

方正证券研究所

有色金属行业分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220210100005

TEL: 010-68584850

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：刘伟渊

TEL: (8610) 68584839

Email: liuweiyuan0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	1011.70	1206.53	1561.23	2229.62
(+/-)	-21.80%	19.26%	29.40%	42.81%
净利润	-152.91	29.36	63.42	117.88
(+/-)	-467.55%	-119.20%	115.99%	85.87%
EPS(元)	-0.96	0.18	0.40	0.74
P/E	-15.16	117.46	54.38	29.26

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

资源“锰”增 打造五矿锰业平台

金瑞科技(600390)

公司深度研究报告

2011.01.14 买入

金属新材料 II 行业

投资要点

※董事会通过非公开发行议案 致力打造五矿的锰业平台

公司锰产业链贯穿了“锰资源→电解锰→四氧化三锰及其他深加工”环节，而作为实际控制人的五矿集团，明确了锰产业链核心环节将作为公司今后业务发展的优先选择，将锰业务打造成五矿集团的又一个优势产业之一。2010年12月23日，公司董事会通过非公开发行预案，预计募集资金约4.27亿元，用于收购桃江锰矿及金丰锰业年产3万吨电解锰扩产项目，使公司产业链进一步向上下游延伸。

※拟收购桃江锰矿 资源储量将激增2倍

公司在锰资源方面优势明显，目前能满足50%自给。公司收购桃江锰矿后，锰金属储量将从323万吨增加至984万吨，增幅200%，项目建成后矿石自给率将增至约71%。锰矿资源的取得为公司进一步发展锰产业提供了资源保障，更为打造综合锰产业链的远景目标奠定了坚实基础。

※自给率、产能、电解锰价格协同增厚电解锰利润

未来电解锰业务利润增厚主要来自三方面：碳酸锰矿石自给率大幅提升、产能翻倍扩张，和电解锰价格长期看涨。单因素分析，将各自增厚电解锰EPS 0.13、0.20、0.06元；三者的协同效应将更加显著增厚利润。

※电池材料业务前景光明

氢氧化镍动力电池正极材料有望获得超预期的发展；磷酸亚铁锂、锰酸锂业务极有可能成为公司的又一利润增长点。公司参股大股东旗下的长远锂科，从事锂电正极材料研发生产销售，与公司产品互补，未来存在注入公司的预期。

※盈利预测

公司的电解锰产能将达到6万吨/年，矿石自给率将由50%提高至约71%，将使主要产品毛利率稳步提升。我们估算公司的锰资源每股价值为28.77元/股，预计公司2010-2012年的EPS为0.18、0.40、0.74元，给予公司“买入”评级。

※风险提示

国家环保政策日趋严厉，公司环保治理成本增加可能影响盈利水平。

非公开发行预案，及股东、实际控制人未来资源、资产的注入均具有不确定性。

一、以电解锰为核心 打造完整锰产业链

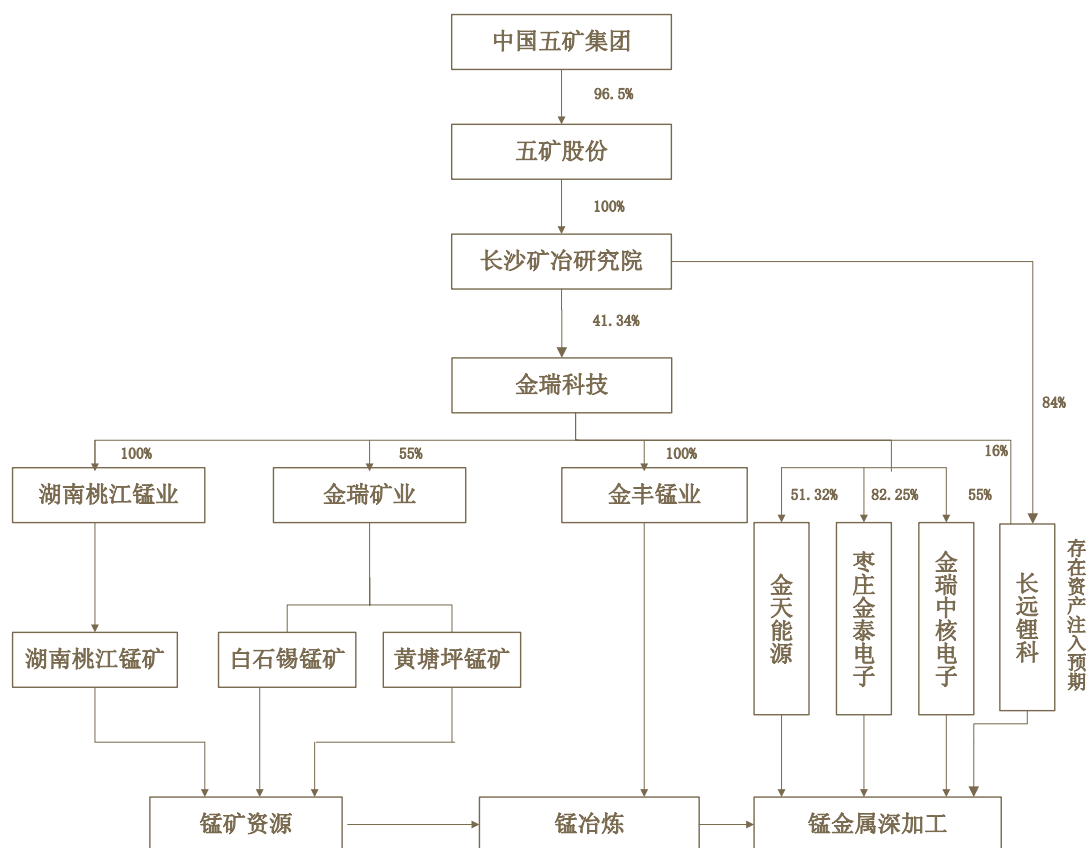
金瑞科技（600390）是全球最大的四氧化三锰生产企业，电解锰是其核心业务。长期以来，公司致力于掌握上游资源提升锰矿石自给率，做强做大电解锰、延伸产业链，成为五矿旗下锰业务整合的平台。

2010 年 12 月 23 日，公司董事会通过了非公开发行股票预案：将以不低于 18.27 元/股的价格，非公开发行不超过 2,336 万股，预计募集资金约 4.27 亿元。资金将用于收购桃江锰矿及其技改扩建项目，和金丰锰业年产 3 万吨电解金属锰技改扩产项目。2012 年电解锰产能将从 3 万吨/年提升至 6 万吨/年。

1、致力打造完整锰业产业链

公司现有的锰产业链完善，贯穿了“锰资源→电解锰→四氧化三锰及其他深加工”整个链条。但美中不足的是，上游锰矿资源掌握不够，只能满足 50% 自给率；下游产品较为单一，四氧化三锰需求“不温不火”增速有限，向锰酸锂等更下游产业延伸尚不充分。

图表1 公司现有较为完善的锰产业链

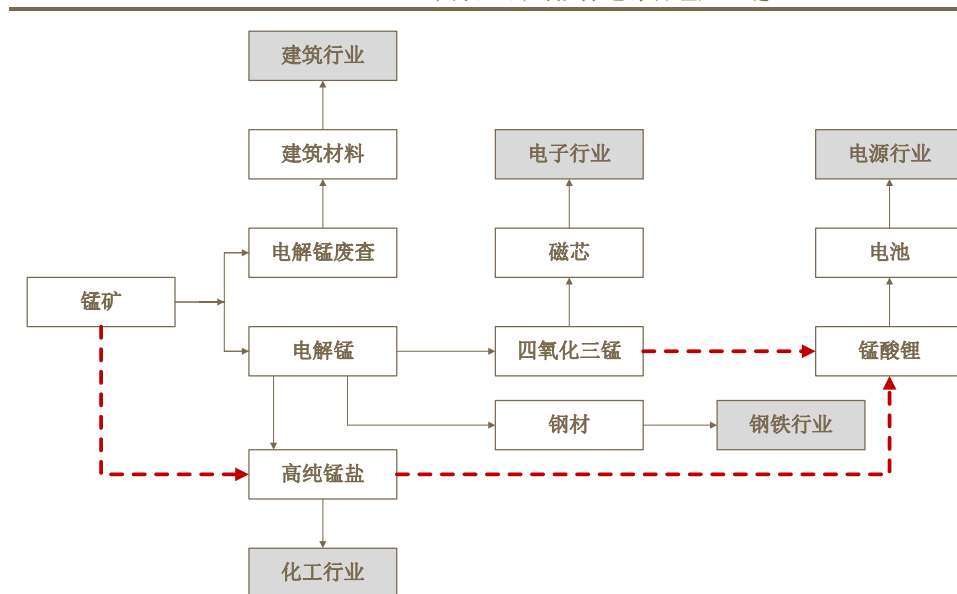


数据来源：公司公告 方正证券研究所整理

根据规划，将根据发展需要和区域市场的需求，考虑进一步

步投资新建高纯硫酸锰、高纯醋酸锰等锰盐生产线；与此同时，还筹划运用自主开发的利用电解金属锰浸出渣制作建筑用砖的技术，进行锰渣综合利用。公司的最终目标是打造如下图所示的锰系产业链，争取将锰业务做成实际控制人五矿集团的又一个优势产业之一。

图表2 公司拟打造综合锰产业链



数据来源：公司公告 方正证券研究所整理

2、收购桃江锰矿 资源激增2倍

此前，公司在贵州铜仁地区有拥有白石溪和黄塘坪两处锰矿，合计权益储量约为 320 万吨，品位约 17%。

作为五矿集团旗下唯一经营锰金属的企业，公司利用五矿集团在湖南、湖北等地拥有的丰富锰矿资源，已成为五矿集团旗下锰矿资产整合的平台。公司拟收购的桃江锰矿的锰矿储量占湖南锰资源储量的 9%，是公司现有储量的 2 倍多。根据非公开发行预案，到 2011 年 8 月，公司的碳酸锰矿石年产规模将从 12 万吨增加到 34 万吨。我们测算：届时矿石自给率将从现在的 50% 上升至约 71%。

截至 2008 年 1 月 31 日，桃江锰矿响涛源锰矿区资源储量情况如下表所示：

图表3 响涛源锰矿区各矿段保有资源储量

矿种	类别	本次估算资源储量（2008.01.31）/万吨				保有量平均品位%	备注
		类型	保有量	采损量	累探量		
碳酸锰矿	储量	111	8.1				可采系数为 0.85
		122	163.1				
	基础储量	111b	9.5	97.4	106.9	18.97	
		122	191.9	174.3	366.2	18.83	
	资源量	333	474.3	51.1	525.4	17.58	
		333 低	14.1	0	14.1	14.39	
		334	244.8	0	244.8	17.94	
		111b+122b+333	675.7	322.8	998.5		
		111b+122b+333+333 低	689.8	322.8	1012.6		

数据来源：公司公告 方正证券研究所

桃江锰矿建设规模确定为年产碳酸锰矿石量 22 万吨，Mn 平均品位 17.18%。矿山服务年限约为 23 年；如果能够利用预测的（334）资源量 122.4 万吨，则矿山服务年限有可能延长至 26 年。我们按照 2010 年 12 月 24 日金属锰长江有色市场的报价 19750 元/吨估算，桃江锰矿的锰金属资源价值达 224.31 亿元。

图表4 桃江锰矿对公司资源价值影响突出

矿区名称	股权比例	总储量(万吨)	权益量(万吨)	平均品位	权益金属量(万吨)	金属锰价格(元/吨)	该部分资源价值(亿元)
黄塘坪锰矿	45%	140	63	17%	10.71	19750	21.15
白石锡锰矿	100%	260	260	17%	44.20		87.30
桃江锰矿（响涛源锰矿区）	100%	661.1	661.1	17.18%	113.58		224.31

备注：金属价格为长江有色市场电解锰 1#平均价，19750 元/吨，2010 年 12 月 24 日

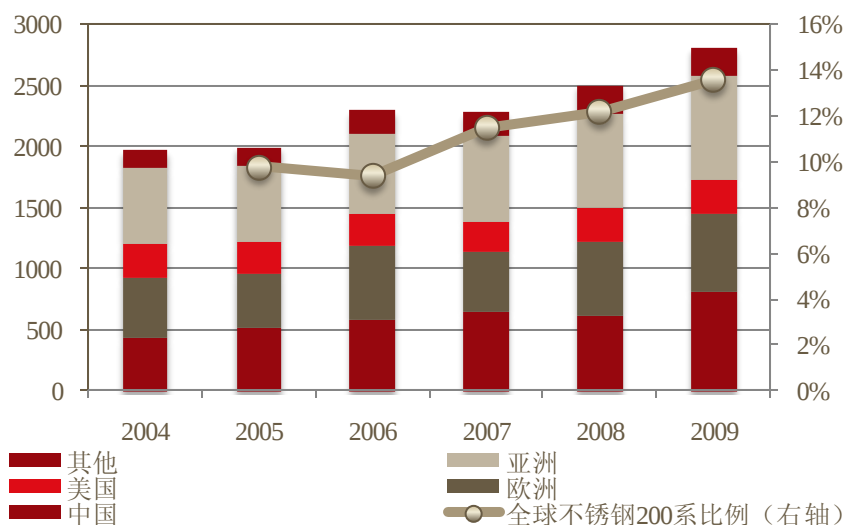
数据来源：公司公告 方正证券研究所

3、电解锰业务具备利润增厚三要素——自给率提升、产能扩张、电解锰价格看涨

未来电解锰业务利润增厚主要来自三方面：碳酸锰矿石自给率大幅提升、产能翻倍扩张，和电解锰价格长期看涨。

电解锰价格方面，我们预计电解锰的价格在 2011-2012 年将攀升至 20000-22000 元/吨。究其原因，首先是下游需求日趋旺盛。电解锰下游 35%用于 200 系不锈钢，而中国和世界的不锈钢表观消费量正随着经济复苏稳步增长。其次是国内的电解锰供应日益趋紧。近年来碳酸锰矿资源的乱采乱伐使矿石平均品位由之前的 20%降至 15%左右，同时电解锰行业属于典型的“两高一资”，国家正在抬高准入门槛，小型企业难以为继，因此电解锰供应趋紧的状况将长期持续。

图表5 全球不锈钢表观消费量（万吨）及200系不锈钢比例持续增长



数据来源: ISSF 方正证券研究所

图表6 电解锰价格预计将长期上涨（长江有色市场，元/吨）



数据来源: Wind 方正证券研究所

我们以 2010 年预测为出发点，分别对未来自给率、电解锰产能、电解锰价格对电解锰业务单项 EPS 的影响进行了敏感性分析。

首先，我们对 2010 年电解锰的成本构成做了以下基本假设。

图表7 2010年电解锰的成本构成假设

原材料	单位产品用量	原料单价（元/单位）	单位产品成本（元）
碳酸锰矿（品位 16%，单位：吨）	8	700	5600
电耗（单位：度）	6000	0.51	3060
二氧化硒（单位：吨）	1.5	450	675
硫酸（单位：吨）	1.5	550	825
人工+折旧（单位：元）			1470

数据来源：方正证券研究所

此外，我们按照 2010 年半年报数据，还分别假设电解锰的矿石自给率为 50%、毛利率为 17.33%。

我们在上述基本假设的前提下，对自给率、电解锰产能、电解锰价格进行了单因素敏感性分析，结果如下：

图表8 锰矿石自给率提升对电解锰业务EPS影响

	现值			预测值		
自给率（%）	40%	50%	60%	71%	80%	
电解锰业务 EPS 增量（元/股）	-0.06	0.00	0.06	0.13	0.18	

数据来源：方正证券研究所

图表9 电解锰产能扩张对电解锰业务EPS影响

	现值				预测值			
电解锰产能（万吨/年）	2	3	4	5	6	7	8	
电解锰业务 EPS 增量（元/股）	-0.07	0.00	0.07	0.13	0.20	0.26	0.33	

数据来源：方正证券研究所

图表10 电解锰价格上涨对电解锰业务EPS影响

	现值									预测值
电解锰价格（元/吨）	14000	15000	16000	17000	18000	19000	20000	21000	22000	23000
电解锰业务 EPS 增量（元/股）	-0.04	-0.02	-0.01	0.00	0.01	0.02	0.03	0.05	0.06	0.07

数据来源：方正证券研究所

从上面三张表的结果可以看出，按照公司非公开发行预案以及对电解锰价格的假设，三因素对电解锰业务影响程度依次是：产能扩张>自给率提升>电解锰价格上涨。该结果亦从另一个角度验证了募投项目的合理性和必要性。

4、四氧化三锰——产能全球第一 需求稳步增长

公司目前是全球最大的四氧化三锰生产企业，年产四氧化三锰 2 万吨以上，全国市场占有率超过 50%。四氧化三锰是制备 MnZn 软磁铁氧体的主要原料之一，它在 MnZn 铁氧体中约占 20%的比重。电子信息产业的发展，对软磁铁氧体材料提出了更高的要求，软磁铁氧体磁芯朝着小型化、薄片化的方向发展，因此，虽然软磁铁氧体磁芯以每年 10%左右的速度增长，未来软磁铁氧体材料对四氧化三锰的需求将稳步增长。

拓展四氧化三锰新的应用领域也值得关注，例如：用于颜料，氧化锰和氧化铁两元系黑色颜料；用于电池材料，主要用于锰酸锂或镍锰钴三元系材料；用于 NTC 电阻材料；用于油田防止井喷等。

二、 动力电池正极材料业务—前景光明

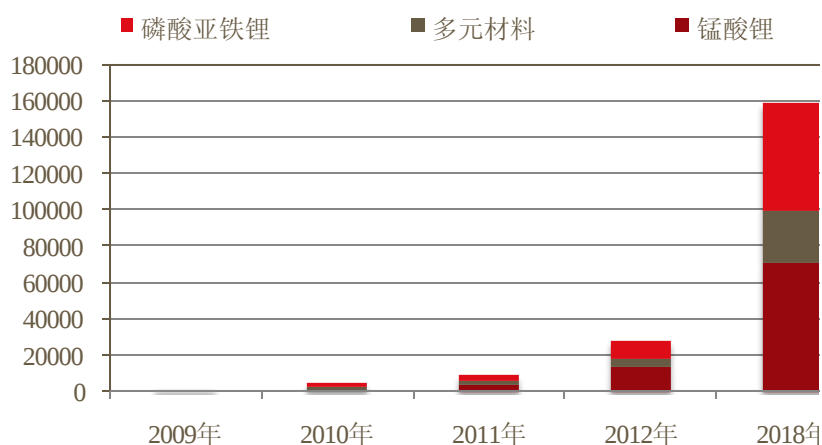
1、电池业务未来重点在磷酸铁锂和锰酸锂

公司拥有 2000 吨氢氧化镍和 1000 吨覆钴镍小型锂电正极材料

的生产能力。近年来公司积极进军国内的新能源电动汽车用电池市场，新能源和新能源汽车作为“七大”战略新兴产业，“十二五”期间将会得到极大的发展。

动力锂电正极材料主要包括锰酸锂、磷酸亚铁锂以及多元材料。日韩电池制造商目前倾向使用锰酸锂和多元材料作为锂电正极材料，中美电动汽车电池制造商倾向于使用磷酸亚铁锂；而近年中国在动力锂电正极材料体系的选择方向上又有从磷酸铁锂转向锰酸锂的趋势。

图表11 全球磷酸亚铁锂和锰酸锂销售量强劲增长趋势（单位：吨）



数据来源：IIT报告 方正证券研究所

电源材料方面，公司主要围绕磷酸亚铁锂制备技术、三元材料前驱体-镍钴锰酸锂，以及锰酸锂技术开展工作，以寻求在巨大的动力电池市场获得应有的地位。公司依托大股东长沙矿冶研究院研发实力，在磷酸铁锂研发方面已经取得重大进展，我们预测公司将建设百吨级左右的磷酸亚铁锂中试生产线。

公司对锰酸锂的规模量产也寄予期望。目前公司已经拥有从“碳酸锰矿→电解金属锰→四氧化三锰”的锰系列产业链，锰酸锂生产线也初具规模。按照公司打造锰业平台的战略规划，公司正在力求分别打通四氧化三锰→锰酸锂，和高纯锰盐→锰酸锂两条生产路线，从而构建完整的电池材料产业链。

2、长远锂科存在注入预期

此外，股东长沙矿冶研究院旗下拥有长远锂科，前几年处于亏损状态，现已扭亏为盈。为了解决同业竞争问题以及五矿集团和大股东长沙矿冶院对公司的长远规划，我们预期长远锂科的资产存在被注入公司的可能。

图表12 金瑞科技与长远锂科的电池正极材料品种互补、种类齐全

情景	电池产品	氢氧化镍	覆钴氢氧化镍	钴酸锂	锰酸锂	磷酸亚铁锂	三元材料
----	------	------	--------	-----	-----	-------	------

A: 2010 年现有产能	长远锂科 金瑞科技	2000	1000	1000	500	100	500
B: 如果长远锂科注入，金瑞科技的产能预测	2010E	2000	1000			100	
	2011E	2000	1000	1000	1000	500	1000
	2012E	2000	1000	1000	1500	1000	1500

数据来源：公司公告 方正证券研究所

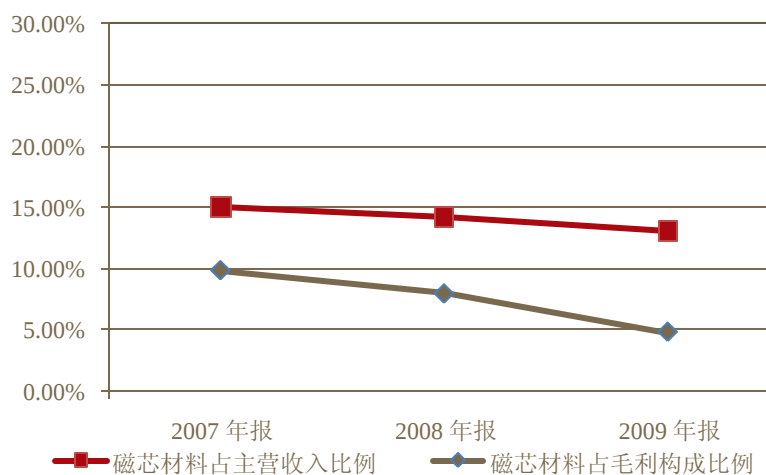
目前，动力电池的三种主要正极材料——锰酸锂、磷酸亚铁锂和三元材料的应用前景各有优势。长远锂科一旦注入公司，将使得公司的动力电池业务产品齐全，公司可以凭借技术积累和研发优势，根据未来的市场需求灵活调整产品结构，充分享用动力锂电发展的“盛宴”。

三、 主业日益突出 符合股东战略

1、磁芯和超硬材料业务拖累公司毛利

全球对软磁铁氧体预计每年将保持 10% 左右增长水平。总体上讲，全球的高端磁芯材料集中发达国家，而低端磁芯材料已经完成了向中国的转移，完整的产业结构加剧了竞争，国内公司普遍利润偏低。公司旗下的枣庄金泰电子主营中低档磁性材料，毛利率低；深圳市金瑞中核电子主营新型电子元器件及高频磁导率磁芯等，毛利率相对较高，但产量较小。公司拥有全球最大的四氧化三锰产能，虽然四氧化三锰是磁芯材料的主要原料，但公司磁芯材料对四氧化三锰的需求却非常有限。另一方面，公司将大力发展锰酸锂，其对氧化锰的需求将可能呈现井喷式的增长。因此，磁芯材料版块业务将不会是公司未来的重点。

图表13 磁芯材料在营收及利润中的占比逐渐降低

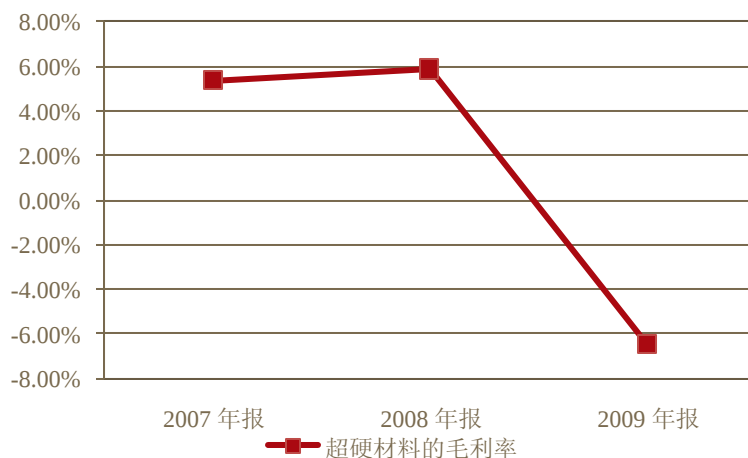


数据来源：公司公告 方正证券研究所

超硬材料是公司的传统优势产业，公司一直处于金刚石产业链上游——单晶金刚石领域。但近十年来，单晶触媒合成技术逐渐被粉末合成技术替代，竞争已经白热化；公司向金刚石下游的突破有

限，产品逐渐丧失竞争力。我们预计该块业务将逐渐缩减。

图表14 超硬材料毛利率一直处于较低水平



数据来源：公司公告

2、缩减部分业务突出主业 符合股东发展战略

实际控制人五矿集团对长沙矿冶研究院的战略定位和发展规划，是要将金瑞科技打造成锰业务平台。磁芯材料的需求增量较低，超硬材料不包含在锰业务中，并且两者的盈利能力非常有限。因此，逐渐缩减该两项业务，将使公司摆脱低毛利产品的束缚，轻装上阵重点发展锰业务，符合股东的战略规划。

四、 盈利预测

1、经营业绩预测

公司的“金丰锰业 3 万吨/年扩建”项目至 2011 年底主体建设完成，进行生产调试，2012 年上半年正式投产；“桃江锰矿扩建”将于 2011 年 8 月达产。届时电解锰的产能将达到 6 万吨/年，矿石自给率从 50%提高至 71%，电解锰和四氧化三锰的毛利率将有进一步上升的空间；电池材料将随着新能源汽车稳步发展。2010 年主要产品的毛利率参考当年 3 季报的数据。

图表 15 公司未来 3 年盈利基本假设

分产品	年份	产能（万吨）	产量（万吨）	售价（元/吨）	销售额（百万元）	毛利率	毛利（百万元）
电解锰	2009A	3			409.28	14.14%	57.87
	2010E	3	3	17000	510.00	17.33%	88.38
	2011E	4	4	20000	800.00	19.00%	152.00
	2012E	6	6	22000	1,320.00	20.00%	264.00
氢氧化镍	2009A	0.3	0.2	76140	152.29	19.41%	29.56
	2010E		0.25	80000	200.00	20.03%	40.06
	2011E		0.3	90000	270.00	20.00%	54.00

	2012E		0.4	100000	400.00	20.00%	80.00
四氧化三锰	2009A	2	2		234.53	3.72%	8.72
	2010E		2	14431	288.62	10.41%	30.05
	2011E		2	15000	300.00	11.00%	33.00
	2012E		2	16000	320.00	11.00%	35.20
磁芯	2009A				119.84	4.05%	4.85
	2010E				153.73	20.00%	30.75
	2011E				145.64	7.00%	10.19
	2012E				139.74	7.00%	9.78
金刚石	2009A		1.2		37.00	-9.69%	-3.59
	2010E				54.17	-9.34%	-5.06
	2011E				45.59	4.00%	1.82
	2012E				49.88	4.00%	2.00
其他	2009A				13.28	45.00%	5.98
	2010E						
	2011E						
	2012E						
销售额 毛利（亿元） （亿元）							
总体	2009A		10.12		-1.59		
	2010E		12.07		1.84		
	2011E		15.61		2.51		
	2012E		22.30		3.91		

资料来源：方正证券研究所

图表 16 主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1011.70	1206.53	1561.23	2229.62
同比(%)	-21.80%	19.26%	29.40%	42.81%
归属母公司净利润	-152.91	29.36	63.42	117.88
同比(%)	-467.55%	-119.20%	115.99%	85.87%
毛利率(%)	11.01%	15.26%	16.08%	17.54%
ROE(%)	-24.05%	7.29%	8.83%	14.15%
每股收益(元)	-0.96	0.18	0.40	0.74

资料来源：方正证券研究所

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.18、0.40、0.74 元。

2、每股资源价值估算

采用 NAV 法，我们重估了每股资源价值。

图表 17 金瑞科技 NAV 方法测算每股资源价值

项目	原有电解锰资源价值	现有电解锰资源价值
目前价格（万元/吨）	1.975	1.975
成本价格（万吨/吨）	1.16	1.16
碳酸锰储量（万吨）、品位 17%	323	1012.8
折合电解锰产量	40.375	126.6
利润总额（亿元）	32.905625	103.179
税率（%）	20%	20%
净利润（亿元）	26.3245	82.5432
折现年限（年）	15	15
年折现价值（亿元）	1.7550	5.5029
折现率（%）	10.00%	10.00%
现值（亿元）	14.68	46.04
股本（亿股）	1.6005	1.6005
测算每股资源价值（元/股）	9.17	28.77

数据来源：公司公告 方正证券研究所

我们假设矿山开采的税率是 20%，折现年限为 15 年，按照每年 10%的折现率，则电解锰的每股资源价值将从 9.17 元/股增加到 28.77 元/股。由于锰矿是稀缺矿产，我们预计电解锰的价格在未来 15 年将长期处于上涨趋势；同时锰矿在开采中储量减少会抵消一部分价格上涨因素。综合考虑，我们给予电解锰 20%-50%的溢价，则公司锰矿的每股价值应在 34.52-43.16 元/股。

当前（2011 年 1 月 11 日收盘价）的股价为 22.12 元/股，在不考虑锰矿价值溢价的情况下，预计股价将上涨约 30%。

3、投资建议

综合上述两种估值方法，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.18、0.40、0.74 元，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

1) 宏观经济的不确定性

虽然我国和国际宏观经济正在逐渐回暖，但是金融危机的影响仍然不容低估。产业结构调整对国内钢铁行业造成较大的不确定性，电解锰产品价格还在低价区域徘徊。

2) 国家环保政策的日趋严厉

公司所涉产业领域对环境保护的要求较为严格，如电解锰行业是高耗能高污染的行业，在生产经营中存在着“三废”排放与综合治

理问题，随着国家经济增长模式的转变，公司环保治理成本将不断增加，从而影响公司盈利水平。

3) 非公开发行预案，以及未来五矿集团对公司的资源整合，以及长沙矿院的锂电业务资产注入均具有不确定性

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	591.44	698.21	987.83	1415.94	经营活动现金流	-20.55	116.08	-56.54	122.32
现金	144.88	146.60	194.81	289.47	净利润	-151.05	49.41	65.38	121.52
应收账款	172.45	166.16	298.31	374.44	折旧摊销	51.85	51.55	66.52	93.73
其它应收款	2.28	1.47	3.20	3.90	财务费用	29.45	29.31	42.15	60.20
预付账款	27.77	13.21	39.79	41.09	投资损失	-5.31	-3.00	-5.10	-4.47
存货	194.68	325.58	354.69	598.37	营运资金变动	57.27	-12.52	-225.60	-148.21
其他	49.38	45.19	97.03	108.66	其它	-2.76	1.32	0.11	-0.44
非流动资产	674.69	719.92	845.51	1119.37	投资活动现金流	24.38	-98.95	-186.12	-362.06
长期投资	50.27	50.27	51.25	51.95	资本支出	-75.13	52.46	123.75	271.33
固定资产	460.14	504.43	605.71	822.86	长期投资	0.24	0.00	-0.98	-0.70
无形资产	87.43	96.67	117.25	160.74	其他	-50.51	-46.49	-63.35	-91.44
其他	76.85	68.55	71.30	83.83	筹资活动现金流	1.65	-54.74	-40.68	-45.75
资产总计	1266.13	1418.13	1833.34	2535.31	短期借款	38.00	-30.64	7.76	5.04
流动负债	552.19	669.93	1028.14	1604.97	长期借款	0.80	-11.69	-6.76	6.06
短期借款	367.00	375.69	714.99	1100.19	其他	-37.15	-12.41	-41.68	-56.86
应付账款	54.14	91.44	87.93	160.03	现金净增加额	5.48	-37.61	-283.33	-285.49
其他	131.04	202.79	225.22	344.75					
非流动负债	85.84	70.70	64.51	71.35	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	80.65	68.96	62.20	68.27	成长能力				
其他	5.19	1.74	2.31	3.08	营业收入	-21.80%	19.26%	29.40%	42.81%
负债合计	638.03	740.62	1092.65	1676.32	营业利润	-483.64%	133.11%	20.33%	89.87%
少数股东权益	81.17	101.21	103.18	106.82	归属母公司净利润	-467.55%	-119.20%	115.99%	85.87%
归属母公司股东权益	546.93	576.29	637.51	752.17	获利能力				
负债和股东权益	1266.13	1418.13	1833.34	2535.31	毛利率	11.01%	15.26%	16.08%	17.54%
					净利率	-14.93%	4.10%	4.19%	5.45%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	-24.05%	7.29%	8.83%	14.15%
营业收入	1011.70	1206.53	1561.23	2229.62	ROIC	-15.18%	4.76%	4.56%	6.24%
营业成本	900.27	1022.35	1310.21	1838.64	偿债能力				
营业税金及附加	5.24	4.45	7.03	10.03	资产负债率	50.39%	52.23%	59.60%	66.12%
营业费用	36.15	35.15	42.15	60.20	净负债比率	70.16%	62.36%	72.95%	71.27%
管理费用	69.27	69.39	70.26	100.33	流动比率	1.07	1.04	0.96	0.88
财务费用	29.45	29.31	42.15	60.20	速动比率	0.72	0.56	0.62	0.51
资产减值损失	135.31	-3.67	31.22	44.59	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	-0.07	-0.02	总资产周转率	0.76	0.90	0.96	1.02
投资净收益	5.31	3.00	5.10	4.47	应收帐款周转率	6.04	7.13	6.72	6.63
营业利润	-158.69	52.55	63.24	120.07	应付帐款周转率	15.84	14.04	14.61	14.83
营业外收入	6.06	8.75	5.84	6.88	每股指标(元)				
营业外支出	2.43	0.90	1.67	1.67	每股收益	-0.96	0.18	0.40	0.74
利润总额	-155.06	60.40	67.40	125.28	每股经营现金	-0.13	0.73	-0.35	0.76
所得税	-4.01	10.99	2.02	3.76	每股净资产	3.42	3.60	3.98	4.70
净利润	-151.05	49.41	65.38	121.52	估值比率				
少数股东损益	1.86	20.04	1.96	3.65	P/E	-15.16	117.46	54.38	29.26
归属母公司净利润	-152.91	29.36	63.42	117.88	P/B	4.24	5.98	5.41	4.59
EBITDA	-103.21	111.95	133.92	219.01	EV/EBITDA	-26.18	34.52	31.02	20.37
EPS（元）	-0.96	0.18	0.40	0.74					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com