

2015年1月9日

西部黄金 (601069.SH)

公司新股定价

证券研究报告

新疆黄金采选冶龙头

■新疆有色旗下的区域黄金采选冶龙头。西部黄金是新疆的黄金采选冶一体企业,黄金收入占比90%以上。公司主要矿区位于新疆托里县、伊宁县及哈密市,占新疆黄金年产量约25%。控股股东新疆有色是以有色金属、稀有金属及非金属开发为主的大型国资企业,旗下还有铜镍(新鑫矿业)、锂加工(昊鑫矿业)两大平台。

■保有金金属储量60.76吨,自产金3.7吨/年。西部黄金拥有10宗采矿权及13宗探矿权,黄金金属保有储量共计60.76吨。目前,公司黄金矿石采选能力90万吨/年,募投项目新增采选产能16万吨/年,合计达到106万吨/年。

■黄金中期收到压制,期待趋势性上行。受美国加息、美元走强影响,国际金价中枢趋势性下移。从长期看,黄金作为避险资产和通胀保值投资品的优秀属性是不变的,中期内的趋势下行,很大程度上是通胀处于低位、纸币信用回归的周期性现象。金价再一次趋势性上行可能有以下两个促发因素:第一,下一轮全球经济复苏行至中盘后通胀预期的上升。第二,下一次系统性金融危机的到来。

■采选冶完整产业链,资源自给率下降,综合成本约235元/克。公司自产金主要来自哈图、阿希、哈密三个金矿,全资子公司天山星精炼的产能为8吨/年,未来三年将逐步达产,预计2016年公司金资源自给率将降至45%以下。据我们测算,公司自产金的采选成本约141.7元/克,考虑外购金和冶炼环节后的金综合成本约235元/克。

■投资建议:定价区间3.70元~4.32元,询价区间3.57元~3.57元。预计2014~2016年归属母公司股东净利润分别为0.78亿元、0.54亿元、0.47亿元,同比增速分别为-30.62%、-31.53%、-13.30%。综合考虑可比公司市盈率,资源禀赋,以及未来三年公司业绩的波动风险,我们给予公司2013年30x~35x的市盈率。假设公司发行12600万股,预计2014-2016年摊薄后EPS分别为0.12元、0.08元和0.07元。发行价格合理区间应为3.70元~4.32元,询价区间3.57元~3.57元。

■风险提示:1)美联储加息后金价大幅下跌,2)矿山勘探、采选生产不达预期;

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,206.0	1,086.7	1,083.4	1,593.4	1,953.4
净利润	315.3	121.5	78.4	53.7	46.6
每股收益(元)	0.62	0.24	0.12	0.08	0.07
每股净资产(元)	2.36	2.17	2.54	2.63	2.70

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	53.7%	37.5%	31.2%	23.5%	19.9%
净利润率	26.1%	11.2%	7.2%	3.4%	2.4%
净资产收益率	26.1%	11.0%	4.9%	3.2%	2.7%
ROIC	39.6%	11.9%	6.2%	5.0%	4.1%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

询价区间: 3.57—3.57元
定价区间: 3.70—4.32元

发行数据

总股本(万股)	51,000
发行数量(万股)	12,600
网下发行(万股)	8,820
网上发行(万股)	3,780
保荐机构	
发行日期	2015/1/14
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

新疆有色金属工业(集团)有限责任公司	87.50%
绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	4.38%
重庆骏驰投资发展有限公司	2.50%
陕西鸿浩实业有限公司	1.56%
新疆诺尔特矿业投资有限公司	1.56%
新疆中博置业有限公司	1.56%
湖南力恒企业发展有限公司	0.94%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qingding@essence.com.cn
010-66581768

衡昆

分析师

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

报告联系人

陈书炎

010-66581841

chensy3@essence.com.cn

相关报告

1. 公司概况

1.1. 主营业务：黄金采选冶一体

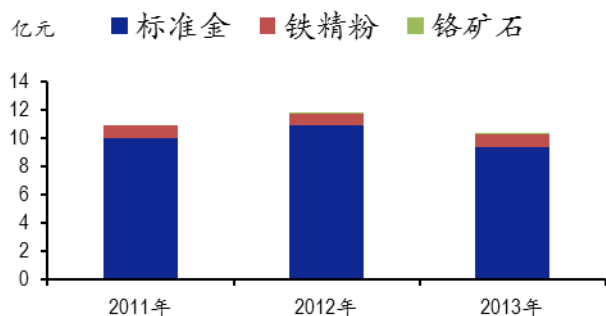
西部黄金是黄金采选冶一体企业，并伴生铁、铬矿石。公司主要产品包括黄金、铁精粉及铬矿石，2011-2013 年营业收入分别达 11.24 亿、12.06 亿和 10.87 亿元，黄金收入占比在 90% 以上。公司主要矿区位于新疆托里县、伊宁县及哈密市，全资子公司--天山星的黄金精炼产能达 12.9 吨/年，地处新疆乌鲁木齐市。

表 1：西部黄金主要子公司

子公司	持股比例	业务	位置
哈图公司	100%	黄金、铬矿石采选及销售	克拉玛依市
伊犁公司	100%	黄金采选、冶炼	伊犁州伊宁县
哈密公司	100%	黄金及铁精粉生产	哈密市
天山星公司	100%	黄金精炼	乌鲁木齐市
清河公司	100%	探矿业务	青河县
伊犁金元	100%	探矿业务	尼勒克县
贸易公司	100%	金精矿采购及产品销售	乌鲁木齐市
若羌公司	100%	探矿业务	巴州若羌县
金鼎公司	39.25%	黄金精炼	乌鲁木齐市

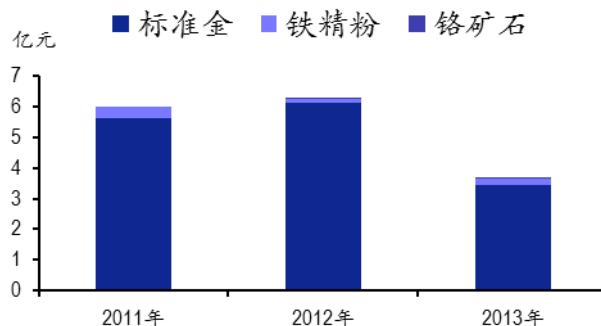
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 1：西部黄金 2011-2013 年收入构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 2：西部黄金 2011-2013 年毛利润构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

保有金金属储量 60.76 吨，自产金 3.7 吨/年。西部黄金拥有 10 宗采矿权及 13 宗探矿权，采矿权及探矿权总面积达到 284.31 平方千米。截至 2011 年 7 月 31 日，公司的金金属保有储量 57.66 吨，低品位金金属推断储量 3.10 吨，共计 60.76 吨。目前，公司黄金矿石采选能力 90 万吨/年，募投项目新增采选产能 16 万吨/年，合计达到 106 万吨/年。2011 年-2013 年公司自产金产能分别为 2.99 吨、3.23 吨和 3.73 吨，占新疆黄金产量约 25%。

表 2：西部黄金产品产量

产品	项目	2011 年	2012 年	2013 年
黄金	矿石采选产量 (万吨)	75.13	78.46	98.16
	标准金产量 (千克)	2,987.61	3,231.93	3,727.39
铁精粉	铁矿石产量 (万吨)	17.26	26.21	30.96
	铁精粉产量 (万吨)	13.09	14.30	16.57
铬矿石	采矿产能 (万吨)	5.00	5.00	5.00
	铬矿石产量注 (万吨)	1.21	0.49	0.77

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 公司背景和股权结构

本次发行前，控股股东--新疆有色合计持有 87.50%股权。新疆有色是以有色金属、稀有金属及非金属开发为主的多元化大型企业集团，新疆国资委持有新疆有色 100%股权，为实际控制人。除西部黄金外，新疆有色的铜镍资源平台—新疆新鑫矿业已在香港上市，同时集团还拥有锂盐加工业务。

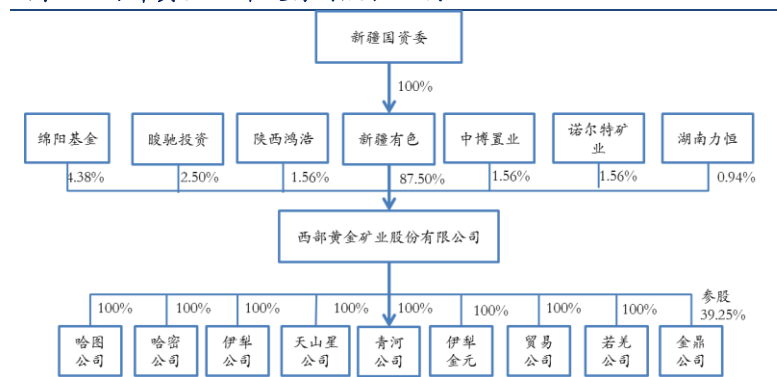
表 3: 新疆有色旗下主要有色资产

板块	公司	持股	矿资源量/生产能力
铜镍	新鑫矿业	40.06%	矿资源量 40,879,700 吨
稀有金属	吴鑫锂盐	100%	年产 7000 吨基础锂盐、400 吨金属锂、1000 吨锂盐

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

公司其余 6 家股东拥有 12.50%股份，包括绵阳科技城产业投资基金、重庆骏驰投资发展有限公司、陕西鸿浩实业有限公司、新疆中博置业有限公司、新疆诺尔特矿业投资有限公司、湖南力恒企业发展有限公司。

图 3: 西部黄金公开发行前股权结构



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

本次发行前公司的总股本为 5.1 亿股，本次发行股数为不超过 1.26 亿股。新疆有色按首次发行数量的 10%，即 1260 万股划转给社保基金，发行后持股比例由 87.5% 下降至 68.18%。

表 4: 本次发行前后公司的股权结构

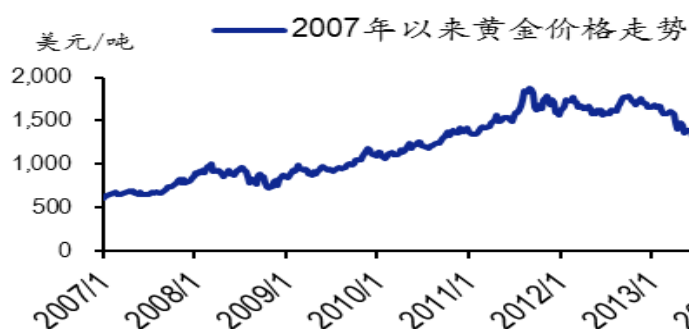
股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (股)	持股比例	持股数 (股)	持股比例
新疆有色	446,250,000	87.50%	433,650,000	68.18%
绵阳基金	22,312,500	4.38%	22,312,500	3.51%
骏驰投资	12,750,000	2.50%	12,750,000	2.00%
陕西鸿浩	7,968,750	1.56%	7,968,750	1.25%
中博置业	7,968,750	1.56%	7,968,750	1.25%
诺尔特矿业	7,968,750	1.56%	7,968,750	1.25%
湖南力恒	4,781,250	0.94%	4,781,250	0.75%
社保基金			12,600,000	1.98%
公众持股			126,000,000	19.81%
合计	510,000,000	100.00%	636,000,000	100.00%

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2. 黄金：中枢下移，预计金价震荡徘徊

受美国加息、美元走强影响，国际金价中枢下移。2008 年末国际金融危机爆发以来至 2011 年，在美元走势疲软、经济预期不景气、通胀预期及原油价格波动等因素影响下，国际金价在波动中持续上涨，由 2001 年初的 270 美元/盎司左右持续上涨至 2011 年 9 月初最高时的 1,900 美元/盎司以上。2013 年 4 月中旬以来，塞浦路斯以及意大利、西班牙抛售黄金储备，国际黄金价格出现大幅下跌，由 2013 年 4 月上旬的 1,560 美元/盎司左右一路下跌至 2013 年末的 1,200 美元/盎司左右。2014 年，受全球经济指标低迷、克里米亚危机等因素影响，国际黄金价格出现一定程度的反弹。8 月美联储宣布退出 QE 后，黄金家属下跌，金价中枢下移至 1200 美元/盎司区间。

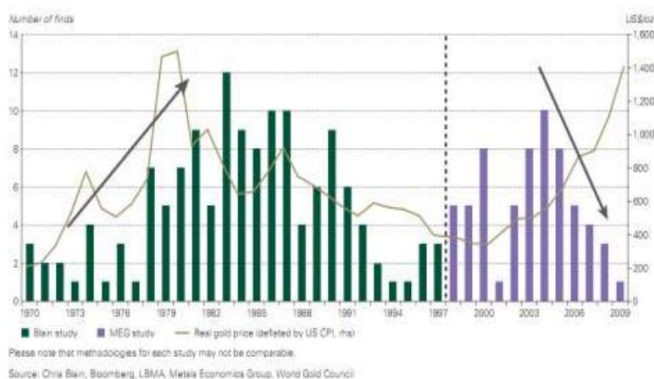
图 3：2007 年以来黄金价格走势



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

全球矿产黄金供给稳定，但回收金潜在供给逐渐增加。全球矿产金产量自 2010 年起一直稳定在 200 吨至 220 吨的区间波动，没有随着金价的起伏而变化，一方面是由于产量对金价缺乏弹性，另一方面是由于旧矿山的逐渐枯竭，新发现矿山逐年减少，金矿品位下降，矿产金产量长期受限。但是，由于开采出来的黄金存量逐步累积，回收金的潜在供给逐渐增加，将对未来黄金供给提供支撑，目前已占全球黄金供给的 37%。据 WGC 统计，截至 2010 年底，人类累计开采的黄金总量约 16.8 万吨，其中，占 50%的金饰、12%的工业用金，甚至是 17%的金币和金条，在合适的价格预期下，都有可能成为民间的再生金供应源。

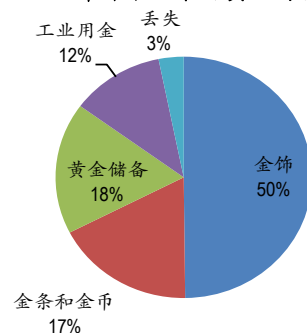
图 4：全球新发现金矿数量逐年下行



数据来源：WGC，安信证券研究中心

图 5：全球新发现金矿数量逐年下行

截至 2010 年开采出来的黄金存量的形态



数据来源：WGC，安信证券研究中心

从长期看，黄金作为避险资产和通胀保值投资品的优秀属性是不变的，中期内的趋势下行，很大程度上是通胀处于低位、纸币信用回归的周期性现象。我们认为，金价再一次趋势性上行可能有两个促发因素：

第一，这一轮全球经济复苏行至中盘后通胀预期的上升。在上一轮周期末端所释放的前所未有的巨量流动性必将在经济热度上升之后体现在实物资产的涨价压力上，黄金的保值属性将会回归。

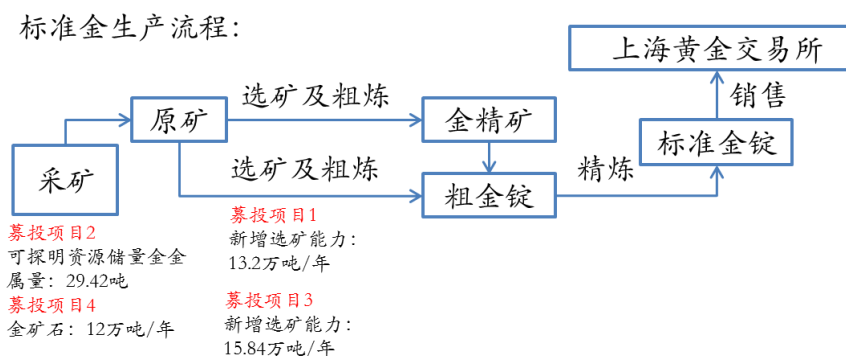
第二，下一次系统性金融危机的到来。金融危机很大程度上是纸币信用体系的周期性现象，随着世界政经格局的深刻变化，国际货币的强势不会一成不变，金融危机将会是我们的永远的朋友，黄金的避险属性终究会体现。

3. 盈利模式和竞争优势分析

3.1. 盈利模式

生产方面，公司已搭建“采矿-选矿-冶炼”完整中上游产业链，但资源自给率在下降。公司的自产金主要来自哈图、阿希、哈密三个金矿，2013 年之前委托金鼎公司精炼成标准金，加工费单价约 1 元/克。2013 年西部黄金的全资子公司天山星精炼车间投产，金冶炼产能为 8 吨/年，未来三年将逐步达产。预计公司募投项目新增自产金矿约 1 吨/年（金属吨），小于冶炼规模的扩张幅度，预计 2016 年公司金资源自给率将降至 45% 以下。

图 6：西部黄金已搭建“采矿-选矿-冶炼”的黄金生产业务



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

成本方面，据我们测算，公司自产金的采选成本仅约 141.7 元/克，考虑外购金和冶炼环节后的综合成本约 235 元/克。

3.2. 竞争优势

新疆金资源潜力大，西部黄金拥有采矿权和探矿权面积合计 284 平方公里。新疆地域广袤，黄金资源丰富，2012 年新增金矿查明资源储量 134.79 吨，位列全国各省区第三位（2013 中国黄金年鉴）。但与河南、山东、江西等主要产金省份相比，新疆金资源地勘程度、集中度都还很低，勘探潜力巨大。

表 5: 西部黄金拥有 10 宗采矿权和 13 宗探矿权

探矿权人	勘查项目	勘查面积 (平方千米)
哈密公司	新疆哈密市红柳河金矿详查	43.60
西部黄金	新疆青河县顿巴斯套外围金矿详查	55.32
西部黄金	新疆青河县克泽勒金矿普查	18.87
西部黄金	新疆若羌县恰什坎萨依金矿详查	6.00
西部黄金	新疆青河县顿巴斯套金矿详查	9.59
西部黄金	新疆青河县喀拉达巴金矿详查	3.57
西部黄金	新疆青河县依提加勒金矿详查	9.55
西部黄金	新疆若羌县沟口泉西铁矿详查	79.90
西部黄金	新疆若羌县科斯曼金矿详查	4.00
西部黄金	新疆托里县拉巴南铬铁矿详查	6.40
西部黄金	新疆塔城市库尔盖铜铁矿详查	12.99
伊犁金元	新疆尼勒克县科克萨依金矿勘探	2.42
伊犁金元	新疆尼勒克县也列莫顿地区金矿勘探	11.12

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

西部黄金拥有 10 宗采矿权及 13 宗探矿权, 采矿权及探矿权总面积达到 284.31 平方千米。尤其是哈图公司, 位处达拉布特-克拉麦里三级成矿带, 是新疆主要的金成矿带之一, 已探明 L27、L27-8S 等数条矿脉, 区域矿体仍未封闭, 找矿空间巨大。此次募投项目, 计划通过对下属公司所控 4 个矿区的黄金矿石资源进行勘察, 预计可探明资源储量金金属量 29.42 吨。

公司已搭建“采矿-选矿-冶炼”的完整黄金生产链。公司拥有自己的独立矿山, 所拥有的矿产资源为公司后续的冶炼提供较为稳定的原料供应。同时, 通过产业链的协同效应, 公司在金属回收率、单位生产原材料消耗及综合成本等方面也具有一定优势。

公司在黄金采选及冶炼领域具备了一定的技术能力, 整体生产工艺达到国内同行业先进水平。公司正在应用的“细菌氧化-氰化提金技术”、“氰化尾矿浮选回收金技术”均处于国内先进水平, 且都已在公司生产中大规模运用。

4. 募投项目分析

公司本次的四个募投项目对公司扩大资源储量、调节产品结构和扩大黄金产能具有重要意义。复杂金精矿综合开发利用项目一期已于 2013 年 9 月投入试生产, 金精矿处理规模为 200 吨/日, 为设计产能的 50%。资源勘查项目、哈图公司 480 吨/日选矿技改项目还未进行建设, 等募集资金到位以后使用增资资金实施项目。哈图公司深度采矿项目已于 2010 年开工建设, 预计建设期为 4 年, 截至 2014 年 6 月底, 项目已投入 10,654.59 万元, 占总投资的 75.76%。

表 6: 首发募集资金用途 (万元)

项目	总投资	募集资金	项目进度	目的
伊犁公司阿希金矿复杂金精矿综合开发利用项目	76,889	31,230	一期完成	增加对高砷高硫等类型金精矿的处理能力, 提高黄金的产能与产量
资源勘查项目	44,000	5,000	实施中	寻找新的资源储量
哈图公司 480 吨/日选矿技改项目	5,067	2,000	2014 年底投产	提高公司矿石选冶能力, 充分利用新建开采竖井对现有资源的处理能力
哈图公司深度采矿项目	14,064	3,000	2016 年完成	提高公司矿石开采能力
合计	140,021	41,230		

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

5. 公司盈利预测

我们预计 2014-2016 年公司营业收入分别为 10.83 亿元、15.93 亿元、19.53 亿元，同比增速分别为-0.03%、46.76%、27.81%；净利润分别为 0.78 亿元、0.54 亿元、0.47 亿元，同比增速分别为-30.62%、-31.53%、-13.30%。主要假设如下：

- 1) 预计金价维持震荡徘徊，我们预计波动区间在 1100-1300 美元/盎司，假设 2014-2016 年上海标准金平均价格为 250 元/克、240 元/克、240 元/克；
- 2) 金资源采选项目 2013-2015 年逐步达产，自产金产量提高到 3.5 吨/年；
- 3) 金冶炼产量逐步提高，外购金精矿数量增加。

表 7：关键假设

产量	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
金冶炼产能 (吨)	0	0	8	8	8	8
金冶炼 (吨)	0	0	3.7	4.2	6.5	8
自产金资源 (吨)	3.05	3.2	3.7	2.9	3.5	3.5
铁精粉 (万吨)	13.09	14.22	15.92	6.16	6.16	6.16
铬矿石 (万吨)		0.64	0.4	0.22	0.22	0.22
销售价格	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
标准金 (元/克)	327.41	338.16	260.58	250	240	240
铁精粉 (元/吨)	702	583.3	605.66	500	500	500
铬矿石 (元/吨)		1271.87	1314.98	1200	1200	1200

数据来源：wind，安信证券研究中心

6. 相对估值

选取 A 股中主营业务为黄金采选冶炼的 5 家企业，分别是山东黄金、紫金矿业、中金黄金、辰州矿业和赤峰黄金，作为可比公司。市盈率、市净率的计算基础取自 1 月 6 日的收盘价作为基准，5 家可比上市公司 2014 年市盈率均值 43.34x，平均市净率为 4.2x。

表 8：可比公司相对估值

可比公司	代码	股价	2014 年 EPS	PE(x)	净资产	PB(x)
山东黄金	600547	21.54	0.57	37.92	6.28	3.43
紫金矿业	601899	3.75	0.11	32.89	1.29	2.90
中金黄金	600489	11.65	0.19	60.21	3.48	3.35
辰州矿业	2155	10.86	0.17	64.41	3.15	3.44
赤峰黄金	600988	10.16	0.48	21.26	1.29	7.88
平均				43.34		4.20

数据来源：Wind, 安信证券研究中心

注：2014 年 EPS 选用 Wind 提供的一致预期 (均值)

考虑到公司资源自给率低、资源属性不强，以及未来三年公司业绩波动风险，我们给予公司 2014 年 30x-35x 的市盈率。2014 年预测利润 0.78 亿元，则公司市值区间预计为 23.5 亿元 27.5 亿元，以 6.36 亿股本计算，对应每股价格 3.70 元-4.32 元。

假定此次 IPO 发行费用为 3,761 万元, 发行股数不超过 1.26 亿股, 且已知本次不发行老股, 要想获得 4.123 亿元的募投项目资金, 发行价格为 3.57 元/股。

我们预计, 发行价格合理区间应为 3.70 元~4.32 元, 询价区间 3.57 元~3.57 元。

7. 风险提示

7.1. 资源储量风险

公司的生产经营对矿产资源的依赖性较强，现有资源可采储量仅余 15 年，资源勘探潜力决定公司可持续发展能力。截至 2011 年 7 月 31 日，公司下属矿区保有黄金金属量 57 吨，另有低品位矿推断的内蕴经济金金属量 3.1 吨，保有黄金矿石资源储量预计仅可开采约 15 年。若不能通过资源勘查或收购方式获得新的资源储量，将影响公司的持续发展。

7.2. 采矿充填支出增加风险

采矿充填支出增加将影响公司经营业绩。子公司哈图公司与伊犁公司在黄金矿石采矿中均采用充填法进行开采，该种开采方式可以有效提高矿石回采率、降低贫化率、提高安全性，有效提高资源利用率。充填支出大小与充填采矿法占比、整体开采计划及实施情况等因素影响。2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 1-6 月，公司充填支出分别为 2,237.30 万元、4,985.92 万元、6,976.31 万元及 2,368.92 万元，若未来采矿充填支出增加，将可能增加营业成本，如同期黄金产出未能同比例增加，则将对公司经营业绩产生不利影响。

7.3. 固定资产折旧大幅增加风险

募投项目转固将大幅提高公司折旧支出。随着 2013 年在建的复杂金精矿综合开发利用项目等在建工程转固，公司 2014 年 6 月末固定资产账面价值为 7.8 亿元，2013 年新增固定资产折旧 6,477 万元。截至 2014 年 6 月 30 日，公司在建工程余额为 4.16 亿元，转固后预计将新增固定资产 5 亿元，每年将新增折旧约 2,000 万元。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月06日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,206.0	1,086.7	1,083.4	1,593.4	1,953.4	成长性					
减:营业成本	558.0	678.9	745.6	1,218.9	1,563.9	营业收入增长率	7.3%	-9.9%	-0.3%	47.1%	22.6%
营业税费	1.6	1.6	2.2	3.2	3.9	营业利润增长率	-1.3%	-59.1%	-42.5%	-33.2%	-14.4%
销售费用	4.6	2.0	3.3	4.8	5.9	净利润增长率	2.1%	-61.5%	-35.4%	-31.5%	-13.3%
管理费用	227.8	209.8	205.9	270.9	293.0	EBITDA 增长率	-1.5%	-43.6%	-27.5%	-15.5%	-5.3%
财务费用	17.0	27.8	33.5	33.5	33.5	EBIT 增长率	1.9%	-54.0%	-33.3%	-24.4%	-9.3%
资产减值损失	8.1	4.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	11.8%	-55.6%	-31.7%	-24.8%	-9.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	47.8%	32.3%	-6.5%	9.4%	-7.5%
投资和汇兑收益	6.5	-0.5	-	-	-	净资产增长率	35.9%	-8.1%	45.9%	3.3%	2.8%
营业利润	395.5	161.8	93.1	62.1	53.2	利润率					
加:营业外净收支	0.2	-4.1	5.0	5.0	5.0	毛利率	53.7%	37.5%	31.2%	23.5%	19.9%
利润总额	395.7	157.7	98.1	67.1	58.2	营业利润率	32.8%	14.9%	8.6%	3.9%	2.7%
减:所得税	80.4	36.2	19.6	13.4	11.6	净利润率	26.1%	11.2%	7.2%	3.4%	2.4%
净利润	315.3	121.5	78.4	53.7	46.6	EBITDA/营业收入	40.4%	25.3%	18.4%	10.6%	8.2%
						EBIT/营业收入	34.2%	17.5%	11.7%	6.0%	4.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	137	217	327	252	191
货币资金	289.5	281.7	460.7	302.6	473.1	流动营业资本周转天数	14	20	21	38	43
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	143	205	240	180	155
应收帐款	3.2	2.8	2.8	3.1	3.3	应收帐款周转天数	2	1	1	1	1
应收票据	29.6	19.3	16.3	23.9	29.3	存货周转天数	50	81	96	75	63
预付帐款	75.5	42.3	44.7	73.1	93.8	总资产周转天数	456	680	806	574	466
存货	213.7	277.7	298.2	365.7	312.8	投资资本周转天数	307	471	521	359	294
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	26.1%	11.0%	4.9%	3.2%	2.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.0%	5.4%	3.0%	2.2%	1.8%
长期股权投资	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4	ROIC	39.6%	11.9%	6.2%	5.0%	4.1%
投资性房地产	0.5	1.0	0.9	0.9	0.9	费用率					
固定资产	499.9	810.2	1,156.3	1,077.7	998.4	销售费用率	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	377.5	344.7	-	-	-	管理费用率	18.9%	19.3%	19.0%	17.0%	15.0%
无形资产	349.8	470.6	209.2	229.2	249.2	财务费用率	1.4%	2.6%	3.1%	2.1%	1.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.7%	22.1%	22.4%	19.4%	17.0%
资产总额	1,850.7	2,255.2	2,598.6	2,485.6	2,570.2	偿债能力					
短期债务	320.0	800.0	570.0	500.0	500.0	资产负债率	34.8%	50.9%	37.8%	32.8%	33.2%
应付帐款	149.1	234.9	247.3	145.6	180.1	负债权益比	53.5%	103.5%	60.7%	48.8%	49.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.05	0.58	0.95	1.10	1.24
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.68	0.32	0.61	0.58	0.81
长期借款	-	-	100.0	100.0	100.0	利息保障倍数	24.28	6.81	3.78	2.85	2.59
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	644.8	1,147.3	982.0	815.3	853.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	510.0	510.0	636.0	636.0	636.0	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	674.4	571.0	980.6	1,034.3	1,080.9						
股东权益	1,205.9	1,108.0	1,616.6	1,670.3	1,716.9						

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标					
净利润	315.3	121.5	78.4	53.7	46.6	EPS(元)	0.62	0.24	0.12	0.08	0.07
加:折旧和摊销	78.1	88.1	72.8	72.8	72.8	BVPS(元)	2.36	2.17	2.54	2.63	2.70
资产减值准备	8.1	4.2	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	14.7	25.4	33.5	33.5	33.5	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-6.5	0.5	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-60.7	-60.2	-359.7	-200.4	64.7	CAGR(%)	-44.6%	-27.4%	-36.7%	-44.6%	-27.4%
经营活动产生现金流量	375.0	220.7	-175.0	-40.5	217.5	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-436.9	-460.0	0.1	-	-	ROIC/WACC	10.5	3.1	1.6	1.3	1.1
融资活动产生现金流量	245.3	230.5	-20.1	81.3	-188.7	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 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

齐丁、衡昆分别声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@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	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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