199.38
单季度 ROE	5.55%	1.79%	1.83%	2.09%	0.35%	1.07%	1.36%
资产负债率	74.26%	76.43%	66.21%	69.71%	67.41%	67.03%	66.81%

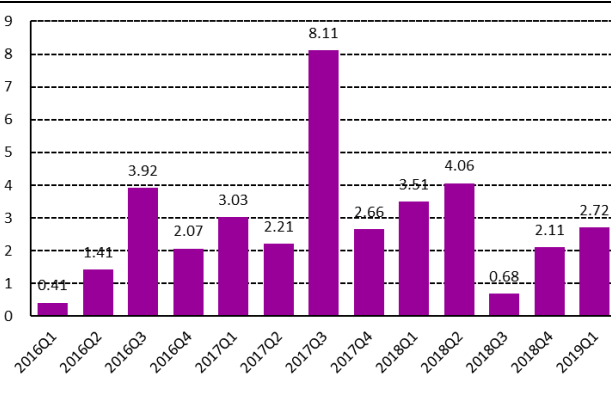
资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 8：本钢板材单季度归母净利润（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 9：本钢板材单季度扣非净利润（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

公司 2019Q1 期间费用总额为 3.51 亿，期间费用率为 2.99%，同比下降 0.65 个百分点，主要是因为财务费用降低。

公司 2016 年末、2017 年末、2018 年末，资产负债率分别为 75.51%、76.43%、67.03%；2019Q1 季末资产负债率为 66.81%，同比 2018Q1 季末上升 0.61 个百分点，环比 2019 年初下降 0.22 个百分点，呈现稳中下降的趋势。

图 10：本钢板材近年来资产负债率变化



资料来源：公司年报、光大证券研究所

### 3、大股东拟增持公司股份，彰显对公司未来信心

2019 年 5 月 10 日公司公告显示，大股东本溪钢铁(集团)公司计划自 2019 年 5 月 10 日起 6 个月内，以自有资金择机增持公司股份。本次增持计划总金额不低于 1 亿元，不超过 2 亿元，不设价格区间。

另据公司 2019 年 5 月 22 日公告，本溪钢铁(集团)公司于 2018 年 6 月 1 日至 2019 年 5 月 21 日期间，累计增持公司股份 80,303,361 股，占公司总股本的 2.07%。

增持前，本钢公司持有本公司股份 2,284,411,202 股，占公司股份总数的 58.95%。增持后，本钢公司持有公司股份 2,364,714,563 股，占公司股份总数的 61.02%。



大股东更了解公司的生产、销售、运营等经营流程，以及公司发展战略和前景。近一年以来，大股东增持本钢板材股份，彰显了对公司未来发展前景的信心。

**表 3：大股东本溪钢铁（集团）公司增持本钢板材**

增持人	增持时间	增持方式	成交均价（元）	增持股数（股）	占总股本比例
本溪钢铁（集团）公司	2018年6月1日至2019年5月9日	竞价交易	4.13	70998061	1.83%
本溪钢铁（集团）公司	2019年5月14日至5月21日	竞价交易	4.3	9305300	0.24%
合计				<b>80303361</b>	<b>2.07%</b>

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

## 4、拟发行 68 亿元可转债，综合竞争力有望进一步提升

2019年5月23日，本钢板材发布公告：公司拟发行可转债总额不超过人民币68亿元。

**表 4：本钢板材拟发行可交换债**

募集资金	不超过 68 亿元
票面金额	100 元
发行价格	面值发行
债券期限	6 年
转股期限	发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日
转股价格向下修正条件	股价在任意连续 30 个交易日中有 15 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 85% 时
有条件赎回条件	股价任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%）
有条件回售条件	最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70% 时

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

扣除发行费用后，本次募集资金拟全部投资于以下项目：高牌号高磁感无取向硅钢工程项目，炼钢厂 8 号铸机工程项目，炼铁厂 5 号高炉节能改造工程项目，特钢电炉升级改造工程项目，CCPP 发电工程项目，4 号-6 号转炉环保改造工程项目及偿还银行贷款。

**表 5：本钢板材本次可转债募集资金拟投资概览**

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	高牌号高磁感无取向硅钢工程项目	114,500	105,700
2	炼钢厂 8 号铸机工程项目	39,500	33,500
3	炼钢厂 5 号高炉节能改造工程项目	150,000	96,000
4	特钢电炉升级改造工程项目	160,000	141,600
5	CCPP 发电工程项目	98,827	83,300
6	4 号-6 号转炉环保工程改造工程项目	27,000	19,900
7	偿还银行贷款	200,000	200,000
合计		<b>789,827</b>	<b>680,000</b>

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

#### 4.1、高牌号高磁感无取向硅钢需求广阔

本钢板材现有冷轧无取向硅钢生产能力为 20 万吨/年，高磁感无取向硅钢工程建成后，将对现有硅钢产品改造升级，实现无取向硅钢产品全覆盖，进一步优化公司产品结构。

根据公司公告，在 2020 年之前，我国每年都将新增 5 万吨~10 万吨高牌号无取向硅钢的需求量。主要体现在以下四个方面：（1）电力行业中，预计未来 3-5 年内中低牌号的无取向硅钢中将有 60% 由高效节能型无取向硅钢高磁感产品所替代。（2）以往采用中低牌号无取向硅钢作为铁芯的小家电也将被高磁感或高牌号无取向硅钢所替代。（3）新能源汽车用无取向硅钢的需求相当稳定且会有所上升。（4）智能电子产品对于 0.2mm 的高牌号无取向硅钢的产品需求量在不断扩大，而且此类产品的附加值较大。

#### 4.2、特钢电炉升级改造有望提高产品竞争力

本钢板材特钢厂现有 2 台 50 吨电炉。通过在特钢厂区新建 89 吨电炉 1 座及配套设施（生产合金钢）、新建 70 吨电炉 1 座（生产合金钢）及配套设施，本钢板材特钢厂可为后续轴承钢、汽车用钢、石油用钢、优质合结钢、高合金钢的生产创造条件，提升企业产品综合竞争力，缩短与国内外知名企业产品性能差距，使产品的各项性能指标达到世界先进水平。

#### 4.3、CCPP 发电工程项目可显著降低能耗成本

本钢板材目前主要依赖东北电网系统供电。2018 年本钢板材总耗电量约 53.4 亿 kWh，其中自发电量约 22 亿 kWh，占公司总耗电量的 41.2%。本钢板材拟通过新建一套以炼铁生产过程中产生的高炉煤气为燃料的燃气蒸汽联合循环发电机组（机组总装机容量 180MW，其中燃气轮机发电机组装机容量 110MW，汽轮发电机组装机容量 70MW），有效提高本钢板材煤气资源综合利用效率，增加公司自发电量，降低公司用电成本。

综上，本次发行可转债募集资金，使得公司能够对产品结构、生产设备进行升级改造，显著提升公司产品竞争力，扩充市场，降低能耗成本，并优化资产负债表，有望进一步提升公司的综合竞争力。

此外，可转债发行预案中提到，公司转股价格不能低于最近一期经过审计的每股净资产。截止 2019 年一季度末，公司的每股净资产为 5.01 元；而 2019 年 7 月 3 日公司股价为 4.47 元，显著低于公司每股净资产。



## 5、本钢集团已列为国企混改单位，有望改善公司治理和经营业绩

根据公司 2018 年 9 月 19 日公告，辽宁省政府已将本钢集团列为推进国有企业混合所有制改革单位。

2018 年 9 月，根据本钢集团官网报道，辽宁省政府将本钢集团定为了混改单位，本钢集团党委书记兼董事长陈继壮表示：“混合所有制改革将是本钢历史上一次翻天覆地的变化，一次深入骨髓的变革，不仅是在开展一项工作，更是在创造历史。”

此前，2018 年 3 月 29 日，根据本钢集团官网报道，由国家发改委产业司巡视员夏农、工部材料司副调研员文刚、国务院国资委企业改革局处长李晓明以及中钢协相关人士组成的调研组，对本钢集团进行了调研。

此外，据本钢集团官网报道，近一年多以来，复星集团、方大集团高管均曾前往本钢集团交流学习。

2018 年 4 月 11 日，方大集团董事局主席方威在本溪市主要领导和本钢集团董事长陈继壮的陪同下参观了本钢板材冷轧厂。

2019 年 4 月 15 日，复星国际有限公司董事长郭广昌、南钢总裁祝瑞荣等一行在本钢集团委书记、董事长陈继壮、省国资委改革处处长王惠莲等陪同下，参观了本钢板材炼铁、炼钢、热轧、冷轧生产工序。

如果本钢集团实施混合所有制改革，可能引入其他重要股东，有望对本钢集团和本钢板材的公司治理和经营业绩提升带来一定推动作用。

## 6、关注国企改革机会，首次覆盖给予“增持”评级

本钢板材作为国内重要的板材生产基地，在生产技术、客户渠道、管理经验等方面有多年积累，经营较为稳健。公司近期产能升级计划有望公司创造新的增长点和盈利点。

根据公司目前的生产经营情况，以及我们对钢铁行业整体景气度的分析，我们做出以下关键假设：

(1) 公司 2019 年目标粗钢产量 1014 万吨，同比有所增长；公司持续对生产设备进行升级改造，预计后续产品产量亦有望增长。因此，我们预计公司 2019-2021 年粗钢产量逐年增长。

(2) 据我们分析，钢铁行业供给弹性仍在持续显现，需求则趋于稳定，未来钢价和钢铁盈利水平呈现下降趋势。因此，我们预计公司 2019-2021 年吨钢营收、吨钢毛利呈现逐年小幅下降趋势。

(3) 公司资产负债结构有所好转，我们预计 2019-2021 年公司财务费用分别同比下降 26%、9%、10%，预计公司其他费用率保持稳定。

根据以上关键假设，暂不考虑公司发行可转债因素，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 10.36 亿元、10.55 亿元、10.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.27 元、0.28 元。

表 6：本钢板材盈利预测

	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
粗钢产量 (万吨)	888	896	1014	1020	1025
吨钢营收 (元/吨)	4221	5159	4400	4350	4300
吨钢毛利 (元/吨)	544	551	456	445	435
营业收入 (亿元)	405.08	501.82	484.16	480.70	476.75
其中：钢板	374.88	462.28	446.16	443.70	440.75
其他	30.20	39.54	38.00	37.00	36.00
毛利 (亿元)	48.30	49.38	46.23	45.41	44.55
其中：钢板	41.93	42.81	40.15	39.49	38.79
其他	6.37	6.57	6.08	5.92	5.76
毛利率	11.9%	9.8%	9.5%	9.4%	9.3%
其中：钢板	11.2%	9.3%	9.0%	8.9%	8.8%
其他	21.1%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

参照公司 2019 年 7 月 3 日收盘价，本钢板材当前 PB (2019Q1) 仅为 0.89 倍。我们选取同样为省属国企并且同样以板材产品为主的新钢股份、山东钢铁，以及同样地处辽宁省并且同样为地方国企的凌钢股份，作为本钢板材的估值可比公司。

新钢股份、山东钢铁、凌钢股份的 PB (2019Q1) 分别为 0.81 倍、0.90 倍、1.19 倍。我们选取平均值，给予本钢板材 0.97 倍 PB (2019Q1) 估值，目标价为 4.86 元。

表 7：本钢板材可比公司 PB 估值情况

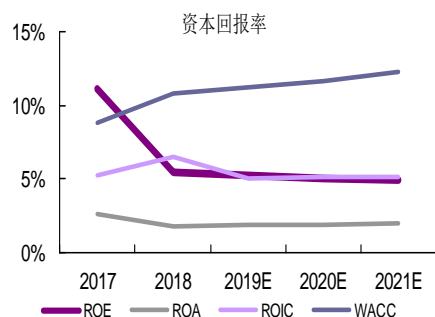
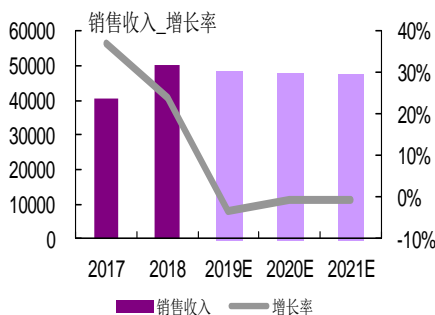
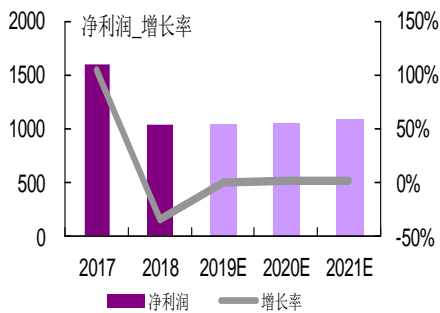
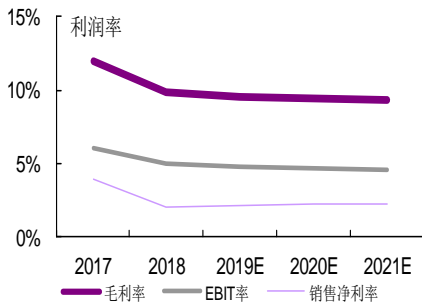
可比公司	股价	BPS	PB
	2019.7.3	2019Q1	LB
新钢股份	5.01	6.18	0.81
山东钢铁	1.67	1.86	0.90
凌钢股份	3.23	2.71	1.19
平均值			0.97
本钢板材	4.47	5.01	0.89

资料来源：Wind

公司经营稳健，大股东拟增持彰显对公司信心，拟发行可转债有望提升公司综合竞争力，潜在的国企混改有望提升公司治理水平和经营业绩。我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

## 7、风险提示

- (1) 钢价波动风险。供给增量过多或需求不振可能使钢价波动。
- (2) 公司生产经营风险。包括生产安全风险、财务风险等。
- (3) 发行可转债进度不及预期风险。公司发行可转债仍需相关部门审批，进度可能不及预期。
- (4) 国企混改进度不及预期风险。本钢集团及公司的国企混改目前尚未有进一步的进展，后续进度可能不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,508	50,182	48,416	48,070	47,675
营业成本	35,678	45,244	43,792	43,529	43,220
折旧和摊销	2,027	2,353	1,823	1,862	1,900
营业税费	234	356	344	341	339
销售费用	1,184	1,135	1,095	1,087	1,078
管理费用	853	916	884	878	871
财务费用	536	1,376	915	822	729
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5	5
营业利润	1,967	1,202	1,395	1,419	1,444
利润总额	1,916	1,054	1,295	1,319	1,344
少数股东损益	9	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,600	1,036	1,036	1,055	1,075

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	62,998	59,633	57,549	56,079	54,541
流动资产	35,221	33,281	32,251	32,054	31,828
货币资金	17,038	16,567	15,984	15,870	15,740
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	729	639	617	613	608
应收票据	3,846	3,580	3,454	3,429	3,401
其他应收款	290	191	184	183	182
存货	11,210	10,678	10,333	10,271	10,198
可供出售投资	4	1,042	1,042	1,042	1,042
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	2	2	2	2
固定资产	23,852	23,925	22,790	21,586	20,321
无形资产	254	278	269	260	251
总负债	48,149	39,973	37,047	34,716	32,300
无息负债	19,894	20,600	19,985	19,872	19,740
有息负债	28,255	19,373	17,062	14,844	12,561
股东权益	14,849	19,659	20,502	21,363	22,241
股本	3,136	3,875	3,875	3,875	3,875
公积金	10,076	13,304	13,408	13,513	13,621
未分配利润	1,103	1,946	2,685	3,441	4,211
少数股东权益	533	533	533	533	533

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,744	3,620	3,586	3,700	3,660
净利润	1,600	1,036	1,036	1,055	1,075
折旧摊销	2,027	2,353	1,823	1,862	1,900
净营运资金增加	5,059	949	-400	-80	-91
其他	-5,941	-718	1,127	862	775
投资活动产生现金流	-1,916	-78	-765	-584	-584
净资本支出	-578	-589	-589	-589	-589
长期投资变化	3	2	0	0	0
其他资产变化	-1,341	509	-176	5	5
融资活动现金流	-710	-4,151	-3,404	-3,230	-3,207
股本变化	0	739	0	0	0
债务净变化	4,111	-8,882	-2,311	-2,218	-2,284
无息负债变化	3,147	706	-615	-113	-132
净现金流	-7	-565	-583	-114	-130

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	37.19%	23.88%	-3.52%	-0.71%	-0.82%
净利润增长率	104.81%	-35.22%	-0.01%	1.80%	1.91%
EBITDA 增长率	17.52%	8.12%	-14.81%	-0.73%	-0.71%
EBIT 增长率	25.22%	1.54%	-7.54%	-3.02%	-3.01%
<b>估值指标</b>					
PE	11	17	17	16	16
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	9	7	8	8	7
EV/EBIT	16	15	15	14	14
EV/NOPLAT	19	15	18	18	17
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	11.92%	9.84%	9.55%	9.45%	9.34%
EBITDA 率	11.06%	9.66%	8.53%	8.52%	8.53%
EBIT 率	6.06%	4.97%	4.76%	4.65%	4.55%
税前净利润率	4.73%	2.10%	2.68%	2.74%	2.82%
税后净利润率 (归属母公司)	3.95%	2.07%	2.14%	2.19%	2.26%
ROA	2.55%	1.74%	1.80%	1.88%	1.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.18%	5.42%	5.19%	5.07%	4.95%
经营性 ROIC	5.23%	6.45%	5.05%	5.09%	5.14%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.78	1.02	1.11	1.23	1.38
速动比率	0.53	0.69	0.75	0.83	0.94
归属母公司权益/有息债务	0.51	0.99	1.17	1.40	1.73
有形资产/有息债务	2.21	3.05	3.35	3.75	4.31
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.41	0.27	0.27	0.27	0.28
每股红利	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
每股经营现金流	0.71	0.93	0.93	0.95	0.94
每股自由现金流(FCFF)	-0.37	0.85	0.90	0.81	0.81
每股净资产	3.69	4.94	5.15	5.37	5.60
每股销售收入	10.45	12.95	12.49	12.40	12.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼