



2018 年 03 月 14 日

增持(首次评级)

当前价: 18.14 元

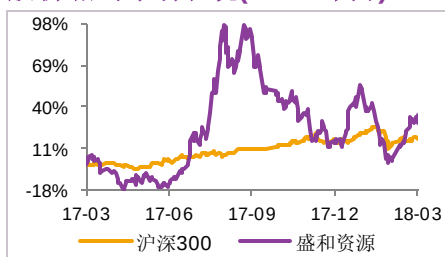
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 高通

电话: 010-66235705
邮箱: gaotong@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1371	7541	8337	9112
(+/-)	25%	450%	11%	9%
归母净利润	-33	343	458	552
(+/-)	-	-	33%	21%
EPS(元)	-0.03	0.25	0.34	0.41
P/E	-	71.41	53.50	44.39

资料来源: 联讯证券研究院

盛和资源(600392.SH)

【联讯有色公司研究】盛和资源：打造全产业链龙头，未来有望受益稀土价格上涨

投资要点

✧ 立足四川，外延并购，打造稀土全产业链龙头

公司是四川省内稀土开采及冶炼的龙头，公司现有处理稀土精矿 8000 吨能力，其中包括 4000 吨氯化稀土全分离生产线和年处理 2000 吨氟碳铈矿示范线机配套设施，稀土冶炼分离居四川省前列。2017 年外延并购后，公司收购科百瑞、文盛新材、晨光稀土，新增了锆英砂和钛精矿及金红石产能，强化了稀土氧化物及稀土金属产能，2017 年三家公司承诺利润 2.98 亿元，公司是国内稀土全产业链龙头企业。

✧ 持续布局，整合上下游降低成本

公司 2017 年 9 月之前托管四川汉鑫矿业，收购冕里稀土 36% 股权，收购微山钢研稀土部分股权，以及海外收购格陵兰 12.5% 股权，从上游实现原材料的有效供给。在中游方面，公司 2017 年并表晨光稀土、文盛新材、科百瑞，公司完善了中重稀土的开采冶炼以及锆英砂、钛矿石领域的业务。公司下游积极布局催化剂及分子筛，毛利率有望提高。

✧ 2017 年下半年稀土价格震荡下行，2018 年价格反弹可期

2017 年年中受益于稀土打黑，稀土价格迎来一波较大上涨，氧化镨钕价格从 30 万元/吨上涨至 52 万元/吨左右，后续由于打黑持续性不及预期，稀土价格震荡走低，目前氧化镨钕价格维持在 36 万元/吨左右。当前稀土价格经过三个月的盘整，处于低位，2018 年一二季度稀土价格反弹可期。

✧ 新一轮打黑预期增强，价格上涨提振业绩

2018 年供给侧改革有望继续推进，一季度稀土打黑与收储政策将陆续公布，打黑将进入常态化、趋严化，叠加环保政策要求提高，未来稀土价格有望迎来新一波上涨，公司作为稀土全产业链公司，受益稀土价格反弹业绩弹性较大，价格上涨将提振公司业绩。

✧ 盈利预测与估值

我们预计盛和资源 2017-2019 年营收分别为 75.41 亿元、83.37 亿元、91.12 亿元。对应归母净利润为 3.43 亿元、4.58 亿元、5.52 亿元，每股收益 0.25 元、0.34 元、0.41 元。当前价格 18.14 元，对应 2017-2019 年 PE 为 71、54、44 倍。给予增持评级。

✧ 风险提示

环保限产及国储招标不及预期；稀土打黑不及预期，供给端去产能不彻底；锆英砂价格下行



投资案件

盈利预测与估值

我们预计盛和资源 2017-2019 年营收分别为 75.41 亿元、83.37 亿元、91.12 亿元。对应归母净利润为 3.43 亿元、4.58 亿元、5.52 亿元，每股收益 0.25 元、0.34 元、0.41 元。当前价格 18.14 元，对应 2017-2019 年 PE 为 71、54、44 倍。给予增持评级。

关键假设点

晨光稀土、文盛新材、科百瑞承诺利润全部完成，稀土打黑政策落地，稀土价格较 2017 年均价涨价 10%以上。

有别于大众的认识

市场认为打黑每年都有预期，但贯彻不彻底，我们认为当前时间点上游产品中稀土供给侧改革预期较大，稀土是国家战略资源，市场无序竞争已久，随着供给侧改革的深入，近一两年稀土打黑深入贯彻的概率较大，行业格局将进一步清晰，将对稀土价格有明显支撑。

股价表现催化剂

1、2018 年上半年稀土打黑政策出台，稀土从源头到流通环节的监管更加严格，黑稀土得到有效控制。

2、稀土期货有望上市，稀土流通性增强，六大集团议价能力增强，稀土流通产业链缩短，加快稀土产业链的去库存。

核心假设风险

环保限产及国储招标不及预期；稀土打黑不及预期，供给端去产能不彻底；锆英砂价格下行



目 录

一、稀土全产业链龙头，布局多种金属分散风险.....	4
（一）公司股权结构.....	4
（二）公司是稀土全产业链公司	4
（三）公司财务情况.....	5
二、对外收购，确立稀土龙头.....	6
（一）对外收购公司完善稀有金属领域的布局	6
（二）上下游布局提高公司核心竞争力.....	8
三、行业有望迎来复苏，政策预期加强.....	8
（一）供给端形成垄断，六大集团议价能力增强.....	8
（二）稀土打黑预期增强，叠加环保监察，过剩产能有望被有效控制	8
（三）下游需求稳定增长.....	9
四、盈利预测与估值.....	10
五、风险提示	11

图表目录

图表 1： 公司股权结构	4
图表 2： 公司主营产品	5
图表 3： 公司营业收入与净利润	5
图表 4： 公司毛利率与净利率.....	5
图表 5： 公司产品历年销量	5
图表 6： 公司完善产业链布局.....	6
图表 7： 文盛新材募投项目	7
图表 8： 三家公司承诺利润（亿元）	7
图表 9： 矿产品总量控制表（吨）	8
图表 10： 冶炼分离产品控制计划表（吨）	8
图表 11： 稀土及其制品出口金额（万美元）	9
图表 12： 稀土及其制品出口数量（吨）	9
图表 13： 氧化镨钕价格走势（万元/吨）	10
图表 14： 氧化镝价格走势（万元/吨）	10
图表 15： 主要产品价格及销量预测.....	10
图表 16： 同类公司估值对比表（对比公司估值为 wind 一致预测）	11
图表 17： 盛和资源 PE Band.....	12
图表 18： 盛和资源 PB Band.....	12
附录： 公司财务预测表（百万元）	13

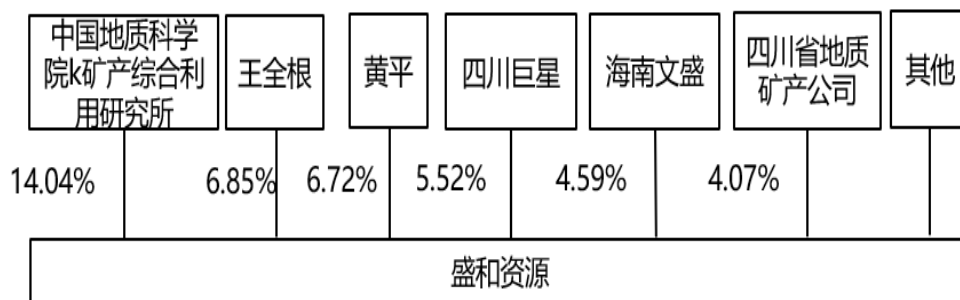


一、稀土全产业链龙头，布局多种金属分散风险

（一）公司股权结构

公司 2012 年完成借壳上市，实际控制人为财政部，第二大股东为王全根，是地质科学院综合利用研究所工程师，2017 年完成重大资产重组后，公司引入更多民营股东，体制更加灵活。

图表1： 公司股权结构



资料来源：公司公告、联讯证券

（二）公司是稀土全产业链公司

公司拥有稀土矿采选、冶炼分离、稀土冶炼加工产业链。主营业务为稀土矿山开采、稀土产品生产及销售等，主要产品包括稀土氧化物、稀有稀土金属、稀土高效催化剂及分子筛三大类产品。

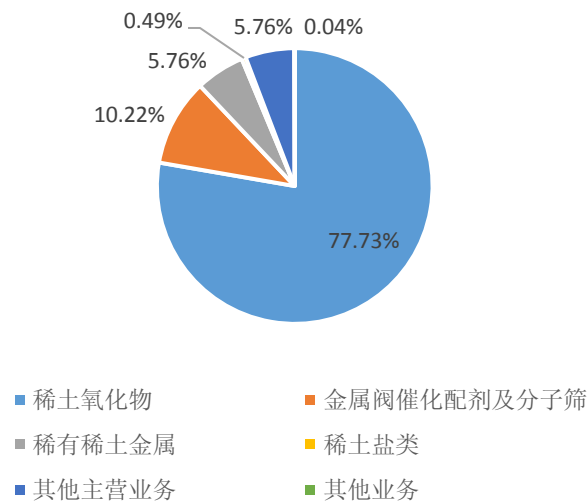
2017 年，公司完成了重大资产重组。收购晨光稀土 100.00%股权，科百瑞 71.43%股权，文盛新材 100.00%股权后，新增晨光稀土金属冶炼、稀土金属合金、废料回收，文盛新材主要产品为锆英砂、钛精矿、金红石等，主要副产品为独居石、蓝晶石等。

公司目前的产能配额主要是受国家配额影响。国家对稀土冶炼分离实行严格的审批制度，稀土冶炼企业的准入门槛很高。公司是四川省内稀土冶炼分离企业的龙头，公司现有处理稀土精矿 8000 吨能力，其中包括 4000 吨氯化稀土全分离生产线和年处理 2000 吨氟碳铈矿示范线机配套设施，稀土冶炼分离居四川省前列。其中，晨光稀土目前拥有年处理 3,000 吨稀土氧化物、年处理 8,000 吨稀土金属、年处理 5,000 吨钕铁硼废料+1,000 吨荧光粉废料生产能力。根据《稀土信息》公布的中国稀土行业协会的 2014 年稀土行业运行数据，按销售收入排名，晨光稀土位列 2014 年全国稀土行业第五名。文盛新材主营业务为锆钛选矿及加工，具备年产 75 万吨锆英砂、钛精矿、和金红石的产能，系全国规模领先的锆英砂供应商。

盛和稀土在四川地区有采购优势，形成了行之有效的原材料采购、储备体系。采购体系保障了公司稳定、优质的稀土资源供应，公司 2017 年 9 月前负责托管经营管理四川汉鑫矿业，使得盛和资源进入稀土矿山开采业，进一步保障了高品位、供应稳定的稀土精矿等原材料。公司四川氟碳铈型稀土完整、独特的冶炼分离生产工艺和周边区域完善的产业配套体，为生产经营的综合成本控制提供优良条件，公司具备成本优势。



图表2： 公司主营产品

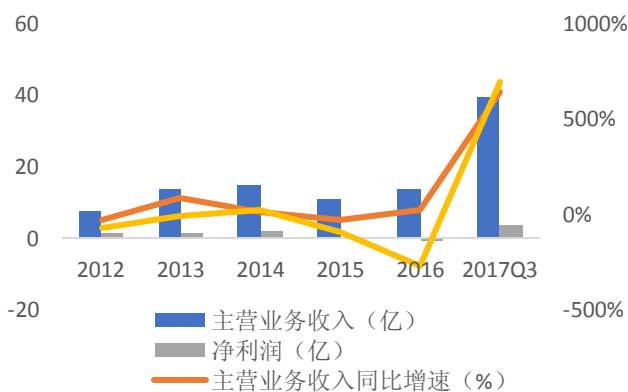


资料来源：公司公告、联讯证券

(三) 公司财务情况

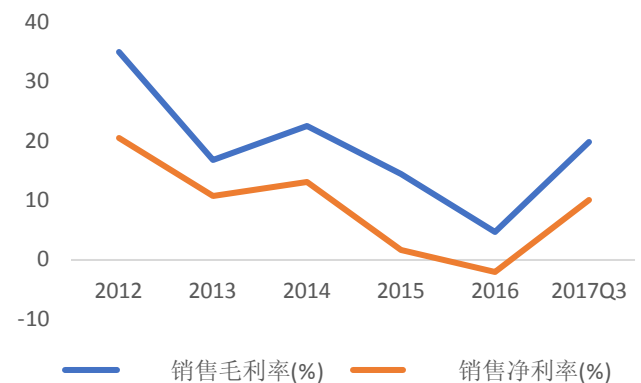
公司营业收入与稀土价格相关度更大，从出产稀土量上看，下游需求为稳定增长，主要的弹性在于价格的波动，从 2012 年至今，公司营业收入稳定增长，2016 年公司实现营业收入 13.71 亿，净利润亏损 3300 万元，2015 年公司实现营业收入 10.98 亿，净利润盈利 1900 万元，稀土价格的长期低迷影响了公司利润的增长。

图表3： 公司营业收入与净利润



资料来源：联讯证券、wind

图表4： 公司毛利率与净利率



资料来源：联讯证券、wind

图表5： 公司产品历年销量

销售量	2013	2014	2015	2016
稀土氧化物 (吨)	6312.73	8973.82	7345.46	8778.82
稀土盐类 (吨)	2956.04	-	3053.62	3311.64
稀有稀土金属 (吨)	2374.00	624.42	188.00	311.00
催化剂及分子筛	3641.20	5217.42	6966.99	8410.36

资料来源：联讯证券、公司公告

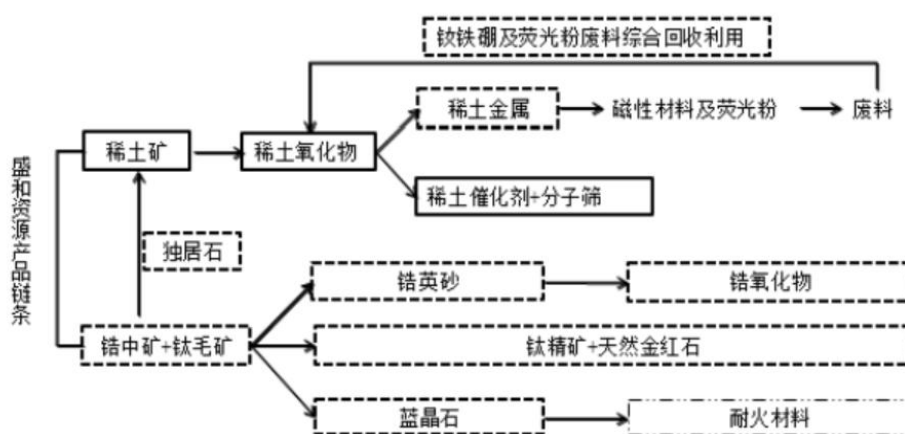


二、对外收购，确立稀土龙头

（一）对外收购公司完善稀有金属领域的布局

2017 年公司完成对外收购，晨光稀土 100%股权、科百瑞 71.43%股权、文盛新材 100%股权，公司原有稀土分离产能 5,500 吨/年，本次交易完成后，公司将具备稀土氧化物分离产能 8,500 吨/年、稀土金属冶炼产能 11,000 吨/年、年处理 5,000 吨钕铁硼废料和 1,000 吨荧光粉废料的能力。冶炼分离产出的稀土氧化物既可直接对外出售，也可继续冶炼加工成稀土金属出售。稀土废料回收及综合利用业务以稀土下游磁性材料生产加工后的废料为原材料，提取稀土氧化物，既增加稀土原料来源和供应渠道，又扩大了产品稀土氧化物的业务规模。本次交易完成后，盛和资源未来稀土各产业链各环节相互联系，可产生良好的协同效应，提高公司综合竞争力和抗风险能力。

图表6: 公司完善产业链布局



注：实线表示上市公司现有业务，虚线表示交易完成后新增业务。

资料来源：公司公告、联讯证券

文盛新材是全国领先的海滨砂锆矿选矿及深加工企业。文盛新材拥有国内领先的伴生矿提取和生产能力，除供应锆英砂外，还供应钛精矿、金红石、蓝晶石等其他产品，这些产品在国民经济中具有广泛的应用前景和经济价值。文盛新材具备合计年产 75 万吨锆英砂、钛精矿和金红石的能力。收购完成后，文盛新材产品的多样性和所具备的发展潜力能为上市公司未来向其他稀有金属行业扩展产品线和拓展业务范围提供可能。文盛新材除生产主产品外，还伴生一定数量的独居石副产品。独居石是一种重要的稀土矿产品，因其成份合理，有用和高价成份含量较高而受到市场欢迎。上市公司通过收购文盛新材，布局锆等其他有色金属品种，可拓宽公司主营业务范围，增加公司产品种类，优化业务结构，减少单一稀有金属行业周期性波动对上市公司经营的影响，分散和降低经营风险，为盛和资源增加新的盈利增长点。

同时文盛新材为了利用尾矿材料，进行了 2 万吨保温陶瓷纤维材料和 5 万吨莫来石的配套募项目，两项目的实施，有望进一步延长产业链，提高公司的经济效益，有利于充分利用选矿废料，节约土地资源。



图表7： 文盛新材募投项目

项目名称	投资总额（万元）	项目内容
年产 2 万吨保温陶瓷纤维项目	20000	用文盛新材选矿过程中产生的蓝晶石尾矿生产节能环保陶瓷纤维，产品主要应用于保温材料。该项目旨在充分利用文盛新材目前选矿工序所产生的废料，实现废料资源化，从而提高经济效益，具有较高的环境价值和经济价值。
年产 5 万吨莫来石项目	20178	拟利用文盛新材选矿过程中产生的蓝晶石尾矿生产不定型烧结莫来石，旨在充分利用文盛新材目前选矿工序所产生的废料，实现废料资源化，从而提高经济效益，具有较高的环境价值和经济价值。

资料来源：联讯证券、公司公告

晨光稀土目前拥有年处理 3,000 吨稀土氧化物、年处理 8,000 吨稀土金属、年处理 5,000 吨钕铁硼废料+1,000 吨荧光粉废料生产能力。晨光稀土位于我国中重稀土集中分布地江西省赣州市，该地区中重稀土储量占全国储量的比重超过 40%，是全国最大的中重稀土分布区域。晨光稀土背靠资源主产区，原材料供应充足，从而有利于保障原材料的及时供应和生产经营的顺利进行。该区域作为中重稀土优势产区，形成了较为完善的稀土产业链，以及稀土相关配套产业，经营环境较为成熟。收购晨光稀土对于公司原材料供应有积极影响。

科百瑞主营业务和盛和资源类似，主营稀土冶炼加工。科百瑞有 3000 吨稀土金属生产线产能，未来随着技改完成，产量有望进一步提升。

公司完成并购重组，使得公司矿产和冶炼能力都上了一个台阶。公司通过并购使得公司产能获得了大幅度提升，公司加入中铝系，从稀土配额上看，公司有 6000 吨开采、6000 吨冶炼配额，在每年国家公布的 10.5 万吨配额中，公司所占比例较高，弹性较大。

签订业绩补偿协议，明确指导明后年利润。收购晨光稀土后，晨光稀土承诺 2016-2018 年扣非净利润不低于 9900 万元、12700 万元、15600 万元。晨光稀土股东黄平承诺，若扣非利润不大承诺值，通过股份补偿和现金补偿的方式向上市公司支付的利润补偿及资产减资补偿。科百瑞承诺 2016-2018 年扣非净利润为 2230 万元、3380 万元、3610 万元，公司股东王晓晖承诺，若扣非净利润不及承诺值，将通过股份补偿和现金补偿的方式向上市公司支付的利润补偿及资产减资补偿。文盛新材承诺 2016-2018 年扣非净利润为 10900 万元、13700 万元、16900 万元，文盛投资、文武贝投资承诺，若扣非净利润不及承诺值，将通过股份补偿和现金补偿的方式向上市公司支付的利润补偿及资产减资补偿。

收购公司的业绩补偿对公司近两年盈利有了较好的指导，公司在低位收购公司，净利润有较大可能实现，给予了公司利润的确定性。

图表8： 三家公司承诺利润（亿元）

公司	2016	2017	2018
晨光稀土	0.99	1.27	1.56
科百瑞	0.22	0.34	0.36
文盛新材	1.09	1.37	1.69
合计	2.30	2.98	3.61



资料来源：联讯证券、公司公告

（二）上下游布局提高公司核心竞争力

上游收购海内外矿山，保障优质资源供应。公司于 2015 年收购山东微山钢研稀土公司 4.3%的股权，冕里稀土公司 42.35%的股权，2016 年收购格陵兰公司 12.5%股权，2017 年 9 月前负责托管四川汉鑫矿业。其中汉鑫矿业托管已到期，未来有望继续签订协议。冕里稀土采矿许可证许可的采矿规模达 2.5 万吨/年。2016 年认购格陵兰公司 12.5%的股权，格陵兰公司已探明有千万吨稀土矿石以及八氧化三铈，资源储量巨大，是公司全球产业链布局的重要一环。上游矿产资源的收购，对于公司原材料的供应提供了保障。

中游方面，公司通过收购晨光稀土、文盛新材、科百瑞，完善了公司产业链链条，增强了公司产能。并且通过收购，公司切入锆英砂、金红石、钛精矿领域，使得公司产品线更加丰富，增加了公司抵御风险的能力。

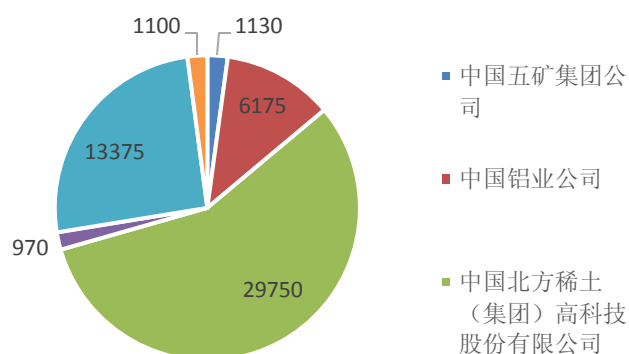
下游方面，公司下游催化剂及分子筛销量逐渐增加，2013 年销售 3641 吨、2014 年销售 5217 吨、2015 年销售 6966 吨、2016 年销售 8410 吨，销量逐年增加，未来毛利率有望继续提升。另一方面，公司拟与中核金原铀业有限公司和湖南省稀土产业集团共同设立湖南中核新材料有限公司，合资公司主营业务将集中在铀资源综合利用的，有利于进一步完善公司的下游应用。

三、行业有望迎来复苏，政策预期加强

（一）供给端形成垄断，六大集团议价能力增强

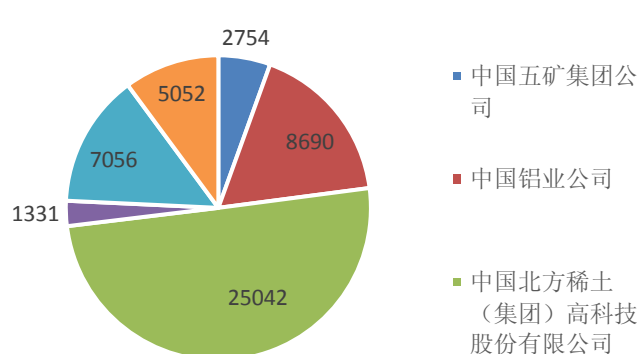
公司通过加入中铝系完成份额，目前公司配额 12000 吨，其中包括 6000 吨冶炼，6000 吨开采。且公司是四川地区龙头，整合了四川省内资源后，公司成本效应明显，六大集团目前掌控国家稀土配额的 100%，行业格局清晰，公司目前配额的获取有望使得公司在行业复苏后，利润弹性更大。

图表9：矿产品总量控制表（吨）



资料来源：联讯证券、wind

图表10：冶炼分离产品控制计划表（吨）



资料来源：联讯证券、wind

（二）稀土打黑预期增强，叠加环保监察，过剩产能有望被有效控制

每年稀土的打黑对于行业整合有显著效应，从供给端看，稀土是没有经历严重去产能的情况，历年稀土打黑期间稀土价格都有较好表现，但是由于黑稀土分布广，特别在



南方重稀土产区，私挖盗采成本低，对份额配给的公司形成了较大的产量压力，未来随着环保监察的严格，不符合排放标准的企业将被关停，以及稀土专用发票等项目地开展，黑稀土对于稀土市场的冲击将逐渐表小，进而改变供需结构，稀土产业的毛利率有望维持在较为稳定的水平。

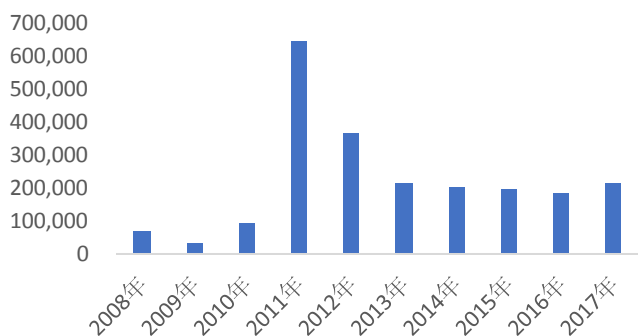
从近期政策层面看，为进一步做好稀土行业秩序整顿工作，建立规范有序的市场秩序，2017年12月19日，原材料工业司（稀土办）组织召开稀有金属部际协调机制联络员会议，重点研究推进秩序整顿工作的措施建议。会议通报了今年以来整顿工作进展、违法违规企业查处、行业运行、稀有金属立法等情况，分析了前期工作中发现的突出问题和典型案例，讨论了拟于近期组织召开的稀土行业秩序整顿工作会议方案。与会部门表示将进一步发挥部门合力，共同推进行业秩序整顿工作，研究解决发现的突出问题，加大联合惩戒力度，推动《稀有金属管理条例》尽快出台，保持对稀土违法违规行为的高压态势，确保整顿取得实效。通过联络会议的召开，后续稀土政策的持续出台将有较大预期。

稀土收储从国家层面进一步缓解供给过剩。历年国家稀土收储 3-4 次，收储对于平滑价格，减少市场库存有有效作用，未来稀土收储将是去产能的有效补充，有利于进一步规范市场。

（三）下游需求稳定增长

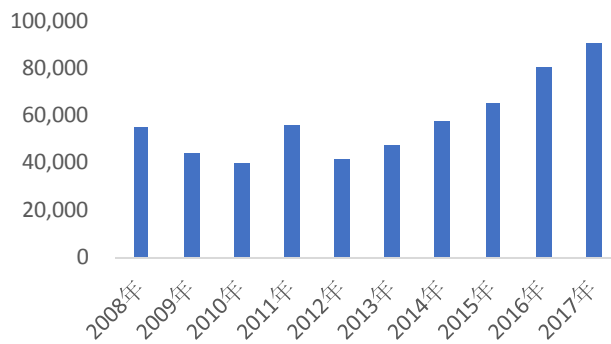
稀土产业链下游需求主要包括稀土永磁材料、稀土发光材料、稀土催化剂、稀土储能材料等，下游广泛覆盖电机电控、电子元器件、精密仪器、冶炼添加剂等多个行业，中国是主要的稀土出口国，且国内出口数量持续增长，下游需求稳定提高。

图表11： 稀土及其制品出口金额（万美元）



资料来源：联讯证券、wind

图表12： 稀土及其制品出口数量（吨）

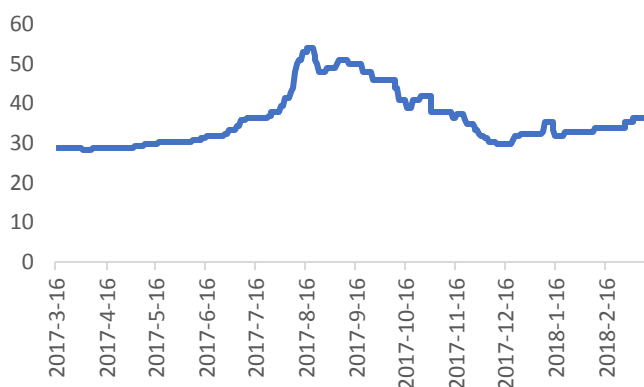


资料来源：联讯证券、wind

稀土价格目前处于低位，未来价格有望反弹。稀土价格自 2017 年年中的打黑以来，持续震荡回落，当前价格已呈现企稳态势，每年的年初是稀土政策制定期，打黑与收储预期的加强使得稀土价格有望持续反弹。

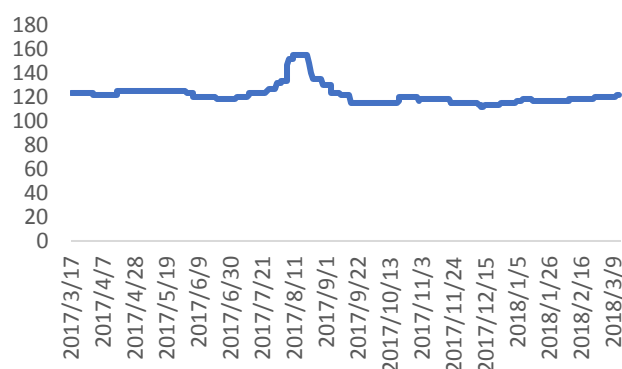


图表13: 氧化镨钕价格走势(万元/吨)



资料来源: 联讯证券、百川资讯

图表14: 氧化镓价格走势(万元/吨)



资料来源: 联讯证券、百川资讯

四、盈利预测与估值

分别对各子公司的产品单价进行预测, 叠加打黑收储等因素, 我们预计稀土产品及锆英砂产品年化均价均有上升, 我们预计盛和资源 2017-2019 年营收分别为 75.41 亿元、83.37 亿元、91.12 亿元。对应归母净利润为 3.43 亿元、4.58 亿元、5.52 亿元, 对应每股收益 0.25 元、0.34 元、0.41 元。当前价格 18.14 元, 对应 2017-2019 年 PE 为 71、54、44 倍。给予增持评级。

图表15: 主要产品价格及销量预测

主要产品价格及销量预测							
晨光稀土			2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
稀土金属	产能(吨)		3500	3500	8000	8000	8000
	销量(吨)		3589	3953	5000	6050	7418
	售价(万元/吨)		36	32	32	34	36
稀土氧化物	产能(吨)		4500	4500	4500	4500	4500
	销量(吨)		1807	1979	2659	2677	2702
	售价(万元/吨)		25	20	18	19	22
科百瑞							
镨钕金属(吨)	销量(吨)		369	853	1235	1774	1898
	售价(万元/吨)		36	32	32	34	36
受托加工	销量(吨)		285	154	665	956	1022
	售价(万元/吨)		1	1	1	1	1
文盛新材							
锆英砂	销量(万吨)		19.75	15.42	12.37	14.84	17.07
	售价(元/吨)		5756	5623	5755	5850	5900
钛精矿	销量(万吨)		24.74	14.09	14	15	17.25
	售价(元/吨)		964	988	990	1050	1100
金红石	销量(万吨)		2.36	5.54	4.26	5.12	5.88
	单价(元/吨)		3879	2874	4000	4100	4150
其他	销量(万吨)		0.96	2.08	2.6	3.12	3.66
	单价(元/吨)		6014	6717	8600	8700	8900



资料来源：联讯证券

对比同行业稀土公司来看，稀土行业公司弹性较大，呈现典型周期性特点。

图表16： 同类公司估值对比表（对比公司估值为 wind 一致预测）

公司	3.14 日股价	PE2016A	PE2017E	PE2018E	PE2019E
北方稀土	13.80	761.55	75.08	41.18	28.20
厦门钨业	26.13	-53.74	-	25.57	19.43
盛和资源	18.14	-178.07	71.41	53.50	44.39

资料来源：wind、联讯证券

五、风险提示

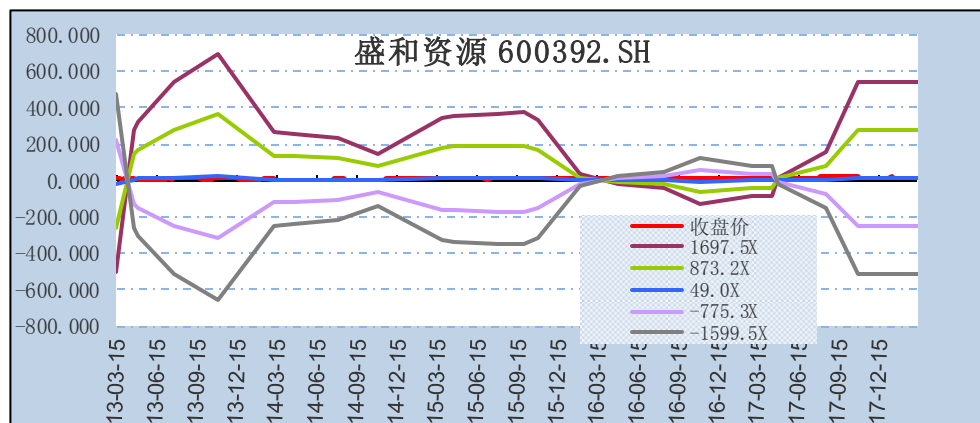
环保限产及国储招标不及预期。

稀土打黑不及预期，供给端去产能不彻底。

锆英砂价格下行。

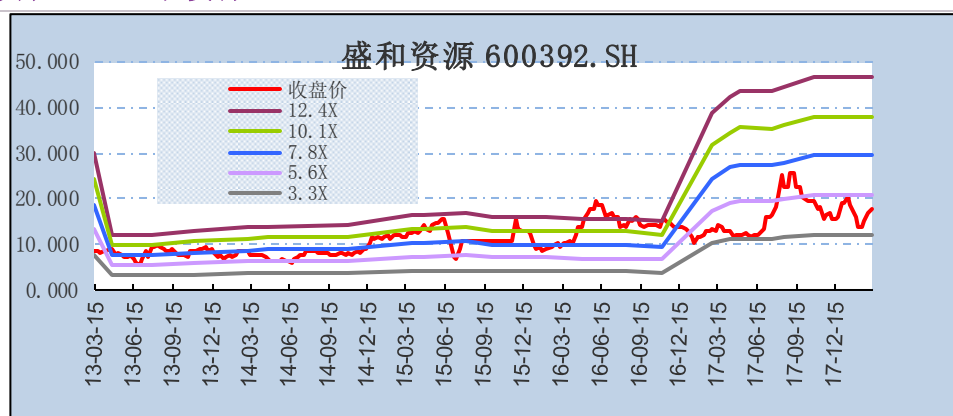


图表17: 盛和资源 PE Band



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表18: 盛和资源 PB Band



资料来源: 公司公告、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,853	7,207	8,009	9,006	经营活动现金流	-107	-480	-552	-634
现金	256	492	822	1,324	净利润	-31	345	460	554
应收账款	166	1,142	1,334	1,453	折旧摊销	32	38	44	51
其它应收款	113	98	103	121	财务费用	38	110	89	96
预付账款	168	1,324	1,390	1,529	投资损失	-6	4	5	5
存货	773	3,745	3,913	4,065	营运资金变动	-99	4,133	530	655
其他	376	406	446	513	其它	-40	-5,111	-1,679	-1,994
非流动资产	665	1,249	1,499	1,724	投资活动现金流	-159	-380	-285	-192
长期投资	166	166	166	166	资本支出	-41	-76	-91	-98
固定资产	231	565	622	684	长期投资	166	166	166	166
无形资产	116	385	416	449	其他	-284	-470	-360	-261
其他	138	73	226	351	筹资活动现金流	187	1,095	1,167	1,328
资产总计	2,517	8,456	9,508	10,730	短期借款	334	935	1,029	1,131
流动负债	528	1,749	2,021	2,363	长期借款	110	976	1,020	1,131
短期借款	334	935	1,029	1,131	股权融资	0	0	0	0
应付账款	70	379	424	467	其他	-257	-816	-881	-934
其他	124	435	568	765	现金净增加额	-79	235	331	501
非流动负债	595	1,518	1,791	2,077	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	110	976	1,020	1,131	成长能力				
其他	485	542	771	946	营业收入	25%	450%	11%	9%
负债合计	1,123	3,267	3,812	4,441	营业利润	-393%	-499%	34%	18%
少数股东权益	201	217	261	313	归属母公司净利润	-270%	-1144%	33%	21%
归属母公司股东权益	1,193	4,973	5,436	5,977	获利能力				
负债和股东权益	2,517	8,456	9,508	10,730	毛利率	5%	11%	12%	13%
					净利率	-2%	5%	6%	6%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	-1%	11%	9%	10%
营业收入	1,371	7,541	8,337	9,112	ROIC				
营业成本	1,308	6,697	7,334	7,909	偿债能力				
营业税金及附加	3	25	23	86	资产负债率	45%	39%	40%	41%
营业费用	14	60	70	80	净负债比率	351%	412%	396%	381%
管理费用	80	215	245	266	流动比率	204%	198%	203%	209%
财务费用	38	110	89	96	速动比率				
资产减值损失	36	27	28	30	营运能力				
公允价值变动收益	-1	-2	-2	-2	总资产周转率	0.57	1.37	0.93	0.90
投资净收益	7	4	5	5	应收账款周转率	9.60	11.53	6.73	6.54
营业利润	-103	409	551	648	应付账款周转率	19.66	29.84	18.26	17.75
营业外收入	63	25	34	46	每股指标(元)				
营业外支出	0	1	1	1	每股收益	-0.03	0.25	0.34	0.41
利润总额	-40	433	584	694	每股经营现金	-0.11	-0.36	-0.41	-0.47
所得税	-9	88	124	140	每股净资产	2.67	6.26	7.04	7.95
净利润	-31	345	460	554	估值比率				
少数股东损益	2	2	2	2	P/E	-381.95	71.41	53.50	44.39
归属母公司净利润	-33	343	458	552	P/B	4.98	2.90	2.58	2.28
EBITDA	-38	448	595	699	EV/EBITDA	-353.04	60.89	46.21	39.51
EPS（元）	-0.03	0.25	0.34	0.41					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：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 20 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。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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，旨在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