

买入 维持

恒顺电气 (300208)

2015 年 1 月 20 日

有色金属行业高级分析师: 刘博

SAC 执业证书编号: S0850512080001

liub5226@htsec.com

021-23219401

有色金属行业首席分析师: 钟奇

SAC 执业证书编号: S0850513110001

zq8487@htsec.com

021-23219962

有色金属行业高级分析师: 施毅

SAC 执业证书编号: S0850512070008

sy8486@htsec.com

021-23219480

海外布局初见成效 业绩兑现高成长

2014 年 12 月 16 日收盘价: 13.36 元 (停牌) 目标价: 18.44 元

事件:

公司公告 2014 年度业绩修正与员工持股计划, 预计 2014 年实现归属于上市公司股东净利润 1.04-1.16 亿元, 同比增加 175-205%; 归属于股东扣除非经常性损益后的净利润为 1.01-1.13 亿元, 同比增长 1187-1331%。本次业绩预告与三季度业绩预告出现差异的原因主要为生产工艺不断优化使成本降低, 盈利模式转变, 四季度签订重大销售合同及新签出口合同退税等。

同时, 上市公司董事会通过了员工持股计划 (草案), 员工自筹 2000 万元 (董事、监事和高管人员出资 200 万元; 其他人员出资 1800 万元) 全额认购宝盈基金设立的宝盈恒顺共赢 1 号特定多客户资产管理计划的进取级份额 (份额上限为 6000 万份), 按照不超过 2:1 的比例设立优先级份额和进取级份额购买和持有公司股票。

上市公司因筹划员工持股计划及其他重大事项, 目前尚在停牌中。

点评:

海外布局初见成效, 业绩兑现高增长。公司此次业绩预告更正主要源于 (1) 不断优化生产工艺, 降低了生产成本; (2) 盈利模式转变, 主要运营成套设备设计及工艺流程, 部分产品直接购买原材料与委托加工, 降低了成本; (3) 第四季度新签订两项重大销售合同, 并按合同交货期超额完成计划任务, 致使报告期内收入增加; (4) 国家鼓励企业“重装备”出口, 新签出口合同退税率在 13%-17% 之间, 使得当期免抵退税不得免征和抵扣的税额减少, 从而降低了营业成本。

员工持股稳定“军心”。本次员工持股计划的持有人包括公司及下属子公司的部分董事、监事、高级管理人员和员工, 共 10 人, 占员工持股计划 (草案) 公告前一日公司员工总数的 4.35%。以宝盈恒顺共赢 1 号特定多客户资产管理计划的规模上限 6000 万元和公司 2014 年 12 月 16 日的收盘价 13.36 元测算, 宝盈恒顺共赢 1 号特定多客户资产管理计划所能购买和持有的标的股票数量上限约为 449.10 万股, 占公司股本总额的 1.49%。本次员工持股计划将进一步完善公司治理结构, 吸引和留住优秀人才, 健全公司激励约束机制, 有效调动管理者和公司员工的积极性, 将促进公司长期健康发展。

印尼各项目基本进展顺利。为实现公司的战略发展计划, 以及进一步扩大与延伸公司产业链, 公司自 2012 年 11 月起至今一直在印尼进行电厂、煤炭开采、矿产挖掘以及镍铁冶炼等投资建设, 主要包括“印尼 ASAM 电厂”投资项目、“印尼东加煤矿”、“Madani 镍矿”的资产收购项目以及“印尼工业园”项目建设等, 公司一致在积极推进各项项目的投资进度。截至 2014 年 12 月 16 日, 除东加煤矿收购项目因印尼地方政策及工作习惯影响不能按预期完成外, 其余项目均进展顺利。

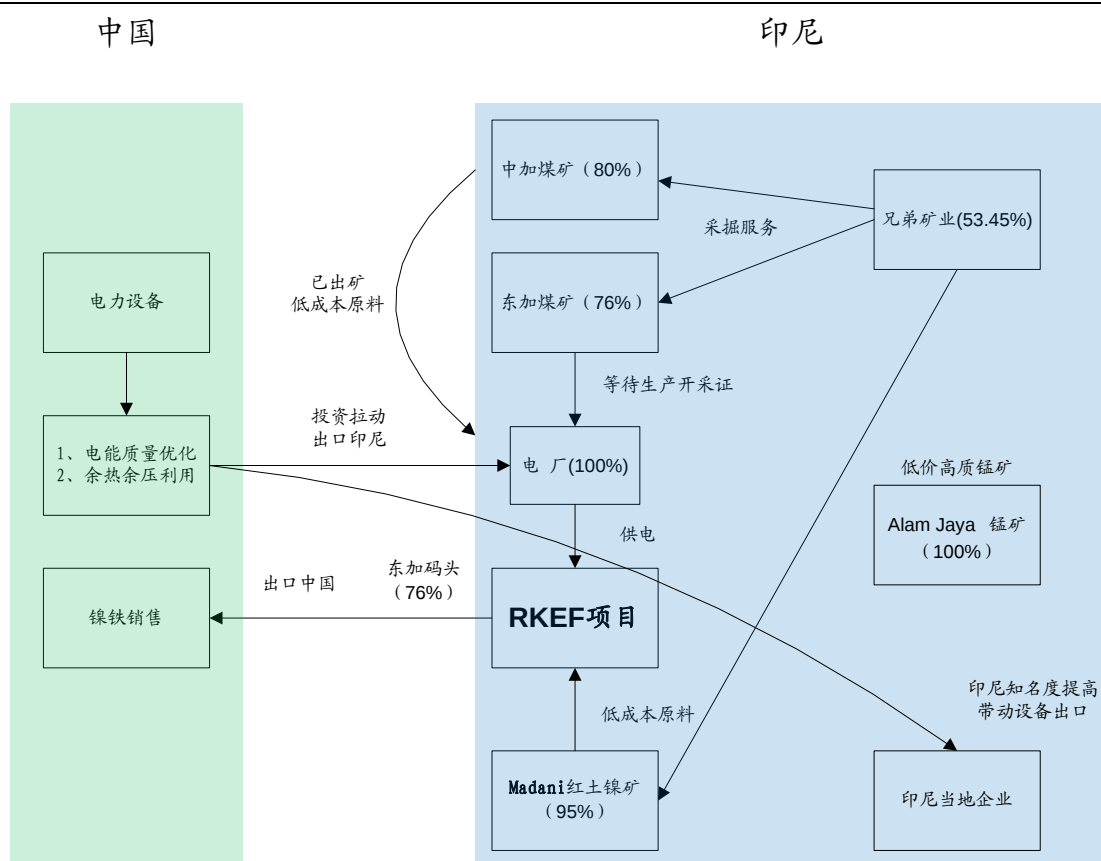
表 1 公司印尼全部项目进度一览

项目简称	项目简介	交易金额(万美元)	项目进度
收购 Madani 镍矿	收购 95%股权 全资子公司收购 PT Kutai Nyala Resources 76%股权	800	收购完成，已完成股权过户与资产交接
收购东加煤炭码头	全资子公司收购 PT CIS RESO URCES 80%股权	400	收购完成，完成股权过户与资产交接
收购印尼中加煤矿	全资子公司收购 CA.ALAM JAY A 100%股权	5000	收购完成，完成股权过户与资产交接
收购 ALAMJAYA 锰矿	全资子公司收购 PT Integra Prima Coal 76%股权	150	正在办理股权过户
收购印尼东家煤矿公司	投资设立镍铁冶炼工业园区 投资南加里曼丹 ASAM-ASAM 发电厂扩建 3×65MW 工程项目	1600	等待生产开采证批准手续 交割手续已全部办理完毕，园区一期完成征地 800 公顷，建设全面动工
南加里曼丹发电厂工程项目	全资子公司收购 PT Ceria Nugraha Indotama 公司股权	暂无	等待印尼国家电力公司批复发起股东间四方变更协议
收购因此 CNI 镍矿		暂无	正在谈判当中

资料来源：WIND，海通证券研究所

印尼项目深化布局，长远规划。公司目前在印尼投资项目规划的版图已经初具雏形，印尼的各项收购项目将使公司自有煤炭资源及各项矿产资源，同时印尼工业园项目及电厂建设，还将为公司电力设备出口带来机会，电厂建设完成后，除为自身冶炼厂供电外还可以对外售电，公司印尼项目未来利润空间巨大，对公司影响深远。

图 1 印尼长期发展规划雏形



资料来源：公司投资相关公告，海通证券研究所

维持“买入”的投资评级。公司依托在电力设备行业的积累在印尼建设全牌照工业园区，解决印尼缺电问题，利用当地优势资源—煤、镍矿，打造完整产业链，发展前景可观。公司业绩有望高增长：1、电力设备板块受益于高铁、轨道交通投资增长；2、煤炭产销业务将随东加煤炭采矿权的获得，进一步为公司带来利润；3、印尼工业园区投资在带动公司电

力设备出口的同时，还可以为当地企业提供电力设备，带动国内产品出口；根据公司业绩预增及项目进度，我们上调业绩，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.37 元、0.58 元和 1.30 元，结合镍板块平均估值水平，我们给予公司目标价 18.44 元，对应 2014 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

表 2 可比公司 2014-2016 年 PE 估值水平对比（2015 年 1 月 19 日）

公司简称	2014E	2015E	2016E
吉恩镍业	240.56	144.97	45.32
华泽钴镍	47.37	41.96	39.96
恒顺电气	39.74	37.55	13.00

资料来源：WIND，海通证券研究所

风险提示。政策风险；项目达产风险；汇率波动风险；业务整合风险。

信息披露

分析师声明

刘博：有色金属行业

钟奇：有色金属行业

施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、江西铜业（600362.SH）、包钢稀土（600111.SH）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。