

恒顺众昇：中国速度复制全球

恒顺众昇 (300208.SZ)

推荐 首次评级

核心观点：

- **一带一路资源整合者：开发园区打造新城。**大股东、青岛城投等资金雄厚方作为工业园或者新城业主，国开行等机构提供融资服务，上市公司前期为工程承包商，园区建成后为运营商，园区盈利后注入到上市公司。上市公司受益于工业园建设、运营和成熟后三个阶段。该模式承接国内装备、基建等行业过剩产能和国外落后的基础设施、丰富的自然资源，实现资源优化配置。为入园企业提供全产业链服务，避免各种水土不服；园区是东道国的特区，之于入园企业也是中国在海外的特区。通过抱团出海，入园企业拥有更强的话语权，享受更优厚的政策红利。
- **印尼苏拉威西工业园项目为公司首单出海园区项目。**工业园业主为上市公司，入园企业业主为大股东等机构投资者，公司作为总承包商前期享受总承包带来的成套装备出口收入，产能投产后享受红土镍矿和煤炭销售收入和工业园运营收入，入园企业运营成熟后大概率注入到上市公司。2014年2月启动，一期征地400公顷，总投资4亿美元，包括20套高炉，12个余热发电站40-50万吨镍铁。二期投资额度预计更高，产能更大。工程总承包预计给公司贡献超过8亿美元收入，产能完全投产后，仅原矿（红土镍矿和煤炭）收入预计超过2.5亿美元，入园企业镍铁销售预计超过100亿元。
- **印尼苏拉威西工业园标志着公司一带一路新模式被多方认可。**公司与中铁二院、青岛城投、津巴布韦共和国工商部、国开行、青岛市人民政府，签订了《津巴布韦经济特区与工业园项目谅解备忘录》。合作范围包含津巴布韦万基（国家能源基地），布拉瓦约（工业基地），哈拉雷（首都）经济带经济特区和工业园的建立。公司在一带一路领域的资源整合能力更上一层楼。仅2015年EPC业务已签合同接近7亿美元，六方协议基本确定公司未来3-4年业绩带来持续高速增长。
- 预计公司2015-2017年归母净利润分别3.15、5.23和9.47亿元，参考同行业相近市值公司给与31.2倍市盈率，估值163亿元。考虑到公司在煤炭和镍铁价格低位收购优良资源和二级市场溢价，给与收购价1.5倍溢价，资源估值28.65亿元。公司估值191亿元，对应股价24.9元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

分析师

刘文平

电话：(86755) 83024323

邮箱：liuwenping_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514110003

特此鸣谢

华立

(huali@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2016.2.19

A股收盘价(元)	15.73
A股一年内最高价(元)	44.29
A股一年内最低价(元)	7.41
上证指数	2860
市净率	11.69
总股本(亿股)	7.67
实际流通A股(股)	5.97
流通A股市值(亿元)	94

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	670	1,200	1,850	3,100
yoy	297%	79%	54%	68%
归属母公司净利润	110	315	522	947
yoy	188.75%	187.86%	65.69%	81.26%
EPS(元)	0.15	0.42	0.70	1.26
P/E	150.40	52.25	31.53	17.40

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

公司的商业模式独特性和实用性被市场逐渐理解和接受；订单持续释放；由于国家鼓励产能过剩行业出口，退税政策持续，公司成套装备出口业务维持高毛利（超过 40%）。

表 1：关键收入假设

项目	产品细分	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
机械成套设备	营业收入(百万元)	282	1,200	1,800	3,000	7,000
	毛利率	47%	47%	46%	45%	45%
红土镍矿				50	100	200
				30%	30%	30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们与市场不同的观点：

公司处于转型成功初级阶段，市场关注较低；且通常被市场认为是普通的海外工程承包公司。我们认为公司的业务模式具有极强的创造性和稀缺性，整合国内外多种资源，综合了海外工程承包、海外园区规划运营、海外直接投资等多重业务模式，克服我国企业海外投资重重壁垒，具备了在海外复制中国建设速度的可能性。对于上市公司本身来讲，其盈利能力具备极强的可持续性和高增长性，理应给与高估值。

估值与投资建议：

预计公司 2015-2017 年归母净利润分别 3.15、5.23 和 9.47 亿元，参考同行业相近市值公司给与 31.2 倍市盈率，估值 163 亿元。考虑到公司在煤炭和镍铁价格低位收购优良资源和二级市场溢价，给与收购价 1.5 倍溢价，资源估值 28.65 亿元。公司估值合计 191 亿元。

股价表现的催化剂：

业务模式日趋成熟，逐渐被市场认可接受；订单持续释放。

主要风险因素：

海外投资政治风险，我国进出口政策的变更，对手国政策的稳定性。

目录

一、六大业务助力公司转型	3
（一）2013 开启转型之路	3
（二）引入战略投资者	4
二、海外再造“小中国”	7
（一）一带一路整合平台初成	7
（二）工业园——再造“小中国”	10
三、牛刀初试——印尼镍铁工业园	11
（一）中国和印尼合作基础良好，工业园为最优模式	11
（二）六大业务模式成就工业园闭环	12
四、印尼为楷模，非洲重大突破	15
五、公司估值	17

一、六大业务助力公司转型

(一) 2013 开启转型之路

公司成立与 1998 年，专业从事电网节能、环保及电能质量优化解决方案的电力装备供应商。主营业务是高压无功补偿装置、滤波装置及核心部件的研发、设计、生产与销售。原名为青岛市恒顺电气股份有限公司，2015 年 3 月变更青岛市恒顺众昇集团股份有限公司。

2011 上市之后，尤其是 2013 年之后，国家电网公司统一集中招标管理，国家电网内部消化的订单增多，系统外份额降低，公司的收入和利润开始下滑。公司调整战略布局，开始向海外谋求二次跳跃。凭借六项业务技能基本形成海外投资独立单元，实现从不毛之地到完整的工业园区。

表 2：公司六大业务板块形成走出去的基础

业务板块	业务模式
绿色电网	可进行 10kV-500kV 电网的设计、建设和改造，以及 7.5MW~600MW 单机发电机组的成套和安装调试，为客户提供专业的设计、研发、制造和运维“一站式”整体解决方案。
电能开发	针对部分国家电力匮乏及电力基础设施薄弱情况，投资建设电厂及电网输配设施，以满足当地电力能源需求和公司在当地进行工业园建设的需求。投资余热电厂进行合同能源管理，以解决能源的高效利用。投资煤矿、石油、太阳能等能源行业。
矿产运营	收购储备优质资源矿进行自采或对外承包，进行矿权交易以及下游企业整合。
园区开发	立足电力投资和建设优势，结合当地资源优势，建设工业园区。一类是资源类工业园，如招商冶炼企业入园，投资建设冶炼工业园，进行镍、锰、金、铬、锂等有色金属深加工；一类是电气工业园，配合当地电源和电网建设，生产和销售电力设备。在工业园开发同时，建设道路、学校、医院等配套设施。
特许经营权	通过 BOT、IBO、PPP 等模式，对自来水、天然气、高速公路、港口、码头、渔业等进行开发与运营。
金融投资控股	产业投资基金及私募股权创业投资基金等，专注于环保产业，清洁生产，医疗健康，特种矿产高效利用与新材料。

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

表 3：公司收入结构由电力转为机械成套装备

	2012	2013	2014
营业收入	247	169	670
机械成套装备			283
余热余压利用	43	39	36
电能质量优化	199	91	79

采掘服务		38	24
煤炭产销			227
地区			
国外		38	454
中国大陆	243	131	195
毛利	111	63	221
机械成套装备			133
余热余压利用	24	20	16
电能质量优化	83	34	27
采掘服务		9	-6
煤炭产销			36
地区	107	63	206
国外		9	135
中国大陆	107	54	71

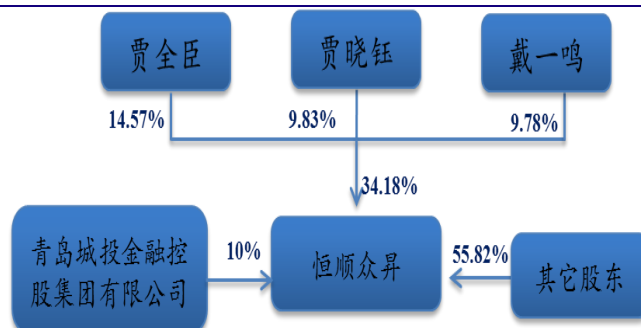
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(二) 引入战略投资者

公司实际控制人贾全臣、贾晓钰和戴一鸣, 其中贾全臣和贾晓钰为父子关系, 戴一鸣为贾全臣外甥。

青岛城投通过多次入股, 成为公司第二大股东, 凭借其强大的融资能力, 有望为恒顺众昇的海外战略保驾护航, 实现双赢。2016年2月6号, 青岛城投公告有意在未来12个月内继续增持上市公司股票, 承诺未来36个月内不减持。

图 1: 引入战略投资者青岛城投



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

青岛城投集团系青岛市国有独资大型控股集团，和恒顺众昇的合作为全方位的合作：

（1）业务上优势互补。恒顺众昇利用先发优势和自身能力积累在海外工业园和基建等领域开疆拓土，项目斩获累累，在印尼有成功的先例，在津巴布韦和南非等地有充足的项目储备。而青岛城投拥有上千亿资产，百亿融资额度，在国内基建逐渐饱和的情况下，只能通过走向海外来保证公司充足的投资项目，从而保障公司的持续发展。恒顺众昇为青岛城投的一带一路战略切入点。青岛城投的完善的金融业务布局未来能为工业园入园企业提供强大融资保障，反之为青岛城投金融业务贡献收入。

代表了青岛市政府对稳增长调结构的政府意志。 一带一路借船出海：稳妥快捷（业务层面）。

（2）资本合作。城投金控是青岛城投集团的全资子公司，先后组建成立融资担保公司、小额贷款公司、融资租赁公司、资产管理公司、基金管理公司、互联网金融公司等，构建起集投资、融资、金融管理为一体的综合金融运营及服务体系。恒顺众昇在金融领域有所布局。根据双方签订的《战略合作协议》，不排除恒顺众昇未来收购城投金控控制或参股的公司股权进而实现控股的可能性。

（3）政治合作。青岛城投入股恒顺众昇，开启民营和国有资本混改的新模式，为国企改革层面的创新；恒顺众昇也为青岛城投在一带一路上实现借船出海。引入国企作为上市公司第二大股东，有利于改善上市公司的治理结构，提高上市公司在国家战略上的参与度。

表 4：青岛城投集团具备强大的投融资实力

子公司	功能
青岛城投路桥投资发展有限公司	发挥国有投资公司的职能作用，主要承担青岛市道路、桥梁等大型市政设施的投融资、建设、运营管理和相关技术咨询。
香港华青发展有限公司	从事资本运营与综合管理,其经营范围涉及融资投资,工业园区开发,进出口贸易,物流,旅游,餐饮,住宿,劳务输出等诸多领域,形成了以资本运营,旅游,贸易,教育,房地产五大板块为主体的经营模式。
青岛城乡社区建设投资集团	开展新型社区及配套建设，大力推进“社区产业配套、公共服务及基础设施配套、社区建设”三项重点工作
青岛城乡社区建设融资担保公司	具有百亿元担保功能，具备为发行公司债券、中期票据、大额信托、私募债提供担保的城乡社区建设融资担保公司，并具备再担保功能，为全市符合条件的商业担保公司提供增信服务。
青岛城乡建设融资租赁有限公司	是由青岛城市建设投资（集团）有限责任公司控股，国家联合资源控股有限公司等公司联合投资组成的混合所有制公司。目前是青岛市最大的国有控股融资租赁公司。

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

员工持股和多次股权激励增强公司凝聚力。

表 5：多次大力度高管增持和员工持股

高管	额度	完成时间	均价
严冬梅（副总裁）	自筹 3000 万元，融资 6000 万元	2015 年 5 月 13 日	27.38
王天文（独立董事）	823,875 股，占公司股份总额 0.1075%	2015 年 12 月 8 日	20.46
姚刚（总裁）	5208200，占公司股份总额 0.69%	2015 年 3 月 17	11.46
贾玉兰（副董事长）	5749875 股，占比 0.761%	2015 年 3 月 10	9.89
员工持股	2000 万元	2015 年 5 月 15 日	27.47
其他高管	合计持有 6035563 股，占比 0.799%股权。自筹 2300 万元，融资 4600 万元	2015 年 3 月 17 日	11.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2016 年 1 月 14 日实际控制人、董事及高级管理人员（贾全臣先生、贾晓钰先生、姚刚先生、贾玉兰女士、王天文先生、严冬梅女士、莫柏欣女士、刘涛先生）承诺从当日起六个月内不减持本人直接、间接持有的公司。

图 2：实际控制人和高管半年内不减持

序号	姓名	担任职务	持股数量（股）
1	贾全臣	实际控制人、董事长	111,650,623
2	贾晓钰	董事、副总裁	75,352,000
3	贾玉兰	副董事长	5,749,875
4	姚刚	董事、总裁	5,208,200
5	王天文	独立董事	823,875
6	严冬梅	董事、副总裁	4,374,000
7	莫柏欣	董秘、副总裁	2,831,500
8	刘涛	财务总监	3,535,000

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 6：多次股权激励，推进公司转型

实施日期	占当时总股本比例	其他条件
2014/9/20	5.98% 限制性股权激励	2016 年净利润增速相对于 2013 年不低于 800%。
2011/12/5	5.86% 期权，限制性	已过期

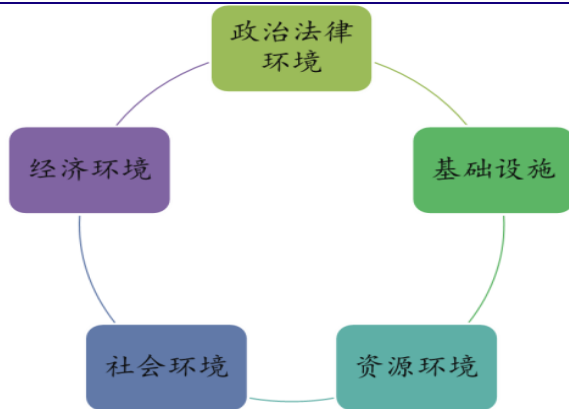
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、海外再造“小中国”

（一）一带一路整合平台初成

纵观海外的投资地区的增长速度远小于我国的经济发展速度原因在于：（1）分散化经营、企业之间缺乏横向的联系和合作。分散化经营使得企业无法在资本、技术、市场、信息、生产等资源上实现共享和互补，甚至反而引发越来越严重的内部过度竞争。原因在于我国从事海外投资的主体主要是国有企业、大中型民企，这些企业更多的是竞争和相互封锁信息，难以进行有效的合作和信息交流。（2）中小企业加入“一带一路”之后，未形成凝聚力，势单力薄。（3）投资主体、法人治理结构不健全，使得企业不善于应用国际法律和通行规则维护自身权益，防范风险能力较弱。（4）照搬国内经营模式，不善于处理文化融合、管理融合等问题。

图 3：海外投资五要素



资料来源：中国银河证券研究部

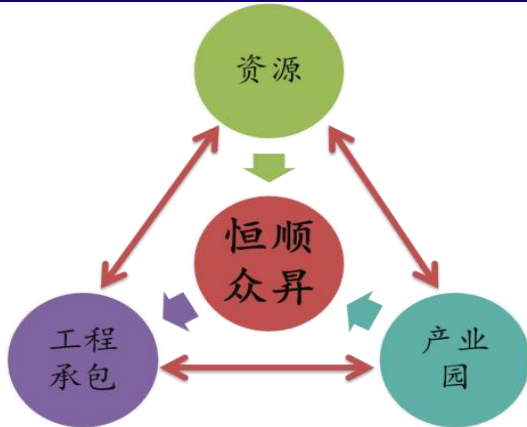
面对我国企业海外投资的迫切需求和存在的一些问题，急需新的模式来版主企业客服境外投资的困难和问题，从而形成“一带一路”的新局面。恒顺众昇模式应运而生。

目前民营企业参与东南亚和非洲地区的“一带一路”建设共有以下三种模式：第一，是获取境外矿产能源，延伸产业链；第二，是在境外投资建厂，实现产业转移和产能合作；第三是承接对外工程与劳务合作，带动产品和技术走出去。

恒顺众昇实现了三种模式的结合：利用上市公司获取海外资源，在境外投资建厂，工程承包。而境外投资建厂又增强了上市公司海外资源获取的能力。因为单纯海外资源投资的模式，相当于矿石运到他国，环境破坏留在当地，深为当地政府和民众所诟病。由于海外矿业投资周期较长，短期难以对上市产生利润贡献，而工程承包弥补了此项短缺，可以持续为恒顺众昇带来稳定的收入、利润和现金流。

由单一工程建设变更为工业园区建设，进可享受资源和工业园带来的收益（卖资源、卖服务），退可给上市公司带来 EPC 的业绩增长。

图 4：各种盈利模式互补



资料来源：中国银河证券研究部

具体操作可能有以下几种形式：

（1）利用上市公司直接获取当地资源，为产业园（下游产业链）提供原材料或能源，其他投资者和实际控制人投资建设产业园内项目，上市公司为产业园的入园企业建设提供 EPC 服务（产业园业主为上市公司）。产业园入园企业盈利后，注入到上市公司，实现投资退出。

（2）其他投资者和实际控制人获取当地资源，并投资建设产业园，上市公司承担产业园和资源开发的 EPC 服务，资源和产业园盈利后注入到上市公司。

所谓产能过剩，是产能在时间或空间的错配。产能输过的过程也就是技术优势与区位优势相结合的过程，产品从发达地区向较发达地区的转移。火电、冶炼等传统行业的装备制造在我国属于过剩产能。而之于产能承接国，面临不是单极个别行业的落后，而是整体工业确实，基础设施落后，制度不健全，商业氛围薄弱等相互制约的问题。依靠单个产业的引进很难面对诸多的不适应。整体产业园的输出，很好解决了这些问题。参考资源的定义，能够挖出来为人类所用的石头才是资源，否则就是石头。

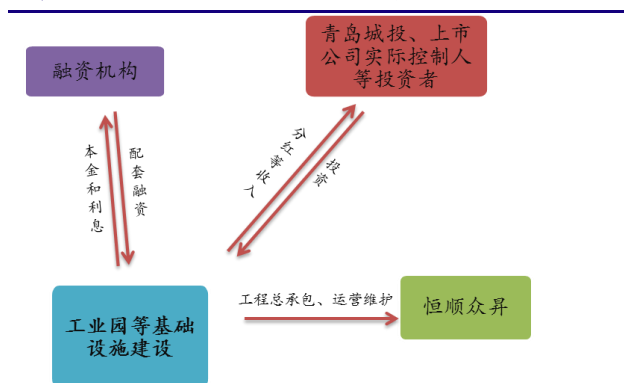
图 5：过剩产能整合者



数据来源：中国银河证券研究部

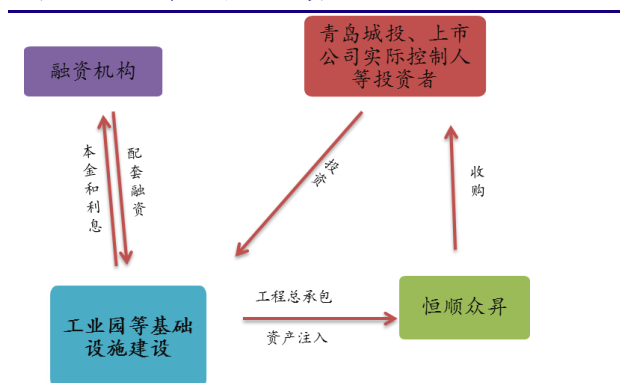
而基础设施落后往往是制约当地资源开发和经济发展的重要障碍之一，以印尼为例，资源丰富，在东南亚属于比较发达的国家之一，但电力的严重匮乏，让很多海外投资者望而却步。即使电站建好了，又需要运输资源的道路和港口，而这些基础设施的投资需要耗费大量资金。一些基础设施，如电厂，建成之后可通过售电获取收益，民营投资者积极参与，而配套融资成为困扰。融资难度大幅高于国内。引入战略投资者国企青岛城投，可在很大程度上缓解融资难题。青岛城投集团，成立于 2008 年，是青岛市政府直属国有投资集团，国内 3A 最高信用评级企业，总资产近千亿元。拥有土地一级开发、红岛新区建设、城乡统筹开发、旅游投资运营、市政资源开发、城乡金融等领域的 15 家核心子公司。围绕“城乡基础设施建设、青岛旅游”两大主业，发挥投融资功能，掌控和整合优质资源。国企融资平台和民企的治理结构相结合，其爆发力展现值得期待。

图 6：基础设施建设可能的现金流向



数据来源：中国银河证券研究部

图 7：通过上市公司实现投资退出



数据来源：中国银河证券研究部

对于一些难以产生经济效益的基建项目项目，矿产资源很有可能成为东道主的偿付手段。上市公司平台在资源变现将承担重大的作用。

青岛城投，在路桥、工业园和房地产开发融资、设计施工方面经验丰富。路桥、建材、工业、旅游开发（南非津巴布韦为目标地）。

联合有色桂林矿产地质研究院有限公司在资源勘查领域优势，在海外资源开发领域有望珠联璧合，做强矿业，达到互惠互利、合作共赢的目的。桂林地质研究院为公司提供地质勘查、矿权评价、矿产资源技术咨询等服务，以勘查技术服务、股份参与等多种形式进行合作。

（二）工业园——再造“小中国”

工业园处于资源集中地，具备资源价格和运输成本等诸多优势，相比国内投资已经具备明显较高的风险收益比。

完善的基础设施建设，配套融资服务、充足的原材料供应，物流仓储完善等，为入园企业提供全产业链的服务。甚至提供是盈利之后的投资退出渠道。大幅降低投资风险。

工业园在一定程度上成为城中城、国中国，入园企业只需和工业园运行商（恒顺众昇）、客户打交道，免去和当地政府、工会打交道之苦，只用专心负责企业经营。大幅降低水土不服的可能性。

对民营企业而言，帆板出海，不如舰队出海。大批相关企业入驻，特别是中小企业依托工业园为平台，集体走出去，形成集群效应，不仅有利于生产同类产品的企业相互之间在信息、设施、市场等方面简历互补和资源共享优势，而且提高企业对外投资集中度，促进相关产业在进外尽快形成产业群产业链，便于发挥协同效应，形成合力和产业竞争力。减少无序投资和资源浪费，同时也有利于东道主国高争取更多优惠政策。

三、牛刀初试——印尼镍铁工业园

(一) 中国和印尼合作基础良好，工业园为最优模式

印尼作为中国周边具有影响力的大国，是我国周边稳定和和平环境的重要依托之一，是我国落实“与邻为善，与邻为伴”周边外交政策重要基础之一。自 2005 年我国和印尼建立战略伙伴关系以来，形成了日益牢固的政治、经济和社会人文基础。

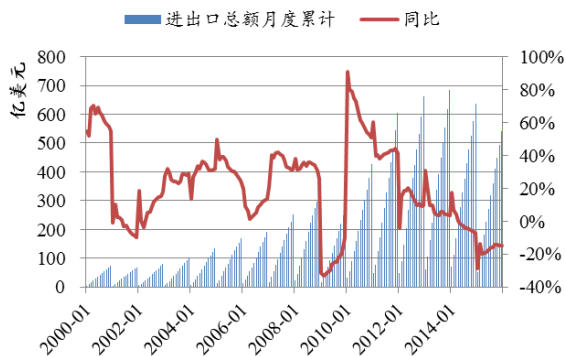
两国身份认同范围在扩大。同为世界发展中大国（印尼亚洲第三发展中国家），实现工业化、现代化为两国共同目标和诉求。两国同为 G20 重要成员国，在当今国际政治、经济秩序规则制定或修改中扮演重要角色。我国为金砖四国之一，而印尼为新钻 11 国之一，同属新兴经济体，存在广泛的合作空间。

2015 是中印尼两国建交 65 周年，应中国国家主席习近平邀请，印度尼西亚总统佐科·维多多于对中国进行国事访问，并出席 2015 年博鳌亚洲论坛年会开幕式。2015 年印尼成为亚投行重要股东之一，且仅印尼人担任亚投行理事会副主席（仅两位人选）。

在安全方面，开展多方面的交流合作：中国——东盟（10+1）、东盟防长扩大会议、10+3 等框架。

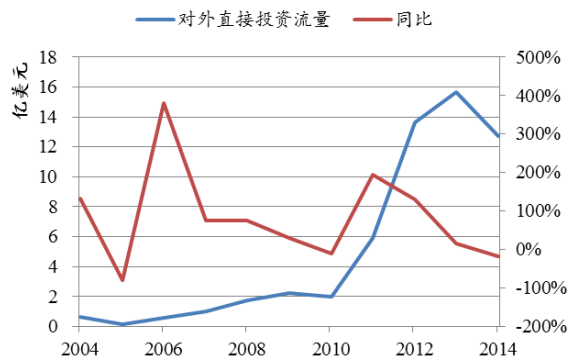
贸易方面。1990 年建交以来，中与印尼的经贸关系发展驶入快车道，中国已成为印尼的最大贸易伙伴，印尼也是我国在东盟的主要贸易伙伴之一。2015 年我国对印尼的投资额提升 47%。

图 8：中国印尼的进出口总额大幅增长



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

图 9：中国对印尼直接投资流量



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

印尼能源矿产部的统计（2013 年），印尼煤炭资源储量约为 580 亿吨，已探明储量 193 亿吨，其中 54 亿吨为商业可开采储量。由于还有很多地区尚未探明储量，印尼政府估计煤炭资源总储量将达 900 亿吨以上。印尼镍储量约为 560 多万吨，居世界前列。金刚石储量约为 150 万克拉，居亚洲前列。此外，铀、钒、铜、铬、铝矾土、锆等储量也很丰富。

表 7：印尼铜、镍储量世界前列（千吨）

印尼	铜	镍
储量	25,000	4,500
产量	400	240
储量占比	4%	6%
产量占比	2%	10%

数据来源：USGS，中国银河证券研究部

因其资源资源丰富，印尼成为全球重要资源出口国。禁矿前，铜矿出口占全球总量的 3%，镍矿占 18%—20%，铝土矿占 9%—10%。但近年来，印尼矿产资源逐渐减少，消耗却在增加。为了保护自然资源，同时增加矿产品出口附加值，促进矿产品加工中下游产业发展，创造更多的就业机会，印尼 2009 年通过了《煤炭与矿物法》，规定 2014 年 1 月 12 日起禁止原矿出口。

面临问题：（1）工业水平薄弱，基础设施落后，特别是红土镍矿需要的水、电、道路和港口等设施耗资巨大（2）修建厂房所需要的建材以及镍冶炼设备均需要从国内运输过去，势必增加投资成本。（3）东南亚地区中央与地方政府纠纷不断，苛捐杂税且腐败严重；（4）办理工作居留手续繁琐，外国技术人员办理居留证需上缴高昂的行政规费与税负；（5）劳工法令过度保障本国劳工利益，造成矿山管理困难。

印尼即为我国第三世界国家投资的典型，严重缺电（50%居民用电未被满足）、交通条件差，港口缺乏。但存在许多可利用的潜在资源，（1）煤炭资源十分丰富，可露天开采，可采难度小；（2）红土镍矿十分丰富，埋藏浅，品质好，易于开采。（3）土地私有制，征用成本低；（4）政府鼓励冶炼厂建设，优惠政策多；（5）环保成本低，国内高炉冶炼已淘汰，而在印尼则属于刚刚起步的新技术，印尼目前尚无明确的环保考核。

如此条件下很适合大规模工业园模式：（1）企业抱团，与印尼振幅的议价能力提升，可降低政策层面的风险；（2）投资项目自成体系，自给自足，开采、焦化、电力、运输、冶炼和销售一条龙，形成完整产业链。

（二）六大业务模式成就工业园闭环

恒顺众昇成立之初是专业从事是专业从事电网节能、环保及电能质量优化解决方案的电力装备供应商。主营业务是高压无功补偿装置、滤波装置及核心部件的研发、设计、生产与销售。

上市之后，尤其是 2013 年之后，国家电网公司统一集中招标管理，国家电网内部消化的订单增多，系统外份额降低，公司的收入和利润开始下滑。公司调整战略布局，开始向海外谋求二次跳跃。凭借六项业务技能基本形成海外投资独立单元，实现从不毛之地到完整的工业园区。

2012 年公司以中标印尼南加里曼丹为契机，布局印尼印尼苏拉威西镍铁工业园。工业园以上游原材料红土镍矿和煤炭资源为依托，向上游收购兄弟公司，提供资源开采服务，联合桂林有色地质矿产研究院进行资源勘查服务。向下游发展镍铁冶炼。煤炭为火电厂提供原材料，而火电厂为工业园提供能源。外围修建港口，以便于国内设备（产能过剩）和其他原料的出口，和工业园产能的输出到国内等市场。

上市公司恒顺众昇前期为包括电厂、镍铁冶炼产能在内的工业园提供总承包服务，在公司报表中体现为成套设备的出口。工业园建设中负责招商引资，工业园建设完毕后，提供工业园运营服务，包括工商、税务、物流、生活等后勤保障。

恒顺众昇目前承担的角色，很像经济开发区管委会，承担“三通一平”等工作，然后招商引资，但恒顺众昇其实做得更多，相当于平地拓荒，不但要提供核心的电力，还要提供许多外围服务。

工业园内入园企业运行成熟，能够产能稳定盈利之后，大概率注入到上市公司。

项目总投资 154,358 万元，工程静态投资 154,358 万元，运营期电价按 0.7 元/kWh，测算总投资收益率为 18.81%，资本金净利润率为 43.92%，投资方内部收益率 20.64%。

印尼苏拉威西镍铁工业园投资项目园区一期完成征地 400 公顷

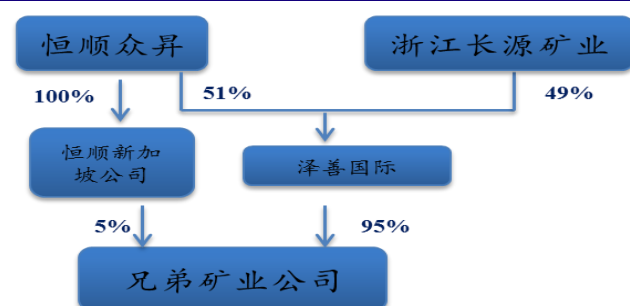
苏拉威西工业园一期为 20 套高炉，8 个余热发电站。二期为 4 条 RKEF（电炉）线，其电力来源为工业园的电厂。

电厂产能：2×65MW 燃煤发电厂。业主为集团公司等投资者。2015 年 10 月 22 日举行电厂奠基仪式。工程计划第一台机组建设工期为 20 个月，第二台机组建设工期为 22 个月。

以含镍量 1.8% 的红土镍矿计算，大概 10 吨原矿可以冶炼 1 吨含量 10% 的镍铁，和中国大陆相比，原材料可以节省 600 美元，其中运费可以节省 400 美元左右。

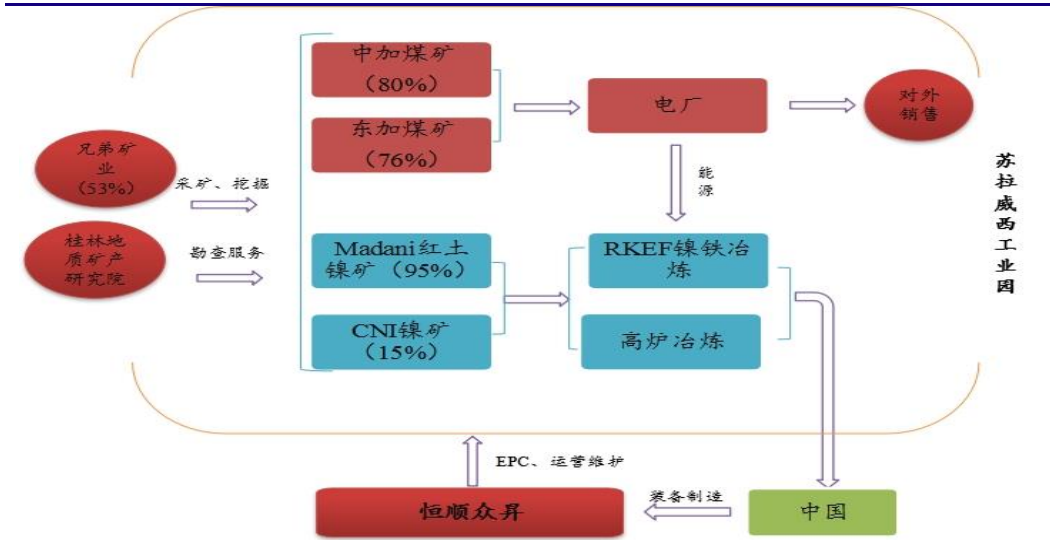
园区享受两国政府谈好的各方面的税收、用工等等优惠政策。恒顺众昇在印尼享受 9.8 亿美元进口免税额度，在中国享受出口退税，两边税收优惠加起来超过 30%。

图 10：兄弟矿业的股权结构



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 11：印尼苏拉威西工业园产业链闭环



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司印尼苏拉威西工业园项目已于 2014 年 2 月启动，2015 年 10 月 22 日，集团印尼苏拉威西工业园电厂奠基仪式在园区现场举行，中国驻印尼大使馆经济商务处公使衔参赞王立平及当地政府官员共同出席奠基仪式。2015 年 12 月 28 日，集团印尼苏拉威西工业园入园企业高炉项目一期工程顺利点火试车。这标志着集团为入园企业供货特种冶炼设备顺利通过安装，进一步验证了恒顺冶炼设备的成套设计供货能力；也标志着印尼苏拉威西工业园建设基本成型，为后期进一步招商打下了更坚实的基础，同时也为下一个园区的开发建设积累了宝贵经验。

通过印尼苏拉威西工业园，公司探索出了一套完整的工业园投资、开发、招商和运营的发展模式。2016 年 1 月 11 日上午，印尼副总统 Bpk. Jusuf Kalla 主持召开印尼投资促进会议。重申了印尼政府对外国投资者欢迎的态度，并表示将进一步加快文件审批，保护投资者利益。投资促进部部长 Bpk.Frangky Sibarani 向包括恒顺众昇集团在内的 5 家企业颁发印尼政府特别授予的“绿色通道”服务许可。

此“绿色通道”服务许可的授予，是印尼政府对恒顺众昇集团在印投资建设工业园项目的充分肯定。此后，恒顺众昇将在投资审批、海关进出口等多方面享有印尼政府的优先服务，同时还享受进口免检等优惠措施。

四、印尼为楷模，非洲重大突破

恒顺众昇工业园区发展模式是一种新型的产业发展方式，实现了把我国产能、技术、资本、管理等整体打包输送至海外，国外市场需求拉动国内市场，以全产业链走出去的方式推进国际产能合作。这种模式能把投资所在区域的产业结构进行整体规划，优化当地经济布局，促进当地经济发展和创造更多就业机会，深受当地政府和人民欢迎。

恒顺众昇工业园项目的实施是中国“一带一路”国家战略最好的实践之一，将开启互利共赢新局面，并能有效改善中国与相关各国的双边关系，成为国家战略布局的助推器。

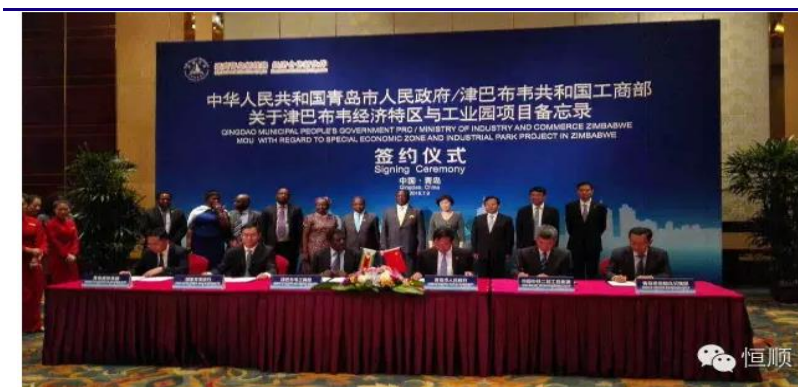
正因如此，恒顺众昇工业园项目倍受津巴布韦国家的青睐，副总统表示将积极推动津巴布韦恒顺众昇工业园建设项目，乃至规划建设经济特区，这将是恒顺众昇海外的第二个国家级工业园项目。

2015年7月9日津巴布韦副总统于考察恒顺众昇集团，并签订了《津巴布韦经济特区与工业园项目谅解备忘录》。青岛市恒顺众昇集团股份有限公司（以下简称“恒顺众昇”）、中国中铁二院工程集团有限责任公司（以下简称“中铁二院”）、青岛城市建设投资集团（以下简称“青岛城投”）、津巴布韦共和国工商部、中国国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）和青岛市人民政府，关于恒顺众昇、中铁二院、青岛城投拟在津巴布韦投资开发经济特区与工业园项目，得到国开行青岛分行、津巴布韦共和国工商部和青岛市人民政府的大力支持，就相关事宜达成共识。为加强合作和相互支持，上述各方在青岛共同签订《津巴布韦经济特区与工业园项目谅解备忘录》。

合作内容：合作范围包含津巴布韦万基（国家能源基地），布拉瓦约（工业基地），哈拉雷（首都）经济带经济特区和工业园的建立。

合作目的：通过中国政府与津巴布韦政府之间的战略合作以及双方就津巴布韦经济社会发展的促进策略，促成津巴布韦经济特区与工业园的规划、实施与发展，带动基础设施建设、矿业、制造业等领域合作。同时，服务中国同津巴布韦在基础设施建设、矿业、制造业及其他领域进行的合作，鼓励更多中国企业在津巴布韦投资。提高农业、工业、矿业和基础设施建设水平，加快津巴布韦经济和社会发展。

图 12：六方协议签订



数据来源：互联网，中国银河证券研究部

同青岛城投、中铁二院和国开行的合作加速“一带一路工业园”的推进，南非能源工业园、中国-老挝铁路沿线 500KV 输电线路及火力发电项目、泰国等一带一路项目合作有望已经或者即将达成意向合作协议。

EPC 项目将支撑公司业绩高增长。2014 年与印尼 ASI 签订两个高炉特种冶炼及余热电站成套合同 6580 万美元和 2806 万美元，合同于 2015 年执行完毕，2015 年上半年签订的高炉项目合同预计已经执行完毕。即印尼工业园已经执行完毕的合同约 6580+2806+3728+6346 万美元=1.9 亿美元。

表 8：2015 起签订重大公告项目超过 7 亿美元

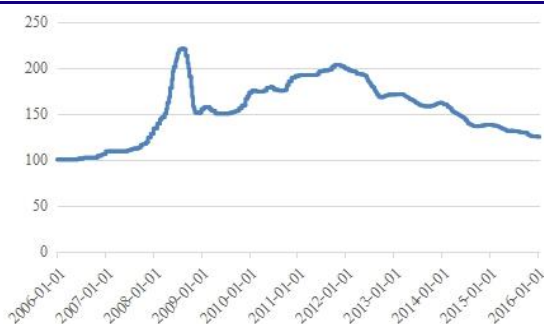
公告日期	合同	价格
2015 年 4 月	《高炉项目一期特种冶炼设备及余热电站设备成套合同》	3,728 万美元
2015 年 6 月	《高炉项目二期特种冶炼设备及余热电站设备成套合同》	6,346 万美元
2016 年 1 月 11 日	《RKEF 冶炼成套设备合同》	92814 万人民币
2016 年 2 月 16 日	《印尼苏拉威西 PSDI 2*65MW 燃煤电厂设备成套合同》	7611 万美元
2015 年 12 月	中国-老挝 500kv 高压输电线路和火力发电厂 2*260MW 燃煤（一期）、二期也是 2*260MW。	未定
2015 年 12 月	泰国等一带一路项目合作	
2015 年 12 月	南非宝巴项目谅解备忘录	40,000 万美元
2015 年 12 月	津巴巴布韦万基（国家能源基地），布拉瓦约（工业基地）	未定
2015 年 12 月	哈拉雷（首都）经济带经济特区和工业园的建立	
合计	72655 亿元，折合人民币 45 亿元。	69774 万美元

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

五、公司估值

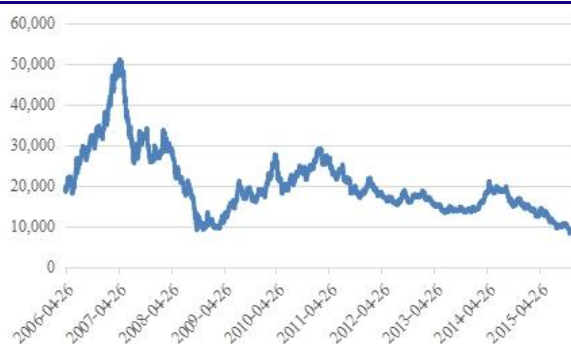
当前市场环境的公司估值：采用相对估值法，分拆公司业务两部分：（1）资源；（2）EPC，选取可比上市公司，给与一定估值溢价。且资源收购恰逢资源品价格低位，理应给与高估值。

图 13：煤炭价格低位



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

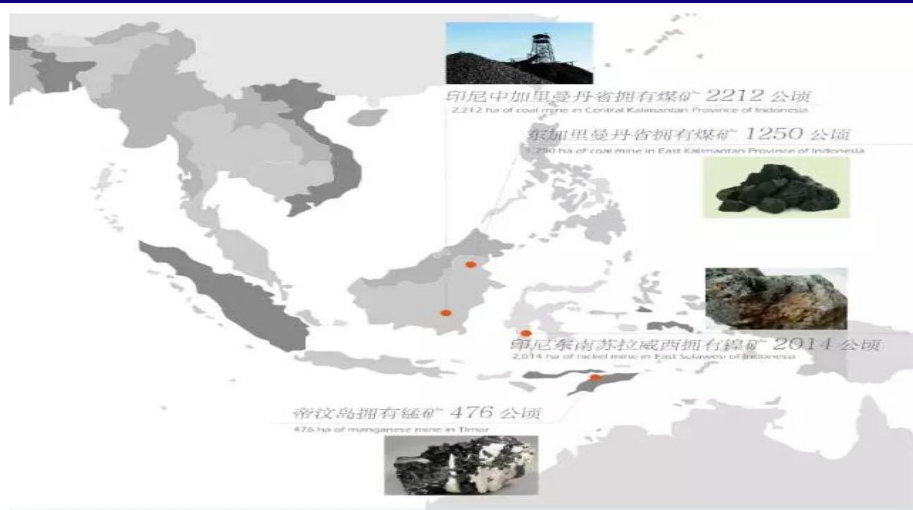
图 14：镍价格已大幅下跌



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

因资源尚未开采无法采用盈利或者现金流估值法。我们采用一级市场与二级市场差价方法。资源行业二级市场的差价约为一级市场的 2-3 倍左右。采用 2.5 倍一级市场的价格，给予资源品 2.5 倍市盈率，估值 28.65 亿元。

图 15：资源扩增潜力巨大



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 9：公司完成收购的资源合计 11.4 亿人民币

公告日期	资源	价格（万美元）
2015/12/1	宝巴 34% 的股权。 Makhado 项目原煤总储量约 7.9 亿吨，可开采的储量为 3.4 亿吨，采矿规模 1260 万吨原煤/年，其中约 230 万吨硬焦煤/年，320 万吨动力煤/年	10,360
2013/4/13	印尼镍矿公司 17% 股权。CNI 镍矿公司为印尼 LAPAOPAO 镍矿的所有者，也是采矿许可证（IUP）的持有者，标的矿区占地 6785 公顷。权益金属量大于 28.9 万吨	
2014/8/14	PT.MADANI SEJAHTERA（Madani 公司）95% 股权，Madani 是镍矿所有者，矿面积 2014 公顷。权益金属量>36.76 万吨。	800
2013 年	PT CISRESOURCES 公司 80% 股权，印尼中加煤矿。	5000
2013 年	全资子公司收购 CA.ALAMJAYA 公司 100% 股权。	150
2013 年	全资子公司收购 PT Integra Prima Coal 公司 76% 股权，印尼东加煤矿。	1600
合计	17910 美元，折合人民币 114624 万元。	

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

我们预计 2015-2017 年盈利 3.15、5.23 和 9.47 亿元。参考，市值相近的 20 家上市公司，2016 年市盈率中位数为 23 倍。

工程总承包行业取与公司市值相近的 10 家公司，2016 年市盈率均值，平均市盈率 24 倍。但行业增速中位数仅为 24%，远低于恒顺众晟的业绩增速 66%。且公司的业务模式独特，盈利的可持续性，且有工业园入园企业和资源的持续注入预期，给予 30% 溢价，31.2 倍市盈率。对应海外 EPC 业务的估值为 163 亿市值。

结合公司的资源和 EPC 业务给与公司 191 亿市值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 10：相近公司 2016 年市盈率中位数 18 倍

排名	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率			市净率
				TTM	15E	16E	
1	002051.SZ	中工国际	182	17	18	15	3
2	002542.SZ	中化岩土	158	84	61	43	9
3	600970.SH	中材国际	113	232	17	14	2
4	000065.SZ	北方国际	84	57	45	36	5
5	600477.SH	杭萧钢构	83	66	63	29	6
6	000928.SZ	中钢国际	83	17	17	14	3
7	600496.SH	精工钢构	70	24	22	18	2
	算术平均		111		35	24	
	中位值		84	57	22	18	

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 11：公司财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	465	1256	1389	2167	营业收入	670	1200	1850	3100
现金	112	450	300	214	营业成本	449	667	1038	1751
应收账款	258	543	774	1350	营业税金及附加	3	8	11	18
其它应收款	18	33	51	85	营业费用	10	47	70	105
预付账款	7	10	15	26	管理费用	39	88	70	63
存货	64	95	149	251	财务费用	24	20	28	15
其他	6	125	100	241	资产减值损失	10	4	5	6
非流动资产	972	1156	1428	1674	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	255	259	259	247	营业利润	135	367	628	1142
无形资产	357	471	584	697	营业外收入	3	12	15	10
其他	360	426	584	730	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1437	2412	2817	3841	利润总额	138	379	643	1152
流动负债	322	970	877	931	所得税	21	58	99	177
短期借款	73	571	381	74	净利润	117	321	545	975
应付账款	109	182	267	464	少数股东损益	8	5	22	28
其他	140	217	228	393	归属母公司净利润	110	315	522	947
非流动负债	307	268	273	284	EBITDA	195	428	704	1202
长期借款	29	29	29	29	EPS（摊薄）	0.15	0.42	0.70	1.26
其他	278	239	244	255	主要财务比率				
负债合计	629	1238	1149	1215	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	2	8	30	58	成长能力				
股本	749	749	749	749	营业收入增长率	296.6%	79.0%	54.2%	67.6%
资本公积	0	0	0	0	营业利润增长率	3430.8%	171.4%	71.2%	81.7%
留存收益	101	416	889	1819	归属于母公司净利润增长率	188.8%	187.9%	65.7%	81.3%
归属母公司股东权益	833	1166	1638	2568	获利能力				
负债和股东权益	1437	2411	2817	3841	毛利率	33.0%	44.4%	43.9%	43.5%
现金流量表					净利率	17.5%	26.7%	29.4%	31.4%
单位:百万元					ROE	14.6%	31.8%	36.8%	44.1%
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	ROIC	11.2%	18.3%	26.5%	35.7%
经营活动现金流	111	152	387	531	偿债能力				
净利润	117	315	522	947	资产负债率	43.8%	51.3%	40.8%	31.6%
折旧摊销	52	29	32	36	净负债比率	27.68%	52.03%	40.76%	12.66%
财务费用	24	20	28	15	流动比率	1.45	1.29	1.59	2.33
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.25	1.20	1.42	2.06
营运资金变动	-75	-277	-200	-496					

其它	-8	65	5	29	营运能力				
投资活动现金流	-316	-274	-287	-270	总资产周转率	0.51	0.62	0.71	0.93
资本支出	-253	-166	-165	-154	应收账款周转率	3.88	3.00	2.81	2.92
长期投资	63	0	0	0	应付账款周转率	6.36	4.59	4.62	4.79
其他	-126	-109	-122	-116	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	49	461	-250	-347	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.42	0.70	1.26
短期借款	-2	498	-190	-308	每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.20	0.52	0.71
长期借款	-61	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.11	1.56	2.19	3.43
普通股本增加	465	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	-294	0	0	0	P/E	150.40	52.25	31.53	17.40
其他	-59	-37	-60	-39	P/B	19.77	14.13	10.06	6.41
现金净增加额	-157	338	-150	-86	EV/EBITDA	34.02	39.06	23.74	13.74

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

插图目录

图 1：引入战略投资者青岛城投	4
图 2：实际控制人和高管半年内不减持	6
图 3：海外投资五要素	7
图 4：各种盈利模式互补	8
图 5：过剩产能整合者	9
图 6：基础设施建设可能的现金流向	9
图 7：通过上市公司实现投资退出	9
图 8：中国印尼的进出口总额大幅增长	11
图 9：中国对印尼直接投资流量	11
图 10：兄弟矿业的股权结构	13
图 11：印尼苏拉威西工业园产业链闭环	14
图 12：六方协议签订	15
图 13：煤炭价格低位	17
图 14：镍价格已大幅下跌	17
图 15：资源扩增潜力巨大	17

表格目录

表 1: 关键收入假设	1
表 2: 公司六大业务板块形成走出去的基础	3
表 3: 公司收入结构由电力转为机械成套装备	3
表 4: 青岛城投集团具备强大的投融资实力	5
表 5: 多次大力度高管增持和员工持股	6
表 6: 多次股权激励, 推进公司转型	6
表 7: 印尼铜、镍储量世界前列 (千吨)	12
表 8: 2015 起签订重大公告项目超过 7 亿美元	16
表 9: 公司完成收购的资源合计 11.4 亿人民币	18
表 10: 相近公司 2016 年市盈率中位数 18 倍	19
表 11: 公司财务预测	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘文平,有色金属行业证券分析师。本人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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hettingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359liusiyao@chinastock.com.cn