

2015年11月09日

中钢天源 (002057.SZ)

中钢天源：中钢集团的“科技+资本”平台

■《资产注入和定向增发交易预案》披露：拟发行股票收购关联方中钢制品院、中唯公司、湖南特材和中钢投资等4家公司100%的股权。同时拟通过非公开发行股份募集资金不超过15.31亿元。《交易预期》完成后公司将成为中钢集团的“科技+资本”平台。

■《交易预案》的几大特色：注入资产的合计估值为15.57亿元，折合1.5倍PB、8.15倍PE（2015年承诺盈利计算），明显低于2级市场的平均估值。另外，在中钢集团难以给予各业务有力支持背景下，定增将增强各业务的内生发展能力，熬过钢铁产业链的寒冬。

■中钢集团债务重组对《交易预案》而言是机会大于风险：中钢集团债务重组是《交易预案》最终能否实施的核心风险点。鉴于股票2级市场的估值和流动性要显著高于1级市场，确保此次《交易预案》顺利推进，既符合中钢集团也符合债权人的利益最大化。同时，从媒体报道中可以看到，国资委、发改委有介入中钢债务重组的痕迹。因此，我们认为中钢集团的债务重组对《交易预案》的实施是机会大于风险。

■投资建议：我们认为按照《交易预案》实施完成后中钢天源的合理估值为102.80亿元，折合《交易预案》完成后每股21.93元。基于我们认为中钢集团的债务重组对《交易预案》的实施是机会大于风险的预期，首次给予公司买入-A评级，6个月目标价21.93元。

■风险提示：中钢集团债务重组失败风险，《交易预案》推进风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	317.6	350.2	310.0	398.3	507.2
净利润	21.3	19.5	16.6	21.2	30.2
每股收益(元)	0.11	0.10	0.08	0.11	0.15
每股净资产(元)	2.41	2.49	2.57	2.68	2.80

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	156.5	171.0	201.4	157.0	110.3
市净率(倍)	7.0	6.7	6.5	6.2	6.0
净利润率	6.7%	5.6%	5.3%	5.3%	6.0%
净资产收益率	4.4%	3.9%	3.2%	4.0%	5.4%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%
ROIC	-1.0%	1.8%	1.2%	3.8%	4.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

特钢

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

21.93元

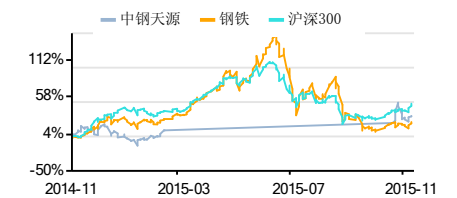
股价(2015-11-09)

16.70元

交易数据

总市值(百万元)	3,329.67
流通市值(百万元)	3,329.67
总股本(百万股)	199.38
流通股本(百万股)	199.38
12个月价格区间	11.20/19.32元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.09	19.52	-23.50
绝对收益	18.52	18.52	27.87

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

秦源

021-68763590

qinyuan3@essence.com.cn

相关报告

1. 事件：资产注入+定向增发

近日，公司披露了《中钢集团安徽天源科技股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金关联交易预案（修订版）》（以下简称交易预案）。公司拟以 11.32 元/股（调整后为 11.31 元/股）向母公司中钢股份及相关方发行 13768.97 万股用于收购中钢制品院、中唯公司、湖南特材和中钢投资等 4 家公司 100% 的股权。同时，公司拟以 11.63 元/股（调整后为 11.62 元/股）向不超过十名特定投资者非公开发行股份募集资金不超过 153,088 万元。拟注入资产和募投资金投向见表 1 和表 2。

表 1：拟注入资产表

拟注入资产名称	主营业务	净资产（2015 年 8 月 31 日，万元）	评估价值（万元）
中钢制品院	主要从事包括金属制品、军工及不锈钢材料的研究与开发，质检及信息技术的服务等业务	15395.65	28593.71
中唯公司	主要从事芬系功能材料的芬酮业务及冶金自动化业务	2247.57	4950.50
湖南特材	主要从事锰系产品的开发、深加工和经营，主要产品为四氧化三锰、金属锰、电解金属锰粉和铁硅粉等	8934.18	9175.50
中钢投资	主要从事期现贸易业务、证券投资业务、期货投资业务、资产管理业务和典当业务	77237.17	113007.94

数据来源：《交易预案》，安信证券研究中心

表 2：募集资金投向表

项目实施方	项目名称	使用募集资金金额（万元）
中钢天源	年产 6000 吨高性能永磁铁氧体器件项目	10,486
中钢制品院	年产 10000 吨高品质金属制品产业升级项目	13,175
中唯公司	新型金属制品检测检验技术服务项目	8,969
中唯公司	芬酮系列功能材料生产线及冶金检测设备生产线建设项目	4,654
湖南特材	年产 1000 吨金属磁粉芯项目	4,518
湖南特材	年产 2000 吨气雾化制备铁硅粉项目	3,642
中钢投资	北京华隆典当有限责任公司增资项目	25,100
	支付发行费用	6,000
	补充流动资金	76,544
	总计	153,088

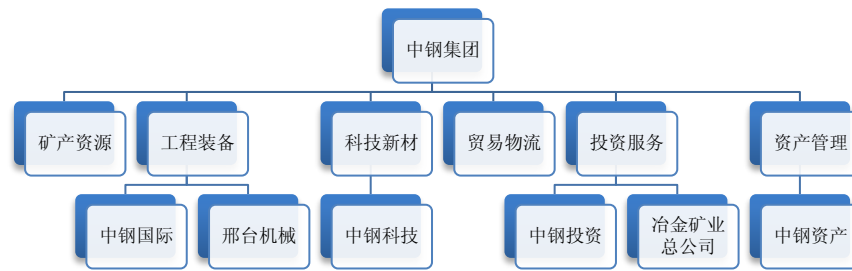
数据来源：《交易预案》，安信证券研究中心

2. 定位：中钢集团的“科技+资本”平台

交易预案中披露“本次重组是中钢集团的整体战略规划的重要组成部分。本次交易完成后，公司的主营业务将由重组前的单一主业变更为新材料业务与金融投资业务，上市公司将成为中钢集团“科技+资本”战略落地实施的主要平台。”从中钢集团现有组织架构来看，也确实是将科技新材和投资服务两块业务注入上市公司。

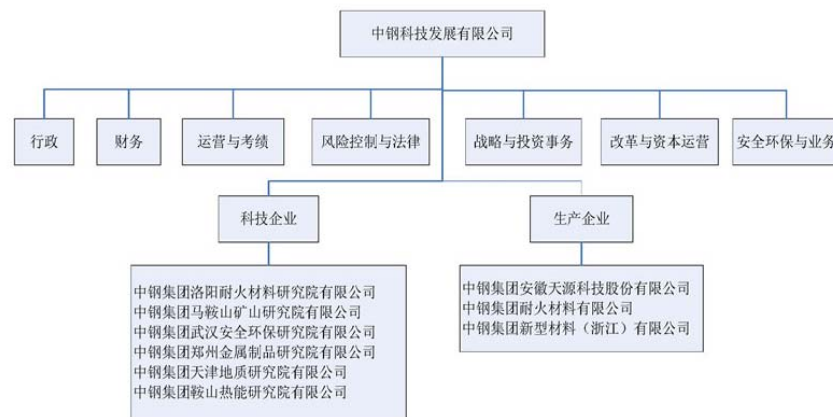
中钢天源目前是中钢科技旗下的生产企业，拟注入的中钢制品院和中唯公司分别隶属于中钢科技旗下的郑州金属研究院和鞍山热能研究院。中钢投资直接隶属于中钢集团的投资服务板块，湖南特材的实际控制人则是投资服务板块下冶金矿业总公司。

图 1：中钢集团的组织架构图



数据来源：中钢集团官网，安信证券研究中心

图 2：中钢科技发展有限公司组织架构图



数据来源：中钢科技官网，安信证券研究中心

3. 资产注入：一级市场估值注入二级市场

3.1. PB 视角

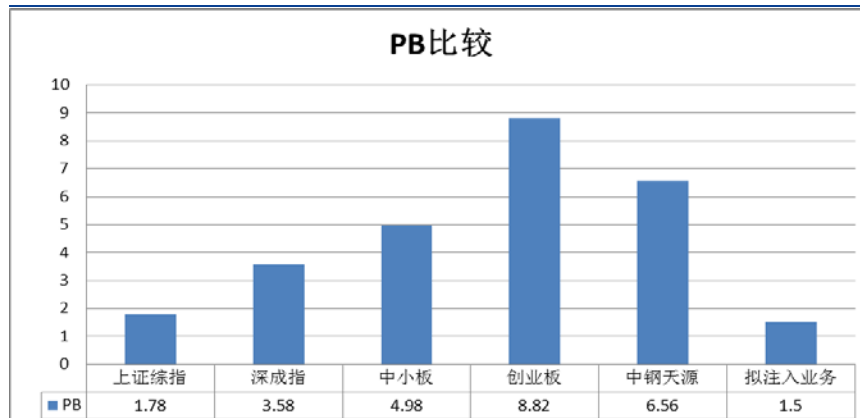
预案披露此次注入的资产截止 2015 年 8 月 31 日的股东权益合计为 104055.39 万元，注入评估值为 155727.08 万元，市净率 PB 为 1.50。2015 年 11 月 5 日，上证综指、深成指、中小板、创业板和中钢天源的 PB 分别为 1.78、3.58、4.98、8.82 和 6.56。可以看出相对于二级市场的普遍估值，此次拟注入资产的估值相当便宜。相当于以一级市场的估值将资产注入二级市场。

表 3：注入资产的估值（PB）

注入资产名称	股东权益(2015年8月31日, 万元)	注入评估值(万元)	PB
整体	104055.39	155727.08	1.50
中钢制品院	15395.65	28593.72	1.86
中维公司	2247.57	4950.05	2.20
湖南特材	9175.0	9175.0	1
中钢投资	77237.17	113007.94	1.46

数据来源：《交易预案》，安信证券研究中心；注：湖南特材股东权益考虑了 1 笔政府补贴

图 3：注入资产的估值 (PE) 比较



数据来源：wind，安信证券研究中心；注：拟注入业务PB按预案披露值计算，其它PB为2015年11月5日收盘价整理

3.2. PE 视角

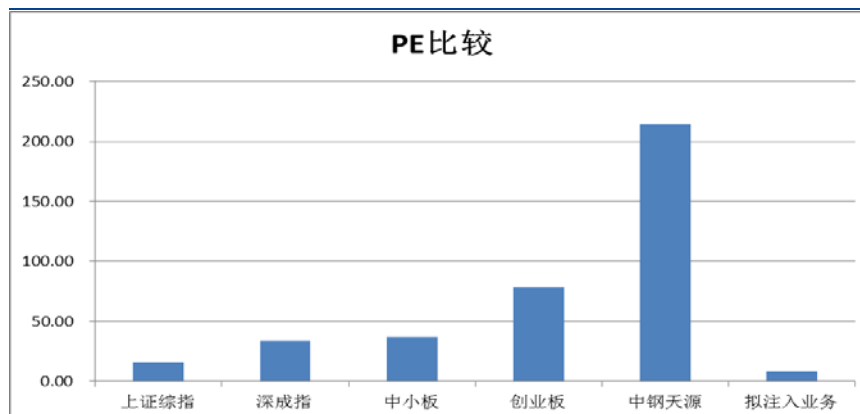
从PE来看，注入资产2014年的整体PE为22.08，按照2015年的利润承诺（湖南特材未给出利润承诺，其2015年的盈利预测按照其2015年1-8月净利润*1.5计算）来计算估值仅为8.15。

表 4：注入资产的估值 (PE)

注入资产名称	2013年净利润(万元)	2014年净利润(万元)	2015年1-8月净利润(万元)	2015年承诺净利润(万元)	注入资产估值(万元)	PE (2014年)	PE (2015年承诺值)
整体	5502.79	7053.12	14803.73	19101.54	155727.08	22.08	8.15
中钢制品院	1848.51	2686.44	2685.87	2937.43	28593.72	10.64	9.73
中维公司	819.49	653.54	462.57	787.13	4950.05	7.57	6.29
湖南特材	-655.27	-1729.49	-264.16	-396.24	9175.0		
中钢投资	3490.06	5442.63	11919.45	15773.22	113007.94	20.76	7.16

数据来源：《交易预案》，安信证券研究中心；注：湖南特材没有给出利润承诺，其2015年净利润预测为2015年1-8月净利润*1.5，其余3家采用预案中的利润承诺值。

图 4：注入资产的估值 (PE) 比较



数据来源：wind，安信证券研究中心

4. 定向增发：增强业务内生增长能力

4.1. 中钢天源的现有业务

中钢天源现有业务主要包括化学产品（四氧化三锰）、电子元件（永磁铁氧体和稀土永磁）和矿山机械设备等三块。公司目前是国内第二大四氧化三锰生产企业，产品主要定位高端。尽管四氧化三锰的行业集中较高，但受制于整个电解锰产业链产能过剩，集中度高并没有体现出定价权，目前行业整体情况不佳。公司基于自身的技术储备，通过高端、高质量稳定性和差异化来避免简单的价格竞争。半年报披露此项业务的毛利率为12.5%，从历史毛利率区间来看，仍保持在较好的水平上。

半年报披露的矿山机械设备业务收入和毛利率也是双双大幅下降。公司生产的设备高效节能，但考虑到矿山机械设备受矿山行业普遍不景气，短期内也难以看到好的业绩改观。

电子元件这块是公司现有业务的重点发展方向。半年报披露此项业务收入和毛利率（27.87%）均呈现上升态势。公司本身有着多年的永磁材料特别是永磁铁氧体的沉淀，在永磁铁氧体行业内有着较强的竞争力。公司目前有永磁铁氧体产能1万吨和近1000吨的稀土永磁产能。

从性能上来看，稀土永磁（主要是稀土钴永磁材料和钕铁硼永磁材料）要明显好于永磁铁氧体，其磁能积可达碳钢的150倍、铝镍钴永磁材料的3~5倍，永磁铁氧体的8~10倍，温度系数低，磁性稳定，矫顽力高达800千安/米，但价格也明显高于永磁铁氧体。受制于性能指标，永磁铁氧体在新能源汽车等高端产业链的崛起中直接受益相对较小，但在中低端永磁材料方面仍有望间接受益于整个永磁材料产业的景气提升。公司在稀土永磁方面和行业领先企业存在较大差距，且受制于美日企业短期之内不大可能发放新的专利许可，公司作为追赶者想要取得突破有较大难度。

综合来看，公司在四氧化三锰、永磁铁氧体和矿山机械设备方面均有着较强的行业竞争力，但受制于行业景气程度和竞争格局，矿山机械设备业务仍将低迷，四氧化三锰盈利水平仍能保持在正常区间，永磁铁氧体和稀土永磁有望继续保持增长态势。

4.2. 拟注入业务

4.2.1. 中钢制品院

公司的主营业务主要包括金属制品、军工及不锈钢材料的研究与开发，质检及信息技术的服务等业务。中钢制品院的主要产品包括：弹簧钢丝（产能25000吨）、特种丝绳（产能2500吨）、异形钢丝（7500吨）和产品检验、检测服务。其中，特种丝绳主要用于军工、以神舟号系列航天飞船为代表的航空、航天等领域。另外，公司下属的国家金属制品质量监督检验中心（<http://www.gjsjc.com/>）是国家质检总局授权的国内唯一的国家级钢丝及钢丝绳产品质检中心。在《交易预案》中中钢制品院承诺2015年度、2016年度、2017年度合并归属于母公司净利润分别不低于2,937.43万元、3,164.16万元、3,370.17万元。

4.2.2. 中唯公司

中唯公司主要从事芴系功能材料的芴酮业务及冶金自动化业务。芴酮业务的主要产品有9-芴酮、双酚芴和双胺芴。其中，9-芴酮产能约700吨，双酚芴和双胺芴尚处于商业推广阶段。芴酮有着良好的光学和半导体性质，主要应用于光学镜头和半导体等领域。公司芴酮产品的营销战略是市场领先者战略，产品以出口为主，客户比较集中，主要包括住友化学等。冶金自动化业务受行业大环境影响，2015年1-8月业务量较2014年有大幅萎缩。在《交易预案》中中唯公司承诺2015年度、2016年度、2017年度合并归属于母公司净利润分别不低于787.13万元、838.31万元、1,043.14万元。

4.2.3. 湖南特材

湖南特材主要从事锰系产品的开发、深加工和经营，主要产品为四氧化三锰（产能25020吨）、金属锰（产能10000吨）、电解金属锰粉（产能20000吨）和铁硅粉（产能600吨）等。湖南特材的产品结构和中钢天源的现有四氧化三锰业务具备一定的业务协同效

应。从我们的草根调研了解到中钢天源和湖南特材目前分别位列四氧化三锰行业的第二和第三,两者合并到一起有望成为行业第一,一旦四氧化三锰和电解锰行业去产能到位,公司作为行业龙头长远仍有望获益。过去几年,湖南特材持续亏损,《交易预案》中公司也未做盈利承诺。

4.2.4. 中钢投资

中钢投资主要从事期现贸易业务、证券投资业务、期货投资业务、资产管理业务和典当业务。

期现贸易业务主要利用现货、期货等金融工具,从事低风险或无风险的期现套利、跨期套利、跨市场套利和跨品种套利业务及有色金属进口业务。公司此业务于2005年在上海上线,2009年又进一步扩展至华北,2014年此业务规模达到265亿元。

证券投资业务主要负责中钢投资自有资金的证券投资业务。具体业务类型包括:证券二级市场投资及与其配套的股指期货套保业务、基金产品套利、新股网下申购、参与上市公司定向增发等业务。期货投资业务主要利用期货市场,开展期货投机业务与期货套利业务。资产管理业务主要与银行、券商合作,发行私募投资基金产品,主要策略为股票与期指的对冲套利。典当业务主要开展动产、财产权利质押典当业务,房地产抵押典当业务,绝当品的销售等业务。

表 5: 中钢投资各业务经营情况

	2013 年 (万元)	2014 年 (万元)	2015 年 1-8 月 (万元)
期现贸易	9246	7203	8157
证券投资	2900	8277	6412
期货投资	3367	4230	2440
资产管理	390	822	1584
典当	632	1257	1114

数据来源:《交易预案》,安信证券研究中心

从表 5 可以看出,中钢投资旗下的各类业务均有着长期稳健的盈利。在《交易预案》中中钢投资 2015 年度、2016 年度、2017 年度合并归属于母公司净利润分别不低于 15,773.22 万元、12,110.53 万元、12,338.53 万元。

4.3. 定向增发

此次《交易预案》除了资产注入外还有定向增发,定向增发资金用途见表 2。我们认为除了定向增发募投项目会进一步增强中钢天源现有业务以及拟注入业务的市场竞争力外,更为关键的是在中钢集团债务重组大背景下,预计集团公司难以给予这些业务太多的支持,这些企业可以依靠定向增发资金来增强内生发生动力,熬过钢铁产业链的寒冬。

5. 风险与机遇: 中钢集团的债务重组

《交易预案》(修订版)第 13 页中明确提及中钢集团正在进行债务重组,且债务重组可能对本次交易产生不利影响。2014 年 9 月,多家媒体报道中钢集团发生了一笔 6.9 亿元的贷款逾期。2015 年 10 月,中钢集团的核心子公司,同时也是中钢天源和拟注入业务的控股股东中钢股份再次被多家媒体报道将延期支付规模 20 亿元人民币的“10 中钢债”本期利息。

我们认为中钢集团债务重组是《交易预案》最终能否实施的核心风险点。从交易的角度来看,其对股价的影响甚至可能超过中钢天源现有业务和拟注入资产的估值和未来发展空间。中钢股份承诺以中钢投资的部分股权向中国农业银行提供质押,更是需要要在董事会审议《交易预案》之前解除质押承诺,否则直接关系到《交易预案》能否继续推进。

但是,应该看到鉴于股票 2 级市场的估值和流动性要显著高于 1 级市场,确保此次

《交易预案》顺利推进，既符合中钢集团也符合债权人的利益最大化。同时，我们也可以从媒体报道中看到，国资委、发改委有介入中钢债务重组的痕迹。因此，我们认为中钢集团的债务重组对《交易预案》的实施是机会大于风险。

图 5：中钢股份 2013 年-2014 年主要财务数据

项目	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
资产总额	10,020,298.07	8,535,804.40
负债总额	9,506,692.53	8,681,359.29
所有者权益总额	513,605.54	-145,554.89
归属于母公司股东权益合计	382,044.20	-393,313.86
项目	2014 年度	2013 年度
营业收入	13,704,385.86	11,574,768.97
利润总额	74,324.45	-356,836.27
净利润	9,973.62	-348,698.26
归属于母公司股东净利润	-8,754.33	-311,727.33

数据来源：《交易预案》，安信证券研究中心

6. 投资建议

基于我们对中钢天源现有业务和拟注入业务的分析，《交易预案》完成后中钢天源的估值见表 6，合计估值为 102.80 亿元。按《交易预案》完成后 468816661 股的总股本计算，每股估值对应为 21.93 元。

表 6：《交易预案》完成后中钢天源的估值

项目名称	估值逻辑	评估值
中钢天源现有业务	2015 年 3 季报中钢天源净资产 5.09 亿元，按中小板平均 5.0 倍 PB 给予估值	25.45 亿
中钢制品院	此业务盈利稳定且持续增长，涉及军工航空概念，质检中心更是具有稀缺性，拟采取 2015 年盈利承诺 2937.43 万元，按 60 倍 pe 进行估值	17.62 亿
中唯公司	芴酮业务竞争力强且下游需求持续增长，拟采取 2015 年盈利承诺 787.13 万元，按 40 倍 pe 进行估值	3.15 亿
湖南特材	业务虽然亏损，但和中钢天源现有业务具备协同效应，评估 pb 为 9175 万元，拟给予 2 倍 pb 估值	1.84 亿
中钢投资	中钢投资各业务持续稳定经营，盈利稳健增长，拟采取 2015 年盈利承诺 15773.22 万元，按 25 倍 pe 进行估值	39.43 亿
定向增发资金	按 1:1 进行估值，	15.31 亿
合计		102.80 亿

数据来源：安信证券研究中心

尽管中钢集团的债务重组是《交易预案》能否顺利实施的核心。但鉴于 2 级市场在估值和流动性方面均好于 1 级市场，《交易预案》的顺利实施符合所有利益相关方的共同利益。因此，我们认为中钢集团的债务重组对《交易预案》的实施是机会大于风险。首次，给予买入-A 评级，6 个月目标价 21.93 元。

7. 风险提示

中钢集团债务重组失败风险，《交易预案》推进风险。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月06日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	317.6	350.2	310.0	398.3	507.2	成长性					
减:营业成本	259.3	287.2	255.6	321.8	400.0	营业收入增长率	-13.7%	10.3%	-11.5%	28.5%	27.3%
营业税费	1.4	1.8	1.4	2.0	2.6	营业利润增长率	-92.3%	-301.3%	8.3%	99.7%	89.1%
销售费用	20.0	20.0	17.1	22.7	28.9	净利润增长率	-161.7%	-8.4%	-15.1%	28.3%	42.3%
管理费用	33.8	30.8	27.9	35.8	46.2	EBITDA 增长率	-129.7%	161.0%	-15.0%	43.0%	54.3%
财务费用	-0.3	-	-1.8	-1.8	-1.6	EBIT 增长率	-90.2%	-284.5%	-20.8%	136.4%	104.2%
资产减值损失	6.6	4.0	3.0	4.0	5.0	NOPLAT 增长率	-91.2%	-294.5%	-22.4%	129.8%	98.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.1%	19.1%	-29.4%	66.8%	-22.3%
投资和汇兑收益	-	-0.1	-	-	-	净资产增长率	4.7%	3.6%	3.2%	4.1%	4.5%
营业利润	-3.2	6.4	6.9	13.8	26.1	利润率					
加:营业外净收支	27.6	14.8	11.5	10.5	9.5	毛利率	18.4%	18.0%	17.6%	19.2%	21.1%
利润总额	24.4	21.1	18.4	24.3	35.6	营业利润率	-1.0%	1.8%	2.2%	3.5%	5.1%
减:所得税	3.1	1.7	1.8	3.0	5.3	净利润率	6.7%	5.6%	5.3%	5.3%	6.0%
净利润	21.3	19.5	16.6	21.2	30.2	EBITDA/营业收入	2.3%	5.4%	5.2%	5.8%	7.0%
						EBIT/营业收入	-1.1%	1.8%	1.6%	3.0%	4.8%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资本周转天数	115	130	162	118	86
货币资金	155.5	119.1	230.6	66.3	193.9	流动资本周转天数	182	175	149	157	160
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	480	390	439	372	330
应收账款	126.5	143.6	88.9	203.2	168.8	应收账款周转天数	146	139	135	132	132
应收票据	40.2	46.2	26.2	66.8	51.6	存货周转天数	59	58	49	55	55
预付帐款	8.3	4.3	9.9	8.0	14.2	总资产周转天数	694	614	706	570	478
存货	53.5	58.7	26.5	95.1	60.5	投资资本周转天数	353	372	389	335	292
其他流动资产	2.3	0.9	1.0	1.0	1.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.4%	3.9%	3.2%	4.0%	5.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	3.2%	2.7%	3.2%	4.4%
长期股权投资	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	ROIC	-1.0%	1.8%	1.2%	3.8%	4.5%
投资性房地产	-	0.9	0.9	0.9	0.9	费用率					
固定资产	109.1	144.1	134.8	125.6	116.3	销售费用率	6.3%	5.7%	5.5%	5.7%	5.7%
在建工程	14.3	15.7	15.7	15.7	15.7	管理费用率	10.6%	8.8%	9.0%	9.0%	9.1%
无形资产	69.2	67.4	65.7	63.9	62.1	财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
其他非流动资产	4.1	3.7	3.8	3.9	3.8	三费/营业收入	16.8%	14.5%	13.9%	14.3%	14.5%
资产总额	586.6	608.4	607.4	653.9	692.4	偿债能力					
短期债务	10.0	20.0	-	-	-	资产负债率	18.2%	18.3%	15.6%	18.3%	19.4%
应付帐款	43.9	48.3	36.9	70.4	63.0	负债权益比	22.3%	22.5%	18.4%	22.4%	24.0%
应付票据	-	-	14.2	3.7	18.5	流动比率	4.82	4.00	5.00	4.33	4.22
其他流动负债	26.3	24.8	25.5	27.7	34.5	速动比率	4.15	3.37	4.66	3.39	3.70
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	11.30	174.26	-2.79	-6.74	-15.69
其他非流动负债	26.7	18.5	18.0	18.0	18.0	分红指标					
负债总额	106.9	111.6	94.6	119.8	134.1	DPS(元)	0.01	0.01	-	-	0.03
少数股东权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	分红比率	11.7%	10.2%	0.0%	0.0%	20.0%
股本	99.7	199.4	199.4	199.4	199.4	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%
留存收益	379.6	296.9	313.4	334.7	358.9						
股东权益	479.7	496.8	512.9	534.1	558.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.11	0.10	0.08	0.11	0.15
净利润	21.3	19.4	16.6	21.2	30.2	BVPS(元)	2.41	2.49	2.57	2.68	2.80
加:折旧和摊销	10.7	12.5	11.0	11.0	11.0	PE(X)	156.5	171.0	201.4	157.0	110.3
资产减值准备	6.6	4.0	-	-	-	PB(X)	7.0	6.7	6.5	6.2	6.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-49.9	-99.9	29.8	-20.3	25.0
财务费用	2.7	2.7	-1.8	-1.8	-1.6	P/S	10.5	9.5	10.8	8.4	6.6
投资损失	-	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	157.1	128.9	192.5	141.8	88.3
少数股东损益	-	-0.1	-	-	-	CAGR(%)	-0.1%	15.9%	-178.1%	-0.1%	15.9%
营运资金的变动	-37.0	-61.5	104.3	-196.6	92.4	PEG	-2,916.4	10.8	-1.1	-2,925.0	7.0
经营活动产生现金流量	9.3	-12.9	130.1	-166.1	132.1	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-26.3	-33.0	-	-	-	REP					
融资活动产生现金流量	-50.1	9.6	-18.6	1.8	-4.5						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青			zhangqing2@essence.com.cn
邓欣			dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

