山西焦化(600740.SH)

焦炭涨幅大于焦煤最受益标的、拟收购中煤华晋股权盈利大幅提高

2016 年 11 月 10 日

买入(首次评级)

当前价： 9.31 元

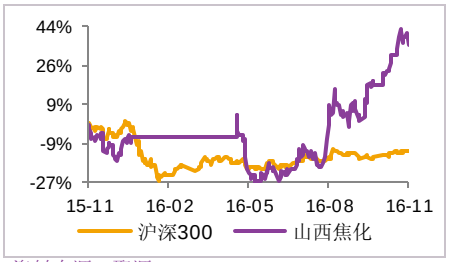
目标价： 12.3 - 元

分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
电话：010-64408937
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

分析师：郭佳楠
执业编号：S0300515080001
电话：010-64814022
邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：王保庆
电话：010-64408440
邮箱：wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

亿元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	49.65	33.66	40.56	48.63
（+/-）	-0.32	20.51	19.90	-6.59
净利润	0.21	-831	0.530	9.449
（+/-）	5.00	-4057	-106.	1682.
EPS(元)	0.03	-1.08	0.07	0.62
P/E	-	-7.82	160.6	19.62

资料来源：公司公告 联讯证券研究院

相关研究

《中期策略：行业拐点已现，盈利持续改善确定》2016-07-18

《三季度业绩或超预期、中长期仍需关注煤炭价格走势》2016-10-12

《板块爆发符合预期、多重利好叠加谨慎看好后市》2016-10-25

投资要点

✧ 山西独立焦化行业龙头企业、“焦-化”产业链完整

公司是山西省独立焦化行业的龙头企业，控股股东山西焦化为山西焦煤集团全资子公司。目前，公司主营业务为焦炭及甲醇等相关化工品的生产和销售。其中焦炭和甲醇业务分别占营业总收入 60%和 20%。2016 年因焦炭与焦煤价格反弹，公司有望扭亏。公司拟收购中煤华晋 49%的股权，该资产优质、盈利能力强，交易有望在明年完成。

✧ 定增后并购优质资产、盈利能力改善

今年 4 月公司发布了重大资产重组公告，拟向母公司山焦集团发行股份 6.1 亿股并支付现金 6 亿元购买其所持有的中煤华晋 49%的股权，资产价值 44.7 亿元。中煤华晋拥有王家岭煤矿、华宁焦煤下属崖坪矿、韩咀煤业下属韩咀矿三座煤矿，含 1020 万吨/年权益量，2014A/2015A 实现营业收入分别为 34.50 亿元/36.75 亿元，净利润分别为 10.14 亿元/6.19 亿元。该资产优质且盈利能力强，估值合理。

✧ 焦炭涨幅大于焦煤、焦化业务盈利提升

公司拥有 360 万吨/年焦炭生产能力，2016 年上半年产量 155.01 万吨，同比上涨 5.78%。因 5 月份发改委出台煤矿减产至原先的 84%政策，导致焦煤焦炭产量大幅下降超 10%。但粗钢产量持续增长导致焦炭需求增加等原因，焦煤焦碳市场供不应求。截止 10 月底，焦炭的期货价格已上涨至 1797 元/吨，较年初的 705 元/吨上涨了 2.54 倍。我们认为虽国家释放先进产能，但焦煤供应仍偏紧，全年缺口预计在 0.17 亿吨，价格仍将保持在高位。预计四季度公司盈利仍将增长，焦炭价格涨幅大于焦煤价格，2016 年四季度业绩将大幅改善。

✧ 甲醇制烯烃项目缓建、缓解公司财务压力

2012 年控股子公司飞虹化工开始建设 60 万吨/年甲醇制烯烃项目和配套建设 180 万吨/年甲醇生产线。2014 年因公司希望加快建设进度，计划投资额从 85.8 亿提高至 102.25 亿。目前已建成 20 万吨/年甲醇生产线，使甲醇产能达到 34 万吨/年，并开始收获盈利。其他项目建设较慢。截止至 2016 年上半年烯烃项目仅完成项目建设的 18.93%。 我们认为，短期烯烃市场仍将低迷，项目缓建可以减轻公司的财务压力。

✧ 第三季度报告发布，全年有望扭亏

2016 年 10 月 27 日公司发布 2016 年第三季度报告，2016 年 1-9 月份公司实现营业收入为 24.47 亿元，同比下降 5.94%；归属于母公司净利润为-0.31 亿元，去年同期为-4.43 亿元。其中，三季度营业收入 10.13 亿元；归属母公司所有者净利润 0.56 亿元。我们认为四季度公司营业收入为 16.09 亿，归属于

母公司净利润为 0.82 亿元。

✧ 盈利预测及估值：目标价“12.3 元/股”，投资评级“买入”

基于定增方案在 2017 年完成假设，公司可以在 2017 年收获联营公司中煤华晋的投资收益，我们预测公司 2016A/2017A/2018A 的归属净利润分别为 0.51 亿元/8.58 亿元/6.71 亿元，EPS 分别为 0.07 元/0.56 元/0.44 元，对应的 BPS 分别为 2.7 元/2.9 元/3.4 元。采用 PB 估值，对应 2017 年 4.25 倍 PB，目标价位 12.3 元/股，投资评级“买入”。

✧ 风险提示

交易被终止风险、焦炭价格波动风险、去产能不到位风险、政策调控风险

目 录

一、山西独立焦化行业龙头企业、拟注入中煤华晋打造“煤-焦-化”产业链 5
（一）股权结构 5
（二）营业收入及归属净利润 5
二、拟注入中煤华晋 49%的股权、盈利能力大幅改善 6
（一）交易情况 6
1、发行股票与现金支付结合、并募集 12 亿配套资金 6
2、拟发行 1.63 亿股募集 12 亿元 6
3、控股股东山焦集团持股比例大幅提高至 48.89% 6
4、收购资产估值 6
（二）中煤华晋：拥有优质矿产、盈利能力强 7
1、产量质量双高的优质煤矿 7
2、盈利能力强、业绩弹性大 7
3、收购估值合理 8
4、资产重组风险提示 8
三、焦炭价格一路上涨、公司焦化业务扭亏为盈 8
（一）供需：去产能效果供给收缩显著、粗钢增产焦炭需求增加 8
（二）焦炭市场价格上涨幅度大于焦煤、盈利空间增大 9
（三）焦炭产能 360 万吨/年、业绩改善可期 10
1、公司生产线满载运作、计划产量有望完成 10
2、价格回升、业绩改善 10
四、60 万吨/年烯烃项目缓建、有提升产业结构机会 11
（一）烯烃项目缓建、预计将超出计划建成时间 11
（二）废水处理项目 11
五、盈利预测预估值：目标价“12.3 元/股”、投资评级“买入” 12
六、风险提示 12

图表目录

图表 1： 公司股权结构图 5
图表 2： 营业收入组成与变动 5
图表 3： 归属净利润变动 5
图表 4： 发行股票情况 6
图表 5： 股权结构变动 6
图表 6： 中煤华晋与山西焦化持有的净资产（万元） 7
图表 7： 煤矿详细信息 7
图表 8： 2013A-2015A 中煤华晋主营业务收入和净利润（亿元） 7
图表 9： 中煤华晋的煤价敏感性 8
图表 10： 2015 年至今炼焦煤与焦炭月产量走势 9
图表 11： 2016 年粗钢日均产量变动 9

图表 12： 焦炭现货与焦煤现货价格 10
图表 13： 焦炭期货价与焦煤期货收盘价 10
图表 14： 山西焦化产量（单位： 万吨） 10
图表 15： 甲醇相关项目建设规划与进度情况 11
图表 16： 烯烃期货收盘价走势 11
图表 17： 在建项目进度表（单位：亿元） 12
图表 18： 可比公司估值 12
图表 19： 公司业绩价格弹性 13
附录：公司财务预测表 14

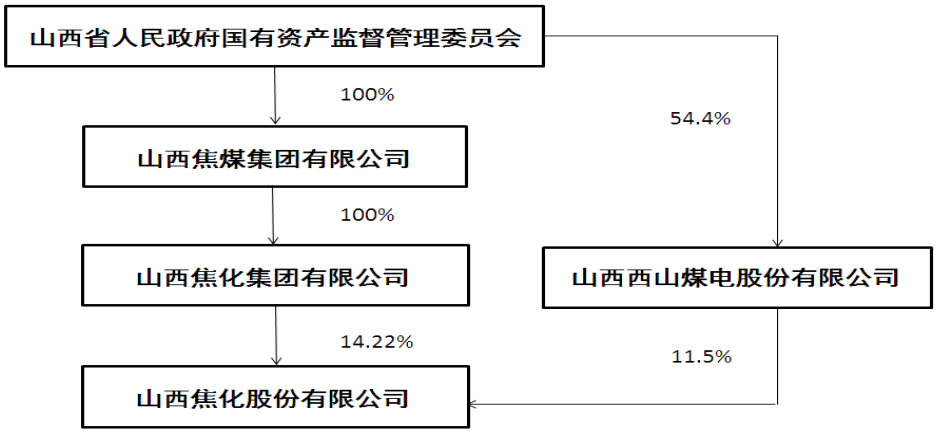
一、山西独立焦化行业龙头企业、拟注入中煤华晋打造“煤-焦-化”产业链

公司是山西省独立焦化行业的龙头企业，公司主营业务为焦炭及甲醇等相关化工品的生产和销售。其中焦炭和甲醇业务分别占营业总收入 60%和 20%。

（一）股权结构

根据 2016 年三季报，山焦集团持有公司 14.22%的股权，为公司控股股东。山焦集团为山西焦煤集团全资子公司。山西焦煤集团是中国目前规模最大、煤种最全、煤质优良的炼焦煤生产企业。

图表1： 公司股权结构图

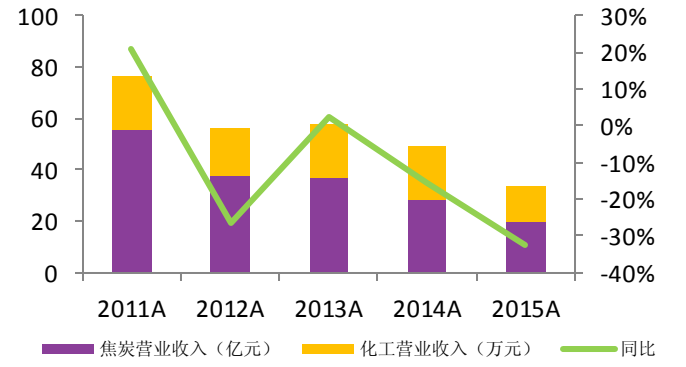


资料来源:Wind 联讯证券

（二）营业收入及归属净利润

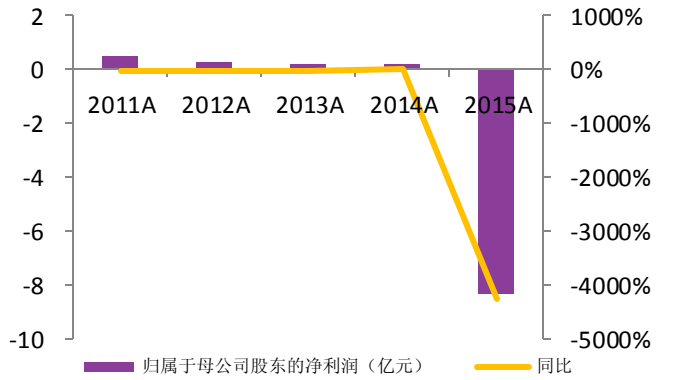
2016 年上半年，公司营业收入 14.34 亿元，同比下降 17.01%。其中，焦炭和甲醇的生产与销售为公司主要的收入来源，分别为 8.99 亿元和 3.52 亿元，占营业收入的 62.7%和 24.5%。受益于煤炭限产和粗钢产量增加，三季度归属于母公司的净利润 0.56 亿元，盈利情况大幅好转。

图表2： 营业收入组成与变动



资料来源:公司公告 联讯证券

图表3： 归属净利润变动



资料来源:公司公告 联讯证券

二、拟注入中煤华晋 49%的股权、盈利能力大幅改善

（一）交易情况

1、发行股票与现金支付结合、并募集 12 亿配套资金

2016 年 4 月 1 日，山西焦化拟向母公司山焦集团发行股份及支付现金购买其所持有的中煤华晋 49%的股权，交易价格为 44.47 亿元，其中预计以股份支付（6.44 元/股*6.01 亿股）的对价为 38.75 亿元，以现金支付的对价为 6 亿元。

图表4： 发行股票情况

序号	交易对方	交易价格（亿元）	现金对价（亿元）	股份对价		
				金额（亿元）	数量	每股价格
中煤华晋 49%的股权						
1	山焦集团	44.75	6	38.75	601,660,823	6.44

资料来源：公司公告 联讯证券

2、拟发行 1.63 亿股募集 12 亿元

为筹集现金，公司拟以 7.34 元/股定增 1.63 亿股配套融资 12 亿元。其中 6 亿元现金作为现金对价与股份一起用来购买资产，余下用来偿还银行贷款。

3、控股股东山焦集团持股比例大幅提高至 48.89%

本次重组及配套融资完成后，山焦集团直接持有上市公司 7.11 亿股，持股比例大幅提高至 48.89%。

图表5： 股权结构变动

公司股东	本次交易前		本次交易后（配套融资前）		本次交易后（配套融资后）	
	持股数量（亿股）	持股比例	持股数量（亿股）	持股比例	持股数量（亿股）	持股比例
山焦集团	1.09	14.22%	7.11	51.96%	7.11	48.89%
西山煤电	0.88	11.50%	0.88	6.44%	0.88	6.06%
认购配套融资的投资者	-	-	-	-	1.63	5.91%
其他股东	5.69	74.28%	5.69	41.60%	5.69	39.14%
合计	7.66	100.00%	13.67	100.00%	15.31	100%

资料来源：公司公告 联讯证券

4、收购资产估值

评估机构以 2015 年 12 月 31 日为基准日对中煤华晋股东权益价值进行了预评估。截至本次交易拟定的评估基准日 2015 年 12 月 31 日，中煤华晋账面净资产为 617,294.24 万元（母公司数据，未经审计），股东全部权益预评估价值为 913,203.21 万元，增值额为 295,908.97 万元，增值率为 47.94%。

对于三个煤矿的采矿权的预估为华宁矿为 360,520.05 万元，韩咀矿为 109,838.01 万元，王家岭矿为 401,905.89 万元，这些采矿权的分期付款都已在预估股权价值时扣除，不影响评估值。

图表6： 中煤华晋与山西焦化持有的净资产（万元）

标的资产	净资产价值	预估值	交易作价	增值额
母公司中煤华晋	617,294.24	913,203.21	913,203.21	295,908.97
山西焦化持有的49%的股权	302,474.18	447,469.57	447,469.57	144,995.40

资料来源：公司公告 联讯证券

（二）中煤华晋：拥有优质矿产、盈利能力强

1、产量质量双高的优质煤矿

中煤华晋是一家以煤炭开采为主、并涉及电力生产等业务的企业。主导产品为低灰、低硫、高发热量瘦煤，是国内最好的优质瘦煤之一。**此次收购的资产包括中煤华晋下属王家岭煤矿、华宁焦煤下属崖坪矿、韩咀煤业下属韩咀矿三座煤矿，合计资源储量 22 亿吨，产能 1020 万吨/年。**

图表7： 煤矿详细信息

矿产名称	持股比例	产能（万吨/年）	保有资源储量（万吨）	开采方式	配套资产	备注
中煤华晋下属王家岭矿	49%	600	154,791	地下开采	王家岭煤矿综合利用电厂、王家岭选煤厂、王家岭煤矿铁路专用线	74 家先进产能煤矿、2015 年度国家一级安全煤矿
华宁焦煤下属华宁煤矿	51%	300	34,848	地下开采	华宁焦煤选煤厂	2015 年度国家一级安全煤矿
韩咀煤业下属韩咀煤矿	100%	120	30,222	地下开采		
合计	-	1020	219,861			

资料来源：公司公告 联讯证券

2、盈利能力强、业绩弹性大

中煤华晋盈利能力强。2014-2015A 公司的营业收入分别为 34.50 亿元/36.74 亿元，净利润分别为 10.14 亿元/6.19 亿元，2015 年受宏观环境的影响，净利润大幅减少。2016 年煤炭价格大幅上涨，公司业绩预计大幅改善。

图表8： 2013A-2015A 中煤华晋主营业务收入和净利润（亿元）

项目	2015 年度	2014 年度	2013 年度
主营业务收入合计	36.72	34.42	38.94
煤炭业务	36.02	33.49	0.38
电力业务	0.69	0.93	0.50
净利润	6.19	10.14	-

资料来源：公司公告 联讯证券

备注：为未经审计数据

业绩弹性大。因矿产优质，煤种稀缺，中煤华晋的盈利能力远超同行业上市公司的平均水平。根据煤价预期以及中煤华晋的矿产煤种的敏感性，预计将在 2017 年与 2018 年收获 12 亿和 11.2 亿的归属母公司净利润，为上市公司增加 5.88 和 5.488 亿的投资利益。

预估 2017 年与 2018 年瘦煤煤价将上升至 2014 年水平 ，随着去产能的效果逐渐显著，供大于求的趋势将被扭转，利润总额将会达到 13 亿左右。因王家岭矿为先进产能煤矿，与华宁煤矿均为国家一级安全煤矿，目前发改委已宣布 74 家先进产能煤矿与一级安全煤矿均可以放开 276 个工作日政策，适当增产。

图表9： 中煤华晋的煤价敏感性

煤价（元/吨）	煤价涨跌幅	利润总额（万元）	差值（万元）	利润涨跌幅
406.04	10%	144,541.55	36,026.50	33.20%
387.58	5%	126,528.30	18,013.25	16.60%
369.12	0%	108,515.05	0	0.00%
350.67	-5%	90,501.80	-18,013.25	-16.60%
332.21	-10%	72,488.55	-36,026.50	-33.20%

资料来源：公司公告 联讯证券

3、收购估值合理

标的公司中煤华晋的全部权益账面价值为 61.73 亿元，股东全部权益预评估价值为 91.32 亿元，增值额为 29.59 亿元，增值率为 47.94 %。煤炭开采和洗选业上市公司在剔除异常样本后的平均市盈率为 54.33 倍，本次交易标的市盈率水平仅为 14.75 倍，交易价格合理。在增值率方面，本次交易标的为中煤华晋 49%的股权增的预估评估增值率为 47.94 %，显著低于行业增值率 561.92%。

4、资产重组风险提示

2014 年公司曾拟进行收购，但因为中煤华晋未能如期办下王家岭煤矿的长期采矿权证，从而不具备重大资产重组条件，重组终止。此次重组过程中同样存在此问题，公司认为，山西省国土资源局同意山西焦化集团有限公司以资金方式分 10 期缴纳王家岭矿采矿权价款中的 49%，表明山焦集团、中煤集团的采矿权权益主体地位是确立的。但长期采矿权证目前仍未办妥，中煤华晋不具备王家岭煤矿的长期采矿许可或许仍将成为重组过程中一大障碍。

三、焦炭价格一路上涨、公司焦化业务扭亏为盈

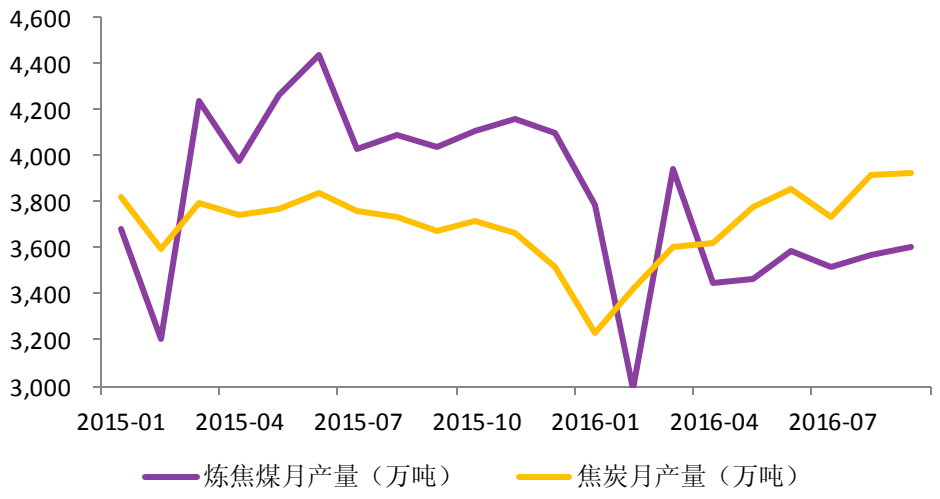
2016 年下半年因焦炭与焦煤去产能成效显著，导致其供给量显著下降，钢铁行业去产能不如预期，钢厂急需开工等因素导致焦炭和焦煤供不应求。

（一）供需：去产能效果供给收缩显著、粗钢增产焦炭需求增加

供给收缩超 10%。截止到十月末，焦炭的期货价格已上涨至 1797.0 元/吨，相比年

初 705 元/吨上涨 2.54 倍，市场相对看好，今年下半年的高成交价格将促进公司的生产与销售，预计焦炭的年均市场价格每吨将比 2015 年上升 200 元左右。

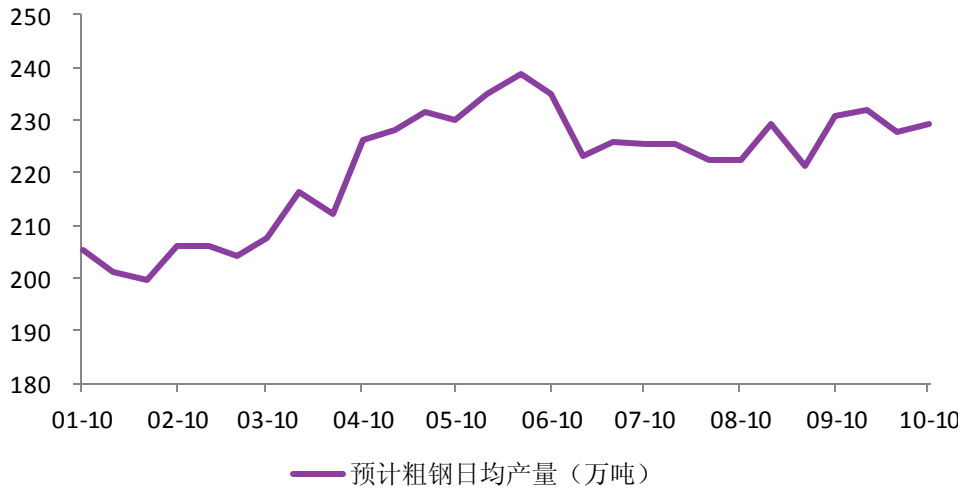
图表10： 2015 年至今炼焦煤与焦炭月产量走势



资料来源:Wind 联讯证券

粗钢产量持续增加超 2%。预计今年平均日产量为 223 万吨 ，比往年增加 12 万吨左右，粗钢产量的增加带动了焦炭的需求，也间接提升了焦煤的需求。

图表11： 2016 年粗钢日均产量变动

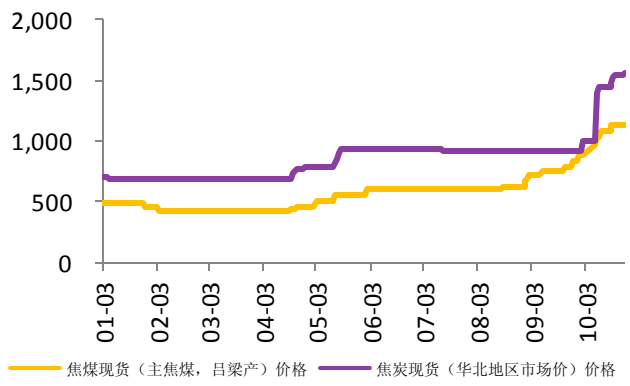


资料来源:Wind 联讯证券

（二）焦炭市场价格上涨幅度大于焦煤、盈利空间增大

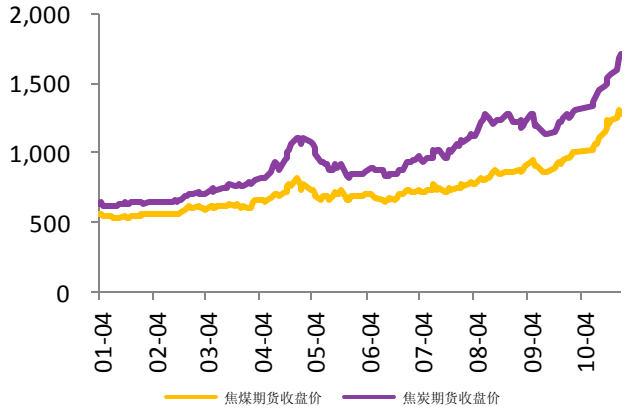
截止到 31 日，焦炭现货 1621 元/吨，较年初涨 921 元/吨。焦煤现货 1306.5 元/吨，较年初上涨 751.5 元/吨。**10 月份焦炭涨幅快于焦煤，公司利润增厚。**

图表12： 焦炭现货与焦煤现货价格



资料来源:Wind 联讯证券

图表13： 焦炭期货价与焦煤期货收盘价



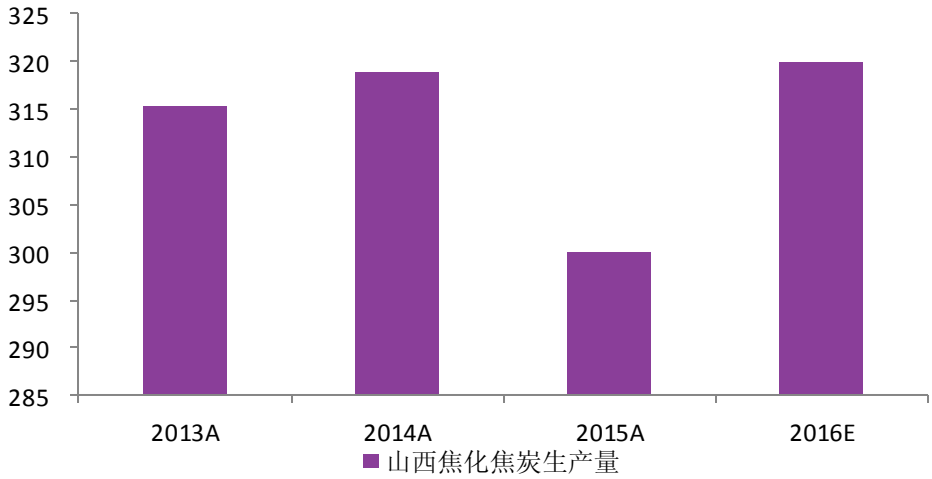
资料来源:Wind 联讯证券

（三）焦炭产能 360 万吨/年、业绩改善可期

1、公司生产线满载运作、计划产量有望完成

公司的焦炭产能为 360 万吨/年，近年来一直保持在稳定地位，预计今年可以完成预订 320 万吨产量的目标，比去年增加 6.68%。

图表14： 山西焦化产量（单位： 万吨）



资料来源:公司公告 联讯证券

2、价格回升、业绩改善

公司利用自购煤生产焦炭，盈利来源于产品焦炭与原产品焦煤之间的差价与加工费。而在 2016 年焦炭的市场价格和期货收盘价的涨幅超过焦煤，焦炭现货年初至今的涨幅将显著改善公司盈利能力。

四、60 万吨/年烯烃项目缓建、有提升产业结构机会

（一）烯烃项目缓建、预计将超出计划建成时间

公司子公司飞虹化工在建有非募集资金项目产能 60 万吨/年甲醇制烯烃生产线，配套建设 180 吨/年产能的甲醇生产线，公司目前的甲醇产能为 34 万吨/年，之前配套建设的 20 万吨甲醇/年已建成，现已投产盈利。

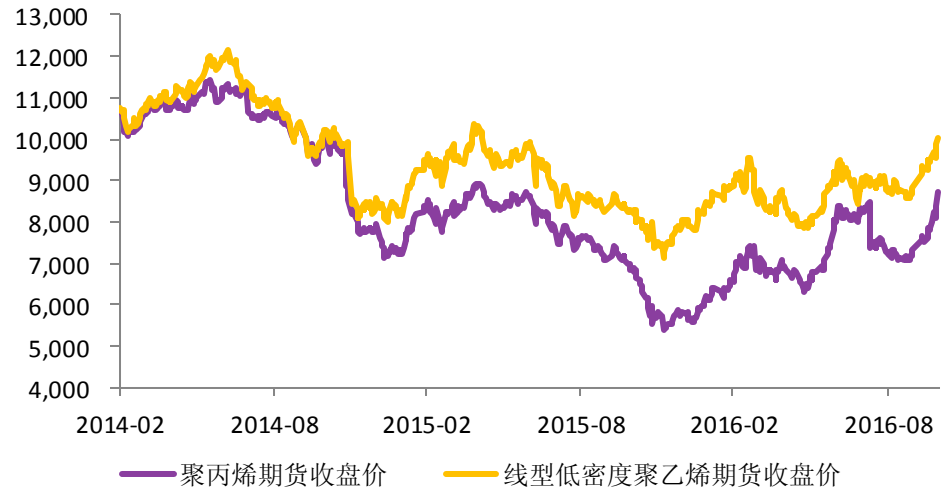
图表15： 甲醇相关项目建设规划与进度情况

项目名称	计划产能	项目金额（亿元）	项目进度	项目收益情况
甲醇制烯烃	60 万吨/年 聚乙烯 30 万吨、聚丙烯 30 万吨	102.26	18.93%	建成后预计每年可实现销售收入 62.8 亿元，实现利润 10.8 亿元。
甲醇生产线	20 万吨/年	4.56	已投产盈利	2016 年上半年实现销售收入 4305.91 万元，内部利润 -1592.40 万元。

资料来源：公司公告 联讯证券

工程放缓、缓解公司财务压力。公司报告说明项目进度与投入金额并没有必然关系，但从进度以及推进速度来看，项目目前处于搁置状态，三年内投产概率较低，原计划 14 年项目竣工，15 年装置材料，但 15 年只完成了项目的 17%，16 年上半年完成了项目的 18.93%，建设缓慢，烯烃行业目前前景低迷，期货价格不断下跌，搁置项目有利于节省资金。

图表16： 烯烃期货收盘价走势



资料来源:Wind 联讯证券

（二）废水处理项目

生产废水深度处理及回用工程项目进度已达到 72%，该项目之前因地基用土出现问题施工进度被拖慢，相关工程预计能在今年或明年完成。项目完成后，公司 1-4 号焦炉配套干熄焦项目的进度将大幅加快，该项目建成后将会提高焦炭产量与质量，降低能源使用以及减少环境污染，降低营业成本，干熄焦项目今年已开始招标，但在短期内预计

不会投产盈利。

图表17： 在建项目进度表（单位：亿元）

项目名称	项目金额	项目进度	本报告期投入金额	累计实际投入金额
甲醇制烯烃	102.26	18.93%	0.44	14.70
生产废水深度处理及回用工程项目	1.56	72%	0.45	0.69

资料来源：公司公告 联讯证券

五、盈利预测预估值：目标价“12.3 元/股”、投资评级“买入”

基于定增方案在 2017 年完成的假设，公司可以在 2017 年收获联营公司中煤华晋的分红，我们预测公司 2016A/2017A/2018A 的归属净利润分别为 0.51 亿元/8.58 亿元/6.71 亿元，对应的 EPS 分别为 0.07 元/0.56 元/0.44 元。参照可比公司，给予公司 2016A/2017A/2018A 的 PE 分别为 160.64 倍/21.58 倍/29.09 倍。对应 2017 年的盈利和估值，目标价格为 12.3 元/股，投资评级买入。

图表18： 可比公司估值

排名	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	16E	17E	
1	600408.SH	安泰集团	51.45	-81.93			4.66
2	600997.SH	开滦股份	95.07	56.89	32.99	24.12	1.39
3	601699.SH	潞安环能	59.95	1,192.67	68.21	32.05	1.44
4	601898.SH	中煤能源	766.22	2,209.56	56.89	42.77	1.05
5	000723.SZ	美锦能源	406.94	1,013.65	--	--	6.15
6	000983.SZ	西山煤电	314.17	751.03	79.89	35.53	1.89

资料来源：Wind 联讯证券

六、风险提示

交易被终止风险、焦炭价格波动风险、去产能不到位风险、政策调控风险

图表19： 公司业绩价格弹性

栏目	指标	单位	2015A	2016E	2017E	2018E	产品价格变化				
							-20%	-10%	0.00	10%	20%
价格											
焦炭	销售价	元	611	862	1016	898	689	775	862	948	1034
原料煤	采购价	元	688	709	816	749	567	638	709	780	851
甲醇	销售价	元	2765	1630	1765	2072	1242	1362	1630	2045	2383
炭黑	销售价	元	5462	3746	4119	4089	2854	3129	3746	4698	5475
沥青	销售价	元	2284	1359	1667	1799	1035	1135	1359	1704	1986
焦化苯	销售价	元	10441	7350	7846	8179	5601	6140	7350	9219	10744
产销量											
焦炭	生产量	万吨	337	320	337	330	320	320	320	320	320
焦炭	销售量	万吨	325	331	340	331	331	331	331	331	331
甲醇	销售量	万吨	23	19	23	26	19	19	19	19	19
炭黑	销售量	万吨	6	6	6	6	6	6	6	6	6
沥青	销售量	万吨	9	9	10	10	9	9	9	9	9
焦化苯	销售量	万吨	1	7	7	7	7	7	7	7	7
采购量											
原料煤	采购量	万吨	428	466	490	480	466	466	466	466	466
煤焦油	采购量	万吨	23	24	24	24	24	24	24	24	24
粗苯	采购量	万吨	7	7	8	8	7	7	7	7	7
营业收入											
焦炭	销售额	亿元	19.86	28.52	34.53	29.74	22.81	25.67	28.52	31.37	34.22
甲醇	销售额	亿元	6.47	3.10	4.03	5.28	2.36	2.59	3.10	3.88	4.53
炭黑	销售额	亿元	3.41	2.22	2.39	2.37	1.69	1.85	2.22	2.78	3.24
沥青	销售额	亿元	2.10	1.27	1.58	1.71	0.97	1.06	1.27	1.60	1.86
焦化苯	销售额	亿元	1.56	4.85	5.49	5.73	4.48	4.30	4.85	5.44	5.37
营业成本											
焦炭	成本额	亿元	23.20	22.70	27.50	24.69	18.16	20.43	22.70	24.96	27.23
化工	成本额	亿元	13.01	12.19	12.28	13.59	9.50	9.80	11.44	13.70	15.00
毛利											
焦炭	毛利	亿元	-3.33	5.82	7.03	5.04	5.21	5.69	4.82	7.16	7.86
化工	毛利	亿元	0.52	-0.75	1.22	1.50	0.80	0.70	-0.75	0.20	0.20
合计											
收入	销售额	亿元	33.66	40.56	48.63	45.43	32.91	36.07	40.56	45.67	49.82
成本	成本额	亿元	36.42	35.09	40.03	38.53	27.11	29.78	35.14	38.71	42.28
毛利	毛利	亿元	-2.76	5.47	8.61	6.90	5.81	6.29	5.42	6.96	7.54

资料来源：Wind 联讯证券

备注：产量根据历史经验预估、销售价格根据市场价格变动预估

附录：公司财务预测表

资产负债表 亿元	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	45.74	50.25	54.98	61.01
货币资金	28.34	30.32	35.20	37.68
应收账款	6.81	7.00	6.50	7.00
其他应收款	0.36	0.45	1.40	2.40
存货	2.34	4.00	4.00	6.00
其他流动资产	7.89	8.48	7.88	7.93
非流动资产	60.28	59.10	96.65	96.65
长期股权投资	0.11	0.20	38.75	38.75
固定资产	41.59	41.00	41.00	41.00
无形资产	15.61	16.00	15.00	15.00
其他非流动资产	2.97	1.90	1.90	1.90
资产总计	106.02	109.35	151.63	157.66
流动负债	56.16	60.77	69.55	69.42
短期借款	15.92	16.50	18.00	18.00
应付票据	29.39	31.50	32.00	32.00
应付账款	3.09	4.00	13.50	13.50
其他	3.58	4.58	4.85	4.62
非流动负债	24.10	22.30	30.85	30.70
长期借款	13.97	14.50	20.00	20.00
递延收益	1.09	1.3	1.30	1.30
负债合计	80.26	83.07	100.40	100.12
归属于母公司所有者权益合计	19.96	20.48	45.03	51.35
少数股东权益	5.79	5.80	6.20	6.20
所有者权益合计	25.75	26.28	51.23	57.55
负债和股东权益	106.01	109.35	151.63	157.67

利润表 亿元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	33.66	40.56	48.63	45.43
营业成本	36.42	35.09	40.03	38.53
营业税金及附加	0.09	0.09	0.10	0.10
销售费用	0.59	0.58	0.59	0.59
管理费用	1.95	1.95	1.95	1.95
财务费用	1.96	2.50	2.60	2.60
资产减值损失	0.40	0.15	0.17	0.16
其他经营收益	0.02	0.02	5.88	5.49
投资净收益	0.02	0.02	5.88	5.49
营业利润	-7.73	0.72	9.58	7.49
营业外收入	0.08	0.08	0.12	0.12
营业外支出	0.39	0.12	0.15	0.14
利润总额	-8.04	0.68	9.55	7.47
所得税	0.26	0.15	0.95	0.75
净利润	-8.31	0.53	8.59	6.72
少数股东损益	0.00	0.02	0.01	0.01
归属于母公司净利润	-8.30	0.51	8.58	6.71
EBITDA	-9.38	0.58	9.15	7.15
EPS（元）	-1.08	0.07	0.56	0.44

现金流量表 亿元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-7.19	0.78	4.00	2.30
净利润	-8.31	0.53	8.59	6.72
折旧摊销	1.20	1.20	1.20	1.20
财务费用	2.25	2.00	2.10	2.10
投资损失	5.71	4.20	3.00	2.00
营运资金变动	-1.14	-0.75	-4.29	-3.12
其它	-4.48	-4.20	-3.12	-4.21
投资活动现金流	4.52	4.60	10.50	5.50
资本支出	0.04	0.4	7.38	1.288
其他	10.92	5.40	4.00	4.40
筹资活动现金流	29.64	25.00	25.00	25.00
借款	1.77	1.60	1.65	1.70
支付利息	19.49	20	27	22
其他	8.38	3.40	-3.65	1.30
现金净增加额	-0.75	1.98	4.88	2.49

主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-32%	21%	20%	-7%
营业净利润	-4057%	-106%	1522%	-22%
归属母公司净利润	-4250%	-106%	1583%	-22%
获利能力				
毛利率	-819%	13%	18%	15%
净利率	-25%	1%	8%	4%
ROE	-34%	3%	17%	8%
偿债能力				
资产负债率	76%	76%	66%	64%
流动比率	73%	72%	79%	102%
速动比率	77%	76%	73%	79%
营运能力				
资产周转率	0.57	0.58	0.51	0.42
存货周转率	12.96	10.03	8.83	7.49
每股指标(元)				
每股收益	-1.08	0.07	0.56	0.44
每股净资产	2.61	2.67	2.94	3.35
估值比率				
P/E	-7.82	160.64	21.93	29.09
P/B		4.00	4.18	3.80

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 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 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com