

内外兼修，海外工业园模式日趋成熟 ——2015 年报点评

核心观点：

1. 事件

2015 年公司实现营业收入 116,326.62 万元，增长 73.51%，实现归母净利润 33,864.88 万元，增长 209.18%。扣非归母 298,901,535 元，同比增长 180%。公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

2. 我们的分析与判断

(一) 海外工业园建设带动成套设备出口业务大增

收入和利润大幅增长的主要原因是公司机械成套装备业务的订单较去年同期大幅增加。机械成套装备收入 1,088,071,684 元，收入占比 93%，同比增长 284%，毛利率 48%。从地区上来看，公司的海外收入 1,102,123,616 元，收入占比 95%。

销售费用 2849 万元同比增长 191.27%；管理费用 10640 万元，同比 173%，其中股权激励费用 2648 万元，增长 1874 万元，研发投入 4,357 万元，增长 3204 万元。

(二) 海外工业园业务模式日趋成熟

印尼工业园筹划并建设以来，至今已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。即以电力建设为核心，以并购当地矿产资源为切入点，在当地投资建立工业园，从事工业园区基础设施建设，打造五通一平的工业园平台，招商相关企业入园，并提供工商、税务、物流、生活等后勤保障；对矿产资源进行深加工，提高产品附加值，形成了工业园上下游互惠互赢的工业生态。目前在建的印尼苏拉威西镍铁冶炼工业园项目，入园企业高炉一期工程已于 2015 年 12 月 28 日已经点火试车，2016 年将正式投产。

公司将在海外工业园区建设基础上，适时打造工业城，并对园区和当地城市的自来水、天然气、公路、港口、码头、渔业等进行开发与运营。

公司将适时成立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的开发领域的投资。

(三) 多方优势互补，共同出海

青岛城投从二级市场买入公司股票，目前持股达到 14.18%，成为公司第二大股东。青岛城投作为青岛大国企，和恒顺众昇在融资、城市开发建设方面，形成互补效应。另外和国开行、中铁二院、青岛政府等机构签订合作协议，抱团出海。印尼工业的示范效应为公司的海外业务开拓更为顺利。

恒顺众昇(300208.SZ)

推荐 维持评级

分析师

刘文平

(: 0755-83024323

*: liuwenping_yj@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130514110003

特此鸣谢

华立 021-20252650

(huli@chinastock.com.cn)

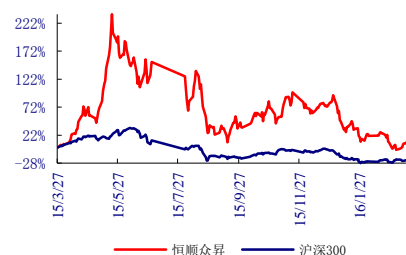
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-03-21

A 股收盘价(元)	14.85
A 股一年内最高价(元)	110.85
A 股一年内最低价(元)	11.40
上证指数	3018.80
市盈率	103.92
总股本(万股)	76652.50
实际流通 A 股(万股)	60039.05
限售的流通 A 股(万股)	16613.45
流通 A 股市值(亿元)	89.16

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

(四) 内部治理机构持续优化

对组织架构进行了进一步的调整,优化了公司各部门的职能,使公司的管理模式能够更好地推动公司商业模式的发展。公司由传统的全过程制造生产组织模式转向了平台化轻资产现代制造业模式。对于资源国来讲,公司为投资者和投资平台,对国内的制造商,来讲公司为系统优化和集成商。其生产组织变更为“决策中心+经营指挥中心+业务执行中心”的生产组织形式,决策中心:由业界顶级水平的专业机构组成,它们在调研的基础上,为公司提供专业性的决策意见。经营指挥中心:由公司董事会、总裁会及各事业部组成,利用决策中心相关专家的意见做好工作的决策。业务执行中心:以公司人员监造和管控,外部协作加工为主的模式,按照“经营指挥中心”的部署,进行生产和加工。大量的非核心产品的加工生产,主要委托给业内的专业企业。通过生产组织方式的转型,提高了产品的质量,节约了大量的人力成本,使公司的人才结构不断优化。

2015 年员工持股计划,核心高管和员工,大量增持公司股票,促进公司员工利益一致化。

3. 投资建议

预计公司 2016-2017 年归母净利润分别 5.23 和 9.47 亿元,增速 54%和 81%。考虑到公司在南非、津巴布韦、泰国、老挝的业务拓展情况,预计在 2017 年之后公司业绩仍能维持高速增长。公司在价格低位时收购大量矿产资源,且有巨大增储空间,包括印尼镍矿、煤矿、锰矿,南非的煤矿;根据公司的业务模式判断,海外优质资源持续注入上市公司将成为常态,维持公司推荐评级。

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	670	1,200	1,850	3,100
同比(%)	297%	79%	54%	68%
归属母净利润	110	3.38	522	947
同比(%)	188.75%	187.86%	65.69%	81.26%
毛利率(%)	33.02%	45.12%	43.90%	43.52%
ROE(%)	14.59%	29.39%	36.77%	44.10%
每股收益(元)	0.15	0.46	0.70	1.26
P/E	104	34	22	12
P/B	39	10	7	5

4. 风险提示

公司股票存在被暂停上市的风险、汇率变动的风险、海外投资政治环境的风险。

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，研究员行业证券分析师。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。

覆盖股票范围：

恒顺众昇、西藏珠峰、东睦股份、金贵银业、红宇新材、中色股份、紫金矿业、新疆众和、中金岭南、驰宏锌锗、江西铜业、中钨高新、章源钨业、厦门钨业等。

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

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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