

ST 八钢 (600581)*“一带一路”恰逢天时+新疆占据地利
公司发展迎契机****增持 (维持)****2017年03月08日****市场数据**

报告日期	2017-03-08
收盘价(元)	7.78
总股本(百万股)	766.45
流通股本(百万股)	766.45
总市值(百万元)	5962.97
流通市值(百万元)	5962.97
净资产(百万元)	-1450.22
总资产(百万元)	17646.12
每股净资产	-1.89

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10555	9389	10647	11706
同比增长	-48.8%	-11.0%	13.4%	9.9%
净利润(百万元)	-2509	20	993	1184
同比增长	-223.3%	-99.2%	4810.4%	19.3%
毛利率	-9.8%	11.1%	22.3%	22.3%
净利润率	-23.8%	0.2%	9.3%	10.1%
净资产收益率(%)	277.1%	-2.3%	925.3%	91.7%
每股收益(元)	-3.27	0.03	1.29	1.54
每股经营现金流(元)	5.78	-3.74	3.73	3.82

相关报告

《竞争加剧及新建项目投产导致公司大幅亏损》2015-03-31
《八一钢铁 2013 年季报点评——未来财务费用压力较大》2013-10-27
《八一钢铁 2013 年半年报点评——南疆钢铁拖累业绩》2013-08-25

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn

S0190514030002

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

严鹏

yanpeng@xyzq.com.cn

何静

hejing@xyzq.com.cn

投资要点

- **西北大型钢企，内外协力助力扭亏。**公司本部拥有粗钢产能 800 万吨和钢材产能 830 万吨。2016 年，在行业回暖背景下，公司积极推进降本增效，严格把控期间费用，开展债务重组，并剥离亏损的南疆钢铁，负债和资产结构显著优化，预计全年实现归母净利润约 2,000 万元，成功扭亏为盈。
- **产能利用率低位，升级改造正当时。**公司各品种产能利用率在 2015 年仅 50% 左右甚至更低，与行业平均相去甚远。近日公司公告拟投资 2 亿元用于改造冷轧机组，并新建年产 35 万吨的镀铝锌生产线，一方面降低生产成本，提高成材率，另一方面提升建筑用薄板产量，优化产品结构。在行业大幅转暖背景下，一旦产能利用率切实提升，公司业绩提升空间巨大。
- **“一带一路”恰逢天时，新疆占据地利，公司发展迎契机。**今年新疆规划投资增速超 50%，基础设施的大规模建设有望极大拉动钢材消费，而新疆钢铁市场又近乎独立，公司作为该地唯一上市钢企，产品销路有望得到保障。此外，“一带一路”深度发展，新疆又是对接中哈、中巴项目的战略核心区，天时与地利兼备，随着“一带一路”沿线基础设施项目的火热开工，钢材出口有望显著增加，为公司产品走向世界提供了前所未有的机遇。
- 预计公司 2017-2019 年归母净利润为 0.20 亿元、9.93 亿元和 11.84 亿元，EPS 为 0.03 元、1.29 元和 1.54 元，对应目前 PE 分别为 295 倍、6 倍和 5 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**1、下游需求低迷；2、“一带一路”发展不及预期。

目 录

1、西北大型钢企，内外协力助力扭亏	- 3 -
1.1、西北大型钢企，产能布局完善.....	- 3 -
1.2、外有行业回暖添助力，内有重组剥离提效益.....	- 4 -
1.3、产能利用率低位，升级改造正当时.....	- 6 -
2、“一带一路”恰逢天时，新疆占据地利	- 7 -
2.1、“一带一路”发展热潮涌动，沿途机遇无限.....	- 7 -
2.2、新疆当属“一带一路”桥头堡，区位优势明显.....	- 12 -
2.3、天时与地利兼备，公司发展迎来契机.....	- 15 -
3、未来转型发展值得期待	- 16 -
4、盈利预测与估值	- 16 -
图 1、公司股权结构.....	- 3 -
图 2、公司产能布局（左：钢；右：材）.....	- 4 -
图 3、公司产品结构（2015）.....	- 4 -
图 4、2016 年钢价经历 4 轮上涨.....	- 5 -
图 5、公司产品价格不断上调.....	- 5 -
图 6、公司近三年毛利率(%).....	- 6 -
图 7、2015.1-2016.6 行业产能利用率基本在 60% 以上.....	- 6 -
图 8、2015 年公司各产品产能利用率低于行业平均.....	- 6 -
图 9、一带一路示意图.....	- 7 -
图 10、东南亚七国粗钢表观需求量及产量.....	- 10 -
图 11、非洲地区粗钢表观需求量及产量.....	- 10 -
图 12、中东地区粗钢表观需求量及产量.....	- 10 -
图 13、我国“一带一路”对外承包工程业务新签合同额（亿美元）.....	- 11 -
图 14、新疆位于“丝绸之路经济带”核心位置.....	- 12 -
图 15、新疆固定资产投资增速已降至低位.....	- 12 -
图 16、2017 年各地区固定资产投资规划增速(%).....	- 13 -
图 17、公司目前产品以疆内销售为主.....	- 15 -
表 1、南疆钢铁持续亏损（万元）.....	- 6 -
表 2、近两年来“一带一路”大事记梳理.....	- 8 -
表 3、各地固定资产投资增速比较(%).....	- 13 -
表 4、新疆 2017 年基础设施建设工作安排.....	- 14 -

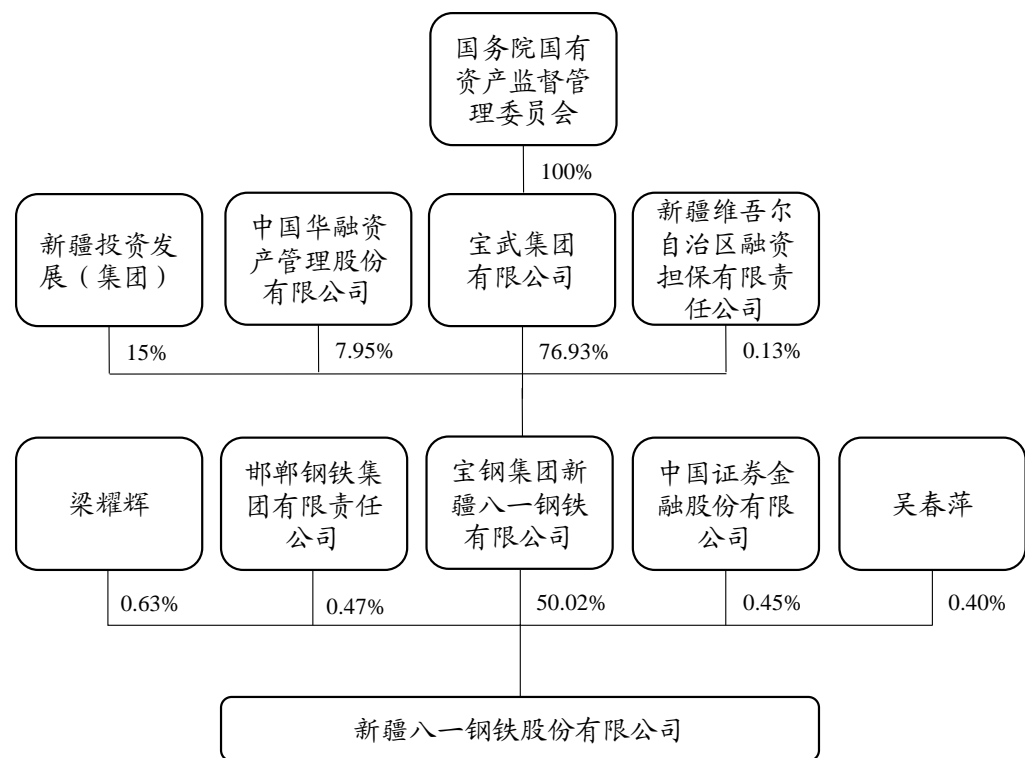
报告正文

1、西北大型钢企，内外协力助力扭亏

1.1、西北大型钢企，产能布局完善

- **新疆地区唯一上市钢企，与宝武集团渊源深厚。**公司成立于 21 世纪伊始，由原八钢集团、南京联强冶金集团有限公司、邯钢钢铁集团有限责任公司、新疆华顺工贸有限公司、新疆维吾尔自治区技术改造投资公司共同发起设立，坐落于新疆乌鲁木齐市，是新疆地区唯一的上市钢铁企业。2007 年，原宝钢集团完成对八钢集团的增资重组，由此成为公司的实际控制人。去年，宝钢对武钢进行吸收合并，宝钢集团已更名为宝武集团。

图 1、公司股权结构

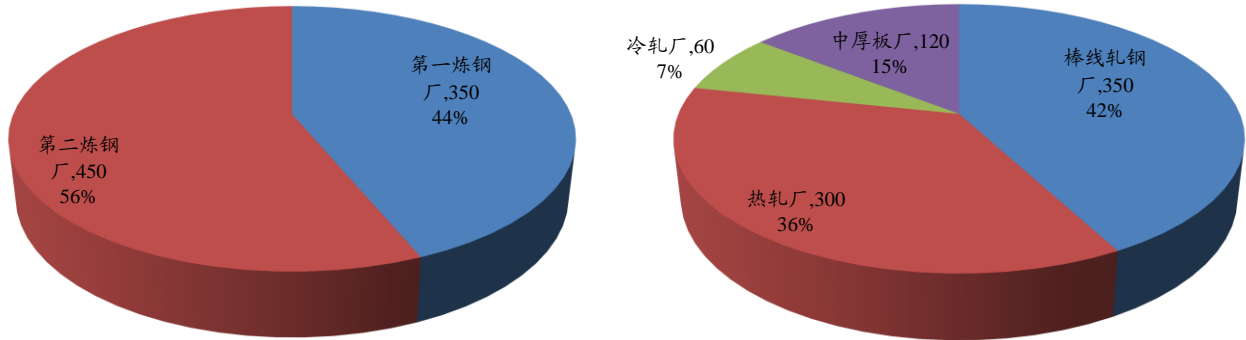


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

- **建材+板材全面布局，粗钢产能达 800 万吨。**公司本部下设第一炼钢厂、第二炼钢厂 2 个炼钢厂，以及棒线轧钢厂、热轧薄板厂、冷轧薄板厂和中厚板厂 4 个轧钢厂，拥有粗钢产能 800 万吨和钢材产能 830 万吨(包括棒线材 350 万吨、热轧 300 万吨、冷轧 60 万吨和中厚板 120 万吨)，各品种布局完善。除本部外，南疆钢铁拥有 300 万吨粗钢产能和 220 万吨钢材产能，但由于自 2014 年正式投产后持续亏损，公司已于 2016 年度以人民币 30.07 亿元向控股

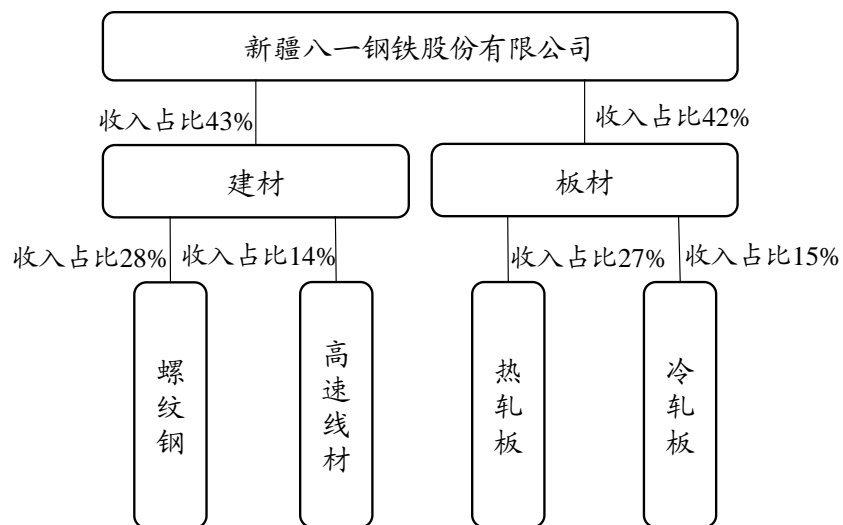
股东宝钢集团新疆八一钢铁有限公司 100% 转让。从收入构成来看，截至 2015 年底，公司建材和板材产品收入各占总收入的 40% 以上，尤以螺纹钢和热轧板为最主要的销售产品，均占收入的 25% 以上。

图 2、公司产能布局（左：钢；右：材）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、公司产品结构（2015）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

1.2、外有行业回暖添助力，内有重组剥离提效益

- 外部：行业回暖+政府补助添助力。** 2016 年，供给侧改革初有成效，环保风暴接连来袭，在供需、成本等多重因素的作用下，钢市回暖明显，整体波动向好。钢材价格从 2015 年底的低点开始震荡上行，共经历了 4 轮上涨。截至 2016 年底，Myspic 钢材综合价格指数已达到 127.74，较 2015 年底的 73.03 上涨了 75% 之高，行业的回暖推动了公司产品价格的提升。此外，公司获得了由宝武集团拨付、八钢公司转付的专项奖补资金 13,303 万元，列入“专项应付款”，增加非经常性收益 9,536 万元。

图 4、2016 年钢价经历 4 轮上涨



数据来源：mysteel，兴业证券研究所

图 5、公司产品价格不断上调



数据来源：mysteel，兴业证券研究所

- **内部：降本增效+债务重组+资产剥离加动力。**在外部行业回暖的背景下，公司积极从内部推进降本增效和管理优化，严格把控期间费用。2016 年，公司与非关联债权人开展了债务重组工作，取得债务重组收益 11,199.13 万元，优化了债务结构，提高了资金使用效率。此外，公司以 30.07 亿元将南疆钢铁 100% 股权转让至控股股东八钢公司，剥离了亏损资产，大大减轻经营压力。通过债务重组和亏损资产的剥离，公司的负债和资产结构均得到了显著优化。

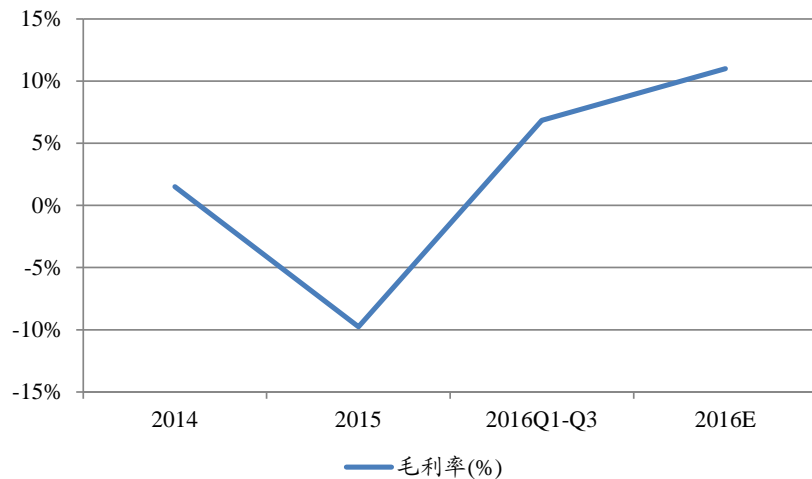
表 1、南疆钢铁持续亏损（万元）

	总资产	净资产	营业收入	净利润
2014	1,073,820.65	161,068.42	253,844.08	-112,314.26
2015	938,303.52	43,468.57	116,595.70	-117,836.27
2016 年 1-10 月	905,119.37	-4,960.18	18,374.11	-48,869.31

资料来源：公开资料、兴业证券研究所

- **内外齐助力，公司 2016 年度预计成功扭亏为盈。**根据业绩预告，公司 2016 年年度经营业绩实现扭亏为盈，预计实现归母净利润约为 2,000 万元，且年末净资产为正值。公司能够成功实现扭亏为盈，正是来自于内外部协同作用。2016 年，公司钢材综合毛利率达到约 11%，与上年-9%相比，上升了约 20 个百分点；期间费用下降约 1.6 亿元，同比降幅约 12%。

图 6、公司近三年毛利率(%)

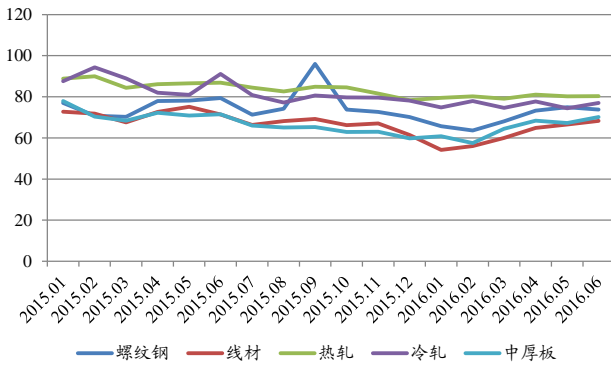


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

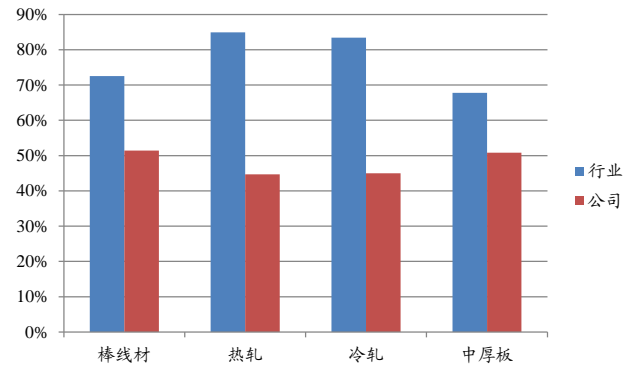
1.3、产能利用率低位，升级改造正当时

- **公司产能利用率与行业水平相距较大。**2015 年以来，各钢材品种的月度行业平均产能利用率基本均在 60%以上。从年度平均数据来看，2015 年行业棒线材产能利用率超过 70%，热轧板卷和冷轧板卷的产能利用率均远超 80%，而该年度公司的棒线材产能利用率仅 50%左右，热轧和冷轧的产能利用率甚至不足 50%，与行业平均水平相去甚远。

图 7、2015.1-2016.6 行业产能利用率基本在 60%以上 图 8、2015 年公司各产品产能利用率低于行业平均



资料来源：mysteel，公司公告，兴业证券研究所



资料来源：mysteel，公司公告，兴业证券研究所

- **机组改造升级，业绩提升空间大。**公司近日公告称：针对设备老旧、技术落后、产能低下等问题，公司拟投资 2 亿元用于改造冷轧机组，并新建年产 35 万吨的镀铝锌生产线，一方面降低生产成本，提高成材率，另一方面提升建筑用薄板产量，优化产品结构。公司目前产能利用率处于极低位置，在行业大幅转暖的背景下，一旦产能利用率出现切实的提升，营业收入和业绩均有很大的提升空间。

2、“一带一路”恰逢天时，新疆占据地利

2.1、“一带一路”发展热潮涌动，沿途机遇无限

- **积极开展“一带一路”沿线外交活动，战略对接有望加速。**自 2013 年首次提出“一带一路”以来，近两年领导人在沿线国家和地区积极开展外交活动，从中东到中东欧，从中亚、南亚到拉美，向沿线国家频频伸出合作之手，带动“一带一路”实现飞速发展，目前已有 40 多个国家和国际组织与我国签署了合作协议。根据两会期间李克强总理的政府工作报告，“一带一路”倡议已经并将同欧盟的“欧洲投资计划”、哈萨克斯坦的“光明之路”、蒙古国“草原之路”、俄罗斯“欧亚经济联盟”、印尼“全球海上支点”、越南“两廊一圈”等多国进行战略对接。今年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛将于北京举行，届时多国领导人将围绕两个议题展开深入讨论，一是加强政策和发展战略对接，深化伙伴关系；二是推进互联互通务实合作，实现联动发展。未来“一带一路”的发展有望加速。

图 9、一带一路示意图



数据来源：网络资料，兴业证券研究所

表 2、近两年来“一带一路”大事记梳理

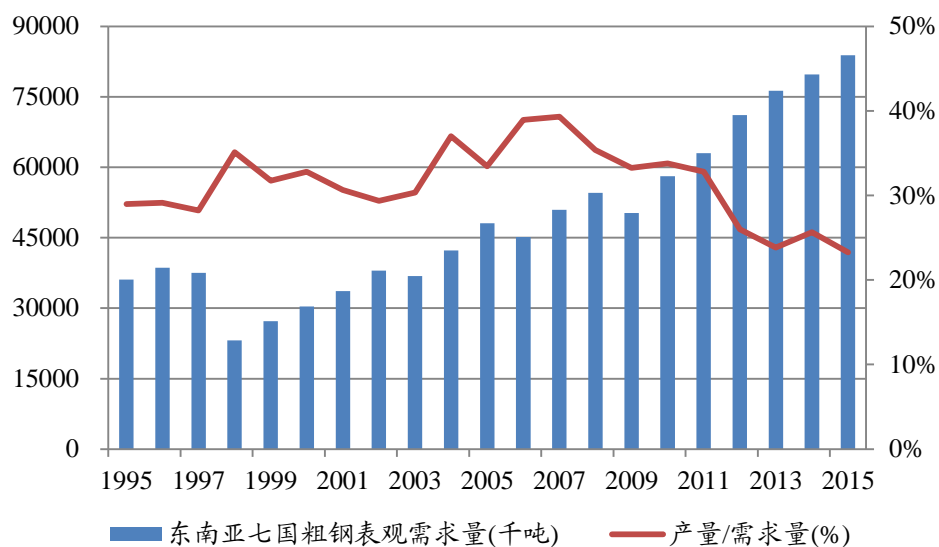
时间	重大事件	内容或意义
2015.09	联合国发展峰会	习近平表示，中国愿意同有关各方一道，继续推进“一带一路”建设，推动亚洲基础设施投资银行和金砖国家新开发银行早日投入运营、发挥作用，为发展中国家经济增长和民生改善贡献力量。
2015.10	商务部	前 8 月中国对“一带一路”沿线国家投资额同比增 48.2%。前 8 个月中国企业对“一带一路”沿线国家的直接投资额合计为 107.3 亿美元，同比增长 48.2%，占中国非金融类对外直接投资的 13.9%。中国企业对“一带一路”沿线国家的直接投资主要流向新加坡、哈萨克斯坦、老挝、印尼、俄罗斯和泰国等。
2015.10	五中全会	“一带一路”战略写入“十三五”规划。五中全会提出，推进“一带一路”建设，推进同有关国家和地区多领域互利共赢的务实合作，推进国际产能和装备制造合作，打造陆海内外联动、东西双向开放的全面开放新格局。
2015.11	国际金融论坛	亚洲基础设施投资银行（AIIB）候任行长金立群在国际金融论坛 2015 年年会致辞中表示：亚投行已经有 57 个成员国，预计今年年底会正式开始营业，明年第二季度开始贷款。
2016.01	习主席出访中东三国沙特、埃及、伊朗	访问期间，沙特、埃及、伊朗三国分别同中国签署了关于共建“一带一路”的谅解备忘录，中沙共签署 14 项合作文件，中埃共签署 21 项合作文件，中伊共签署 17 项合作文件，这些合作文件涵盖经贸、能源、金融、通信、航空航天、气候变化等诸多领域。
2016.03, 2016.06	习主席 2 次出访中东欧（捷克、塞尔维亚、波兰）	依托“16+1”机制及中国“一带一路”战略双翼，中国与中东欧国家的合作成效显著，进入提速发展阶段。此访堪称是中国与中东欧国家合作的一次“提速之旅”。
2016.06	习主席访问乌兹	习主席指出，中乌双方在共建“一带一路”框架内全面深化合作，取得丰硕成

	别克斯坦	果；期待着同卡里莫夫总统就提高中乌关系水平、深化各领域互利合作交换意见，共同规划中乌关系美好蓝图。
2016.06	习主席会见吉尔吉斯斯坦总统	双方加快共建“一带一路”路线图编制工作，加强产能、农业等领域合作，发挥两国经济互补性强优势，保持双边经贸合作良好发展势头；加快推进中吉乌铁路、比什凯克热电厂改造、比什凯克市政路网改造、农业灌溉系统改造等项目，让中吉合作成果尽早造福百姓。
2016.06	习主席会见阿富汗总统	习近平指出，双方要加强经济合作，重点推动有关民生项目取得进展；双方要落实好《中阿共同推进“一带一路”建设谅解备忘录》。中方支持阿方参与互联互通建设，愿加强两国经贸、能源、农业、基础设施建设、人力资源开发等领域合作。
2016.07	李总理出访蒙古国	双方签署了 15 份双边合作文件，涵盖贸易、经济技术、基础设施建设、广播电视等领域，为“丝绸之路经济带”与“草原之路”的深层次对接奠定了基础，也为两国关系的发展注入了新的动力。
2016.10	习主席访问柬埔寨和孟加拉	习主席表示中方高度重视中孟关系，愿同孟方一道，将两国关系和务实合作提升至更高水平；习主席表示两国全面战略合作伙伴关系深入发展，将为两国和两国人民带来实实在在的利益。
2016.11	李总理亚欧系列国家访问	进一步夯实了中国与亚欧地区有关国家开展务实合作的基础。在吉尔吉斯斯坦，中吉双方提出“双方将深入开展共建‘一带一路’合作”，“进行两国发展战略对接，推动各领域合作”；在哈萨克斯坦，两国总理共同为库斯塔奈市江淮汽车厂揭牌，见证中哈产能合作“多点开花”。
2016.11	习近平访问拉美（厄瓜多尔、秘鲁、智利）	结合“一带一路”倡议和实践，提出推动建立覆盖整个亚太地区的全方位、复合型互联互通网络，包括厄瓜多尔、秘鲁、智利在内的许多拉美国家都积极响应“一带一路”倡议，纷纷表示希望借此深化与“一带一路”沿线国家的联系。
2017.03	李总理政府工作报告	五提“一带一路” ，积极扩大对外开放。推进“一带一路”建设，与沿线国家进行战略对接、务实合作。面对国际环境新变化和国内发展新要求，要进一步完善对外开放战略布局，加快构建开放型经济新体制，推动更深层次更高水平的对外开放。今年 5 月，中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛，共商合作大计，共建合作平台，共享合作成果。

资料来源：公开资料、兴业证券研究所

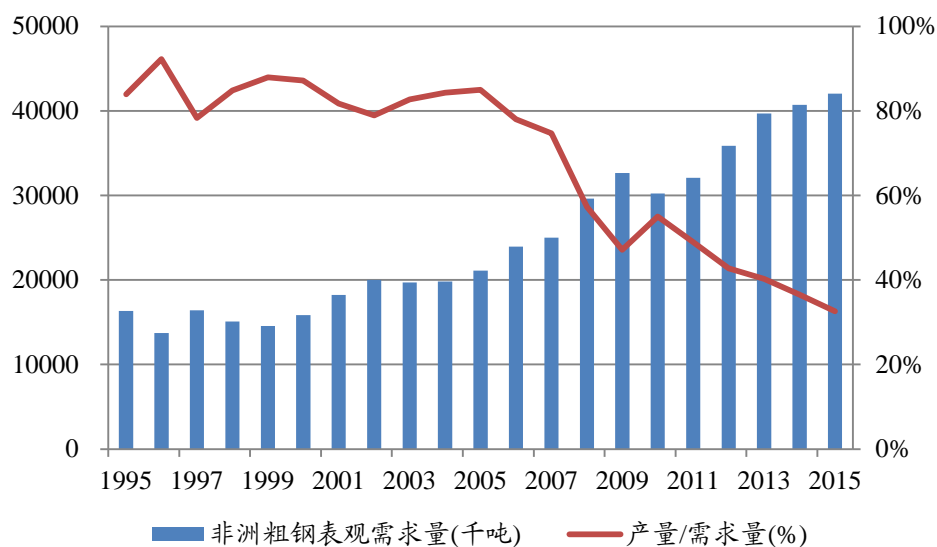
- “一带一路”沿线国家钢材需求量大，但自给能力严重不足。以“一带一路”沿线的东南亚、非洲和中东地区为例，虽然表观粗钢消费量较高，但由于当地的工业化进程起步较晚，钢铁工业发展相对落后，钢铁的自给能力严重不足，大量依赖进口。其中，我国钢铁的最大出口地区——东南亚的粗钢自给能力不足 25%，且随着需求量的增加，自给率仍处于下降趋势。非洲地区的粗钢自给率自 2010 年以来也是持续下降，2015 年时仅略高于 30%，中东地区的粗钢自给率相对较高，但也仅在 50% 左右，对进口钢铁需求量大。

图 10、东南亚七国粗钢表观需求量及产量



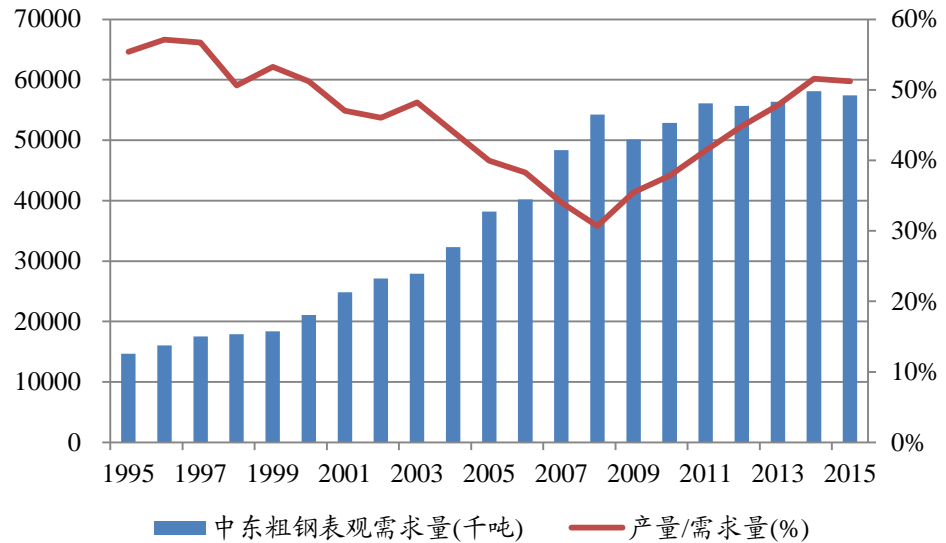
注：东南亚七国包括：印度尼西亚、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南；
 数据来源：国际钢铁协会，兴业证券研究所

图 11、非洲地区粗钢表观需求量及产量



数据来源：国际钢铁协会，兴业证券研究所

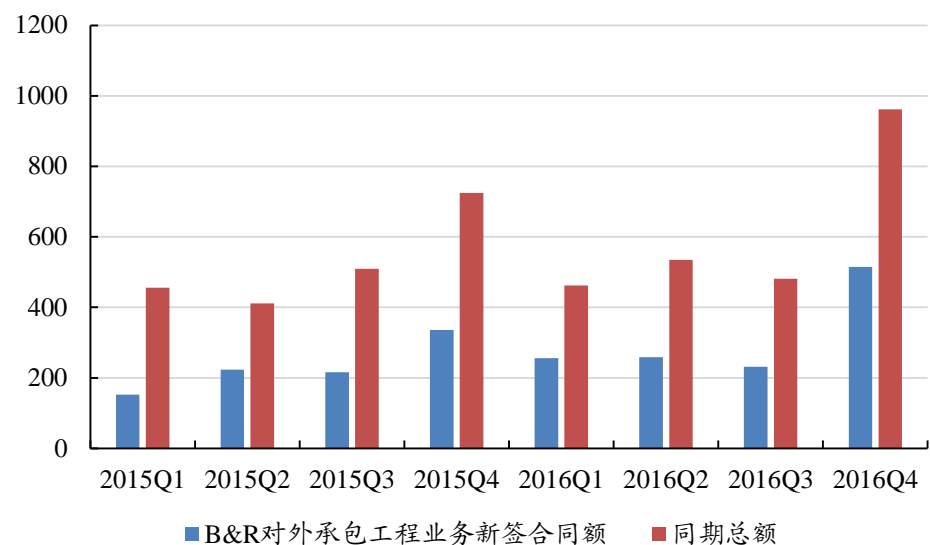
图 12、中东地区粗钢表观需求量及产量



数据来源：国际钢铁协会，兴业证券研究所

- **对外承包工程新签合同额大增，有望极大拉动用钢需求。**2016年四季度，我国对外承包工程业务新签合同额实现了大幅度上涨，达到961.8亿美元，相比同年第三季度的481.4亿美元，基本实现了翻倍。2016年全年，对外承包工程业务新签合同总额为2440.1亿美元，完成营业额为1594.2亿美元；其中，“一带一路”沿线就实现了1260.3亿美元的新签合同额以及759.7亿美元的完成营业额，分别占总额的52%、48%。未来“一带一路”沿线基础设施项目的启动建设，将直接带动钢材的下游需求，我国钢铁“走出去”的步伐有望加快，出口量有望进一步增加。

图 13、我国“一带一路”对外承包工程业务新签合同额（亿美元）



数据来源：商务部，兴业证券研究所

2.2、新疆当属“一带一路”桥头堡，规划投资增速 50%

- **新疆位于丝绸之路经济带的核心位置，区位优势明显。**新疆东接内陆，西通欧亚，与多个国家接壤，对外口岸众多，具有独特的区位优势。2015年3月，发展改革委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，对各省在“一带一路”中的定位和未来的发展进行了规划，指出：要发挥新疆的区位优势和向西开放重要窗口作用，深化与中亚、南亚、西亚等国家交流合作，形成丝绸之路经济带上重要的交通枢纽、商贸物流和文化科教中心，打造丝绸之路经济带核心区。

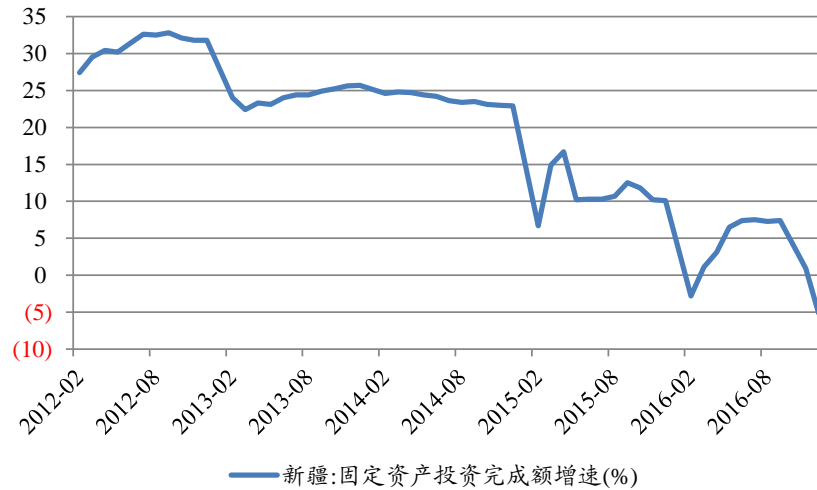
图 14、新疆位于“丝绸之路经济带”核心位置



数据来源：网络资料，兴业证券研究所

- **固定资产投资增速已至低位，2017 规划大增 50%。**从历史数据来看，新疆地区的固定资产投资完成额增速自 2012 年以来下滑明显，到 2016 年甚至出现的负增长。2017 年，新疆政府为补足因为去年政府换届而导致的投资缺口，在政府工作报告中提出，2017 年将完成全社会固定资产投资 1.5 万亿元以上，同比增长超过 50%，遥遥领先于国内其他省市。

图 15、新疆固定资产投资增速已降至低位



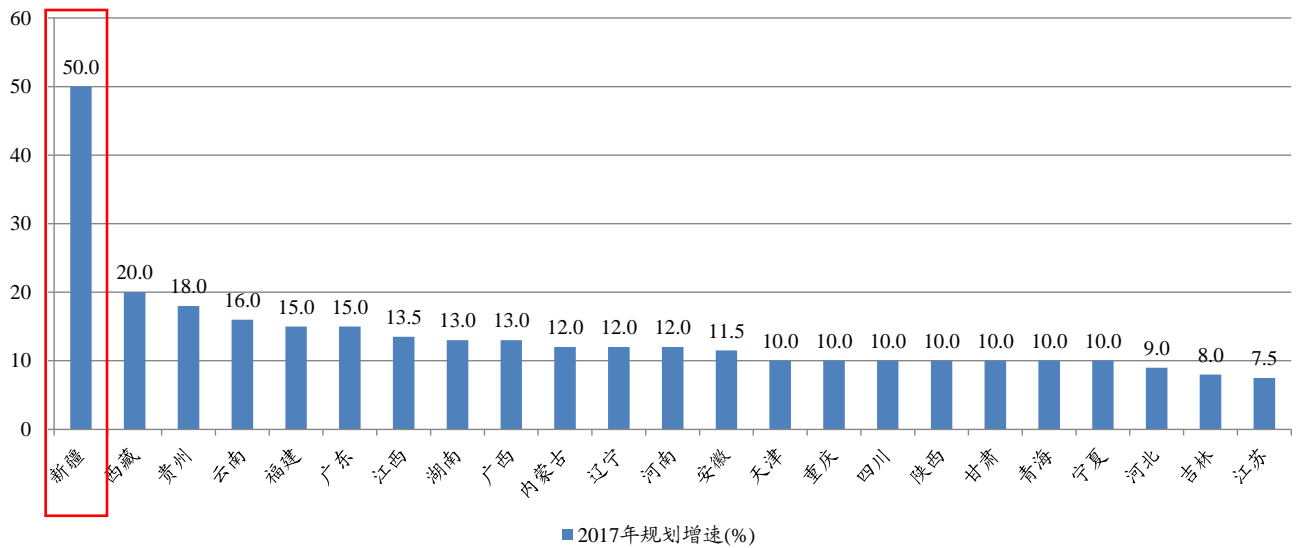
数据来源: 国家统计局, 兴业证券研究所

表 3、各地固定资产投资增速比较(%)

	2016 年固定资产 投资增速(%)	2017 年规划 增速(%)		2016 年固定资 产投资增速(%)	2017 年规划 增速(%)
新疆	-5.1	50.0	陕西	12.3	10.0
西藏	23.2	20.0	甘肃	10.5	10.0
贵州	21.1	18.0	青海	9.9	10.0
云南	19.8	16.0	宁夏	8.2	10.0
福建	9.3	15.0	河北	8.4	9.0
广东	10.0	15.0	吉林	10.1	8.0
江西	14.0	13.5	江苏	7.5	7.5
湖南	13.8	13.0	北京	5.9	-
广西	12.8	13.0	山西	0.8	-
内蒙古	10.1	12.0	黑龙江	5.5	-
辽宁	-63.5	12.0	上海	6.3	-
河南	13.7	12.0	浙江	10.9	-
安徽	11.7	11.5	山东	10.5	-
天津	8.0	10.0	湖北	13.1	-
重庆	12.1	10.0	海南	11.7	-
四川	13.1	10.0			

数据来源: 各地 2017 年政府工作报告, 兴业证券研究所

图 16、2017 年各地区固定资产投资规划增速(%)



注：北京、山西、黑龙江、上海、浙江、山东、湖北、海南 8 地的固定资产投资增速数据缺失，因此不在图中比较
 数据来源：各地 2017 年政府工作报告，兴业证券研究所

- **公路建设投资额同比增 450%以上。**1.5 万亿的固定资产投资额中，基建领域的投资包括公路建设投资 2000 亿元、铁路建设投资 347 亿元、机场建设投资 143.5 亿元、网络信息化建设投资 100 亿元以上、水利建设投资 360 亿元、“电化新疆”建设投资 1810 亿元以上。**特别是交通运输方面**，新疆交通运输工作会议上提出，2017 年计划开工交通建设项目 2933 个，总投资约 7571 亿元，建设总里程约 8.23 万公里，力争完成投资 2000 亿元，而 2016 年交通运输领域的完成投资额为仅 360 亿元，根据规划，2017 年的同比增长将达到 450% 以上。

表 4、新疆 2017 年基础设施建设工作安排

细分领域	投资额(亿元)	备注	
交通	公路	2000	重点实施“高速公路联网畅通、国省干线升级提质、农村公路暖心惠民、固边兴边联通保障、运输服务提升品质”五大工程，加快推进县县通高速、乡乡通油路、村村通硬化路
	铁路	347	加快建设库尔勒至格尔木、阿克苏至阿拉尔支线、阿勒泰至富蕴至准东、克拉玛依至塔城等铁路项目
	机场	143.5	加快推进乌鲁木齐国际机场改扩建、塔什库尔干机场、昭苏机场等民航项目
网络信息化建设	100 以上	推进宽带新疆战略，推动云计算、大数据等信息技术在各领域的应用，积极推进建设大数据产业综合试验区	
水利	360	突出抓好玉龙喀什水利枢纽等南疆水利工程和北疆引调水工程建设，推进大中型水库建设，加快重点内陆河、重点灾害性河流、中小河流重点河段治理工程建设，加大大中型灌区续建配套和节水改造力度	

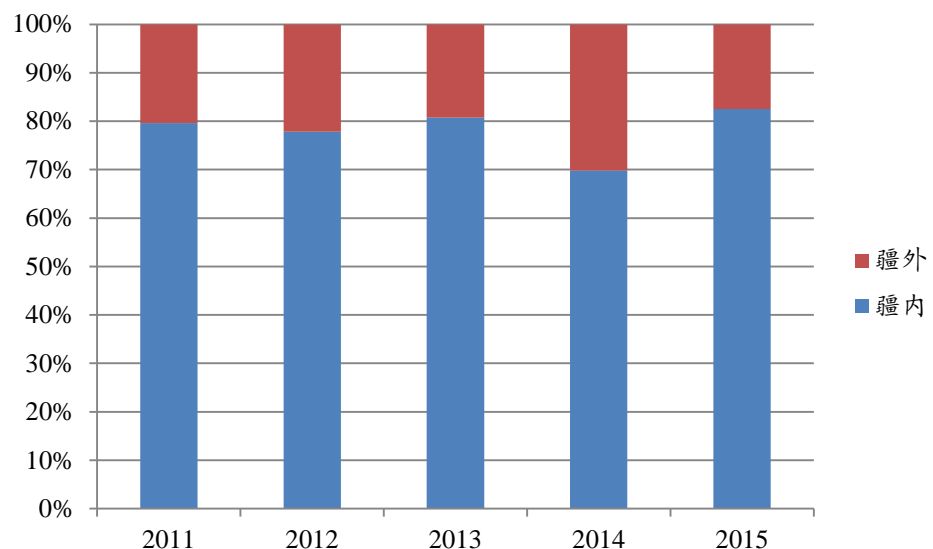
城镇化和新农村	-	大力推进城市棚户区、老城区改造，重点实施乌鲁木齐市老城区改造提升工程。 积极推进城市轨道交通、城际铁路、地下综合管廊等重点基础设施建设。 扎实推进新农村建设，推动基础设施向农牧区延伸。
电化新疆	1810 以上	加快全疆主网架建设，实现南疆 750 千伏电网全覆盖，大力实施城市配电网工程，加快推进新一轮农村电网升级改造工 程，加快风电光伏等清洁能源供暖示范项目和电动汽车充电基础设施建设

资料来源：2017 年政府工作报告，兴业证券研究所

2.3、天时与地利兼备，公司发展迎来契机

- **新疆基建联动“一带一路”，为公司发展提供良机。**一方面，今年新疆地区固定资产投资额巨大，基础设施的大规模建设有望极大地拉动钢材消费，而新疆钢铁市场又近乎是独立的市场，公司作为新疆地区唯一的上市钢企，产能规模大，产品的销路有望得到很好的保障。另一方面，“一带一路”深度发展，新疆又是对接中哈、中巴项目的战略核心区，天时与地利兼备，随着“一带一路”沿线国家基础设施项目的火热开工建设，钢材的出口有望显著增加。目前公司的产品销售市场仍以疆内为主，占比约 80% 左右，“一带一路”的发展，为公司产品走向世界提供了前所未有的机遇。

图 17、公司目前产品以疆内销售为主



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3、未来转型发展值得期待

- **注入宝气预期破灭，后续转型仍有想象空间。**2016年1月，公司停牌开始筹划重大资产重组，同年4月，公司公告称拟注入宝钢集团下属相关工业气体业务/资产，2016年6月30日，鉴于该项资产重组较为复杂，未能与金融债权人在规定的定牌时限内达成一致，公司发布终止注资宝钢气体的公告。虽然注入宝钢气体的预期失败，但是宝武集团实力雄厚，旗下优质资产众多，公司后续的转型发展仍具有较大想象空间。

4、盈利预测与估值

- **预计公司 2017-2019 年归母净利润为 0.20 亿元、9.93 亿元和 11.84 亿元，EPS 为 0.03 元、1.29 元和 1.54 元，对应目前 PE 分别为 295 倍、6 倍和 5 倍，维持公司“增持”评级。**
- **风险提示：**1、下游需求低迷；2、“一带一路”发展不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2470	2384	2331	4226
货币资金	664	664	664	2428
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	26	21	25	27
其他应收款	2	2	2	2
存货	1349	1199	1149	1244
非流动资产	15799	14907	13988	13077
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产	14794	13993	13136	12251
在建工程	205	103	51	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	103	101	99	97
资产总计	18269	17292	16319	17303
流动负债	17638	16840	14906	14585
短期借款	5069	8456	6058	5069
应付票据	1969	1419	1405	1547
应付账款	8453	4959	5285	5679
其他	2147	2006	2158	2291
非流动负债	1536	1337	1306	1427
长期借款	1485	1335	1262	1394
其他	51	2	44	33
负债合计	19174	18177	16212	16012
股本	766	766	766	766
资本公积	1045	1045	1045	1045
未分配利润	-3520	-3496	-2503	-1319
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	-905	-885	107	1291
负债及权益合计	18269	17292	16319	17303

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-2509	20	993	1184
折旧和摊销	774	905	910	912
资产减值准备	165	-65	8	11
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	440	374	390	304
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	5508	-4033	509	527
经营活动产生现金流量	4431	-2864	2860	2926
投资活动产生现金流量	-368	1	-0	0
融资活动产生现金流量	-4167	2863	-2860	-1162
现金净变动	-103	0	0	1764
现金的期初余额	295	664	664	664
现金的期末余额	191	664	664	2428

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10555	9389	10647	11706
营业成本	11587	8351	8270	9101
营业税金及附加	28	29	29	29
销售费用	544	385	426	468
管理费用	284	362	309	339
财务费用	457	374	390	304
资产减值损失	165	72	72	72
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-2509	-185	1152	1393
营业外收入	55	209	45	53
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	-2455	22	1196	1444
所得税	53	2	203	260
净利润	-2509	20	993	1184
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-2509	20	993	1184
BPS(元)	-3.27	0.03	1.29	1.54

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	-48.9%	-11.0%	13.4%	9.9%
营业利润增长率	-219.6%	-107.4%	524.1%	20.9%
净利润增长率	-223.3%	-99.2%	4810.4%	19.3%
盈利能力				
毛利率	-9.8%	11.1%	22.3%	22.3%
净利率	-23.8%	0.2%	9.3%	10.1%
ROE	277.1%	-2.3%	925.3%	91.7%
偿债能力				
资产负债率	105.0%	105.1%	99.3%	92.5%
流动比率	0.14	0.14	0.16	0.29
速动比率	0.05	0.06	0.07	0.20
营运能力				
资产周转率	53.4%	52.8%	63.4%	69.6%
应收帐款周转率	32213.0%	35849.5%	42441.4%	41264.9%
每股资料(元)				
每股收益	-3.27	0.03	1.29	1.54
每股经营现金	5.78	-3.74	3.73	3.82
每股净资产	-1.18	-1.15	0.14	1.68
估值比率(倍)				
PE	-2.4	295.0	6.0	5.0
PB	-6.6	-6.7	55.6	4.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjq@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 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、复印件或复制品, 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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。