

# 产品定位高端+区位优势独特

## 玉龙股份新股询价定价报告

### 报告关键点:

- 📖 下游旺盛需求确保油气管行业高增长
- 📖 产品定位+区位优势
- 📖 募投项目符合行业发展趋势

### 报告摘要:

- 将油气、输电网和风力发电的需求汇总,我们得到十二五期间年均的油气管需求约为774万吨。反观我国油气管产能情况,目前约为577万吨,低于油气管的年均需求量。尽管部分钢管厂有扩产计划,但结合扩产的规模及产能利用率的情况,我们认为在2012年十二五项目全面启动的背景下,行业的供需将呈现平衡的状态,并且供需格局在十二五期间有望得到延续,因此行业的盈利也将走出2011年的业绩低点,呈现稳步上升的态势。
- 公司产品定位较为高端,油气管占营业收入的比重逐年上升,目前已达到39%。由于公司的募投项目集中于油气管,未来油气管的比例将得到大幅提升。公司不断进行产品结构调整,盈利能力强的品种占比逐渐增加,预计平均吨管毛利将处于稳步上升的通道。
- 油气输送管分为主线、支线、城市管网,主线需要的钢级最高、口径最大,相应产品的盈利能力也最强。由于新疆地处油气源头,需要主线油气输送管。而新疆及其周边在主线油气输送管上无竞争对手,主要的竞争对手来源于中石油、中石化的下属钢管企业,这些企业凭借先天优势,能拿到主线油气输送管70%的订单,剩下30%的订单通过市场化竞争招标。由于原材料运费远低于油气输送管的运输成本,成本优势使得公司在获取新疆的主线油气输送管订单上拥有得天独厚的优势。预计公司将充分享受新疆油气输送管需求的高速增长。
- 预测公司2011-2013年摊薄后的EPS分别为0.55、0.76、1.01元。参考可比公司金洲管道、珠江钢管、胜利管道的估值与市值(金洲管道今年业绩低点、明年弹性高,因此2011B的PE较高),我们认为公司上市后合理的2011动态市盈率在18-21倍,对应股价为9.98-11.64元,对应市值为31.7-37亿元。给予申购市盈率14-18倍,对应合理的申购价格区间为7.76-9.98元。
- 风险提示:今年业绩承压、原材料价格波动的风险、募投项目进展低于预期的风险、反补贴、反倾销调查对公司经营带来的风险

建议询价区间:

7.76 - 9.98 元

上市首日定价区间:

9.98 - 11.64 元

报告日期: 2011-10-21

### 发行数据

总股本(万股)	23,800
发行数量(万股)	7,950
网下发行(万股)	1,590
网上发行(万股)	6,360
保荐机构	
发行日期	2011-10-27
发行方式	网下询价,上网定价

### 股东信息

唐志毅	36.13%
唐永清	18.07%
唐维君	18.07%
唐柯君	18.07%
周延	1.55%
魏爱民	1.26%
项雷	1.26%
王吕青	1.26%
董志远	.84%
吕燕青	.84%

### 衡昆

010-66581658  
执业证书编号

### 首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn  
S1450511020004

### 报告联系人

任志强

021-68763626  
renzq@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,083.4	2,276.2	2,312.6	2,926.8	3,720.0
Growth(%)	-23.2%	9.3%	1.6%	26.6%	27.1%
净利润	177.2	178.6	176.0	242.2	321.5
Growth(%)	32.0%	0.8%	-1.5%	37.6%	32.8%
毛利率(%)	18.9%	17.3%	16.9%	17.5%	17.8%
净利润率(%)	8.5%	7.8%	7.6%	8.3%	8.6%
每股收益(元)	0.74	0.75	0.55	0.76	1.01
每股净资产(元)	2.99	3.74	3.61	4.37	5.38
净资产收益率(%)	24.2%	20.5%	15.7%	17.8%	19.1%
ROIC(%)	26.3%	31.1%	18.6%	21.4%	24.4%

敬请阅读本报告正文后各项声明

## 1. 公司是国内领先的焊管生产商

### 1.1. 公司概况

公司从事焊接钢管的生产、销售，主要产品包括螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、方矩形焊接钢管和直缝高频焊接钢管四大类。

螺旋埋弧焊接钢管和直缝埋弧焊接钢管为应用最为广泛的焊接钢管品种，尤其油、气长距离输送用焊接钢管要求管径较大，而直缝高频焊接钢管以及无缝钢管等适用于输送用的钢管受管径尺寸影响，不能满足油、气长距离输送管线对大口径钢管的需求，故螺旋埋弧焊接钢管和直缝埋弧焊接钢管是目前油、气管线建设中主要的需求品种。

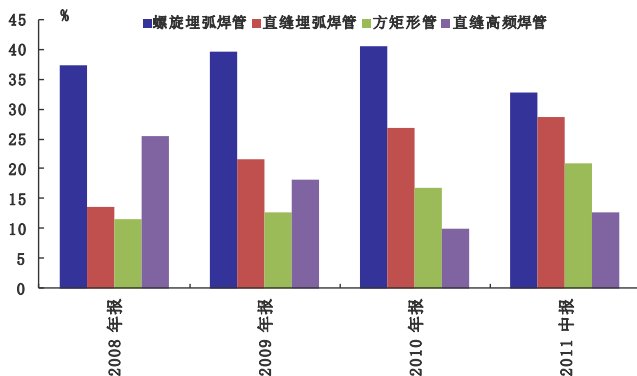
表 1 产品用途分类

序号	用途种类	螺旋埋弧焊接钢管	直缝埋弧焊接钢管	直缝高频焊接钢管	方矩形焊接钢管
1	石油天然气长输管线	适用	适用	-	-
2	城市天然气管网	适用	适用	适用	-
3	城市供水用管	适用	适用	适用	-
4	石油油管和套管	-	-	适用	-
5	桩用钢管	适用	适用	适用	-
6	钢结构用钢管	适用	适用	适用	适用
7	建筑行业	适用	适用	适用	适用
8	机械制造行业	适用	适用	适用	适用
9	化工行业	适用	适用	适用	适用

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

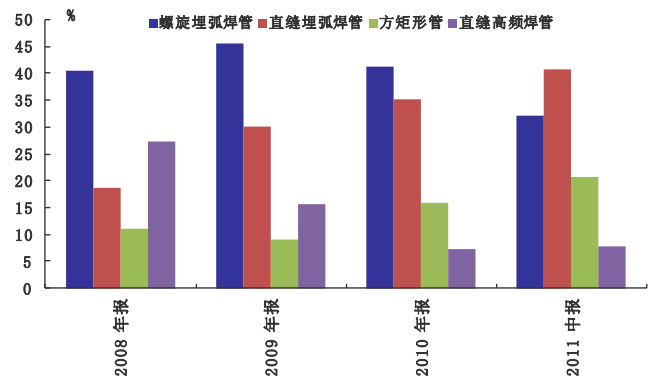
螺旋埋弧焊接钢管是公司的主导产品，报告期收入和毛利的占比均在 30%以上，直缝埋弧焊接钢管的收入、毛利占比稳步上升，目前毛利占比已超过 40%。

图 1 分产品营业收入占比



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 2 分产品毛利占比

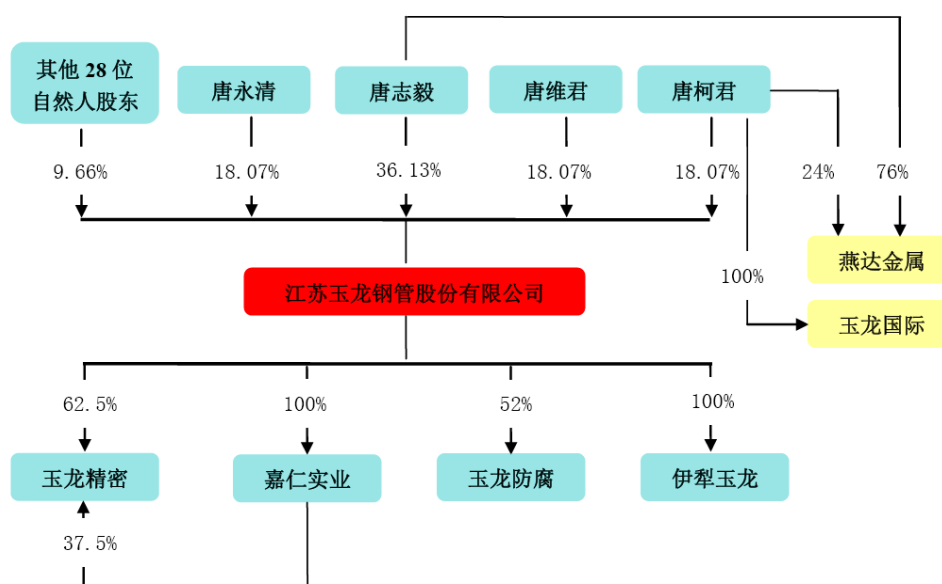


数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

### 1.2. 公司股权结构

公司前身无锡县高频焊管厂成立于 1980 年 11 月 19 日，主管部门为玉祁工业总公司，企业性质为社办集体所有制企业。公司发起人及实际控制人为唐志毅、唐永清、唐维君、唐柯君四人，合计持有公司 21,500 万股份，发行前持股比例达 90.34%；公司拟在 A 股公开发行 7950 万股，发行后社会公众股本占总股本的 25.04%，实际控制人持股占总股本的 67.72%。

图 3 公司的股权结构（发行前）



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

## 2. 下游旺盛需求确保油气管行业高增长

油气管主要用在三方面：油气管道需求、输电网、风力发电。而三方面的需求都有望实现高速增长。

### (1) 油气管道需求

由于管道在油气输送的运价比、能耗比、损耗方面都具有明显的优势，因此油气输送将主要使用管道。根据十二五规划，国内油气管道总长度将达到 15 万公里，即新增油气管线 7-8 万公里，相当于 2010 年以前 50 年总和。据此测算，国内每年新增油气管线 1.4 万公里以上，需使用油气管 550-750 万吨。

表 2 管道在油气输送的运价比、能耗比、损耗方面都具有明显的优势

项目	管道	火车	海运	河运	汽车
运价比	1	4.6	0.4	1.6	20.7
能耗比	1	2	0.3	0.5	8.5
损耗 (%)	0.2-0.3	0.71	0.45	0.45	0.45

数据来源：中国冶金网、安信证券研究中心

由于我国原油和天然气需求的持续增长，国内油、气管网建设呈加速态势，推动了国内输送用钢管市场需求。根据中石油、中石化在 2008 年之前的相关管网规划，其原油、成品油、天然气的管网主干线及支线对输送用焊接钢管需求巨大。

表 3 中石油、中石化规划

项目	中石油	中石化
原油管线	在 2007 年~2015 年期间规划新建原油管道约 5,300 公里，需焊接钢管约 119 万吨	在 2007 年~2015 年期间新建原油管道约 4,550 公里，需焊管约 68 万吨；将重点建设出疆原油管道。
成品油管线	加快构建“北油南调、西油东输”成品油干线，在 2007 年~2015 年期间新建成品油管道约 6,000 公里，需焊接钢管约 60 万吨	以东部大型石化加工基地为起点的成品油管道，并与已有的成品油管道、附近配送中心及销售油库等联片成网。在 2007 年~2015 年期间规划新建成品油管道约 1,000 公里，需焊接钢管约 9 万吨

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

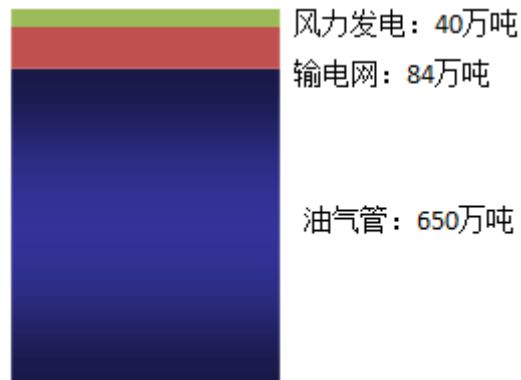
(2) 输电网需求

根据十二五规划，国家电网特高压输电线路五年投资总额将超过 5000 亿元，电力铁塔钢管需求量巨大。十二五期间，特高压电网电力铁塔用钢管需求约为 422.4 万吨。

(3) 风力发电需求

根据《中国风电发展报告》，海上风电到 2015 年底，实现海上风电投产 5GW，在建 5GW 的目标。据测算，海上风电焊接钢管（打桩管，50 米长）总需求在 200 万吨以上。将油气、输电网和风力发电的需求汇总，我们得到十二五期间年均的油气管需求约为 774 万吨。

图 4 油气管十二五年均需求量 774 万吨



数据来源：十二五规划、安信证券研究中心

反观我国油气管产能情况，目前约为 577 万吨，低于油气管的年均需求量。尽管部分钢管厂有扩产计划，但结合扩产的规模及产能利用率的情况，我们认为在 2012 年十二五项目全面启动的背景下，行业的供需将呈现紧平衡的状态，并且供需格局在十二五期间有望得到延续，因此行业的盈利也将走出 2011 年的业绩低点，呈现稳步上升的态势。

表 4 油气管目前产能 577 万吨

生产商	油气管年产能 (万吨)
宝鸡钢管	176
宝钢钢管	50
沙市钢管	40
渤海石油装备	50
珠江钢管	130
胜利管道	54
金洲管道	38
玉龙股份	39
合计	577

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

### 3. 产品定位+区位优势

#### 3.1. 产品定位高端

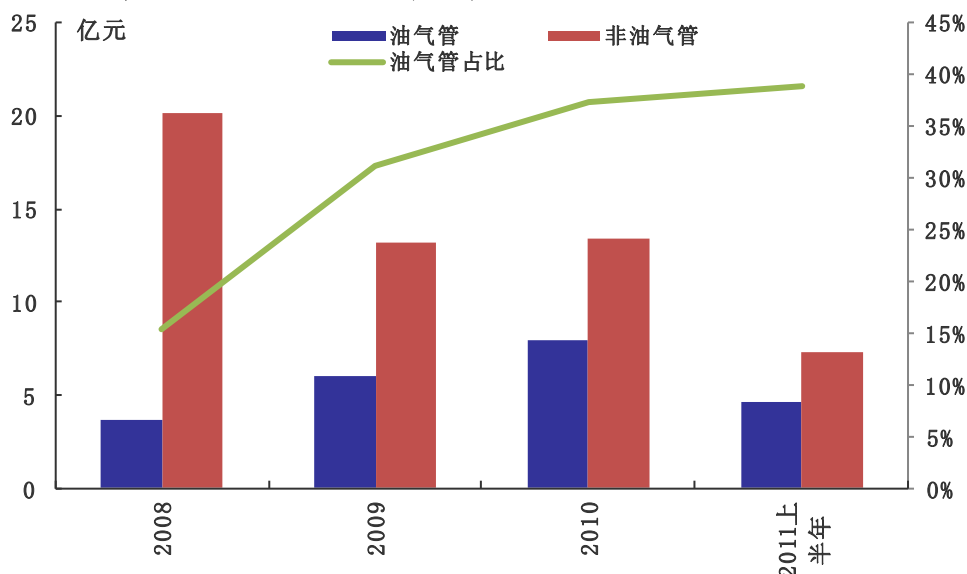
据中国钢结构协会钢管分会统计，公司在焊接钢管的品种、综合规模、市场占有率上连续三年（2008~2010 年）居同行业前三名。

从产品系列覆盖面看，公司形成了包括结构用钢管及输送用钢管的全系列产品，从产品系列的等级和发展规划看，公司已明确了油、气输送用焊接钢管产品在公司产品系列中的战略地位，并形成了适用于油、气长距离运输的多规格螺旋埋弧焊接钢管和直缝埋弧焊接钢管生产线，包括大口径螺旋埋弧焊接钢管（最大口径 2,850mm）及大口

径直缝埋弧焊接钢管（最大口径 1,422mm）生产线、高钢级（X80）螺旋埋弧焊接钢管生产线。上述产品已被广泛运用到中哈天然气管线项目、中亚天然气管道项目、川气东送等重要管线建设工程中。

公司产品定位较为高端，油气管占营业收入的比重逐年上升，目前已达到 39%。由于公司的募投项目集中于油气管，未来油气管的比例将得到大幅提升。公司不断进行产品结构调整，盈利能力强的品种占比逐渐增加，预计平均吨管毛利将处于稳步上升的通道。

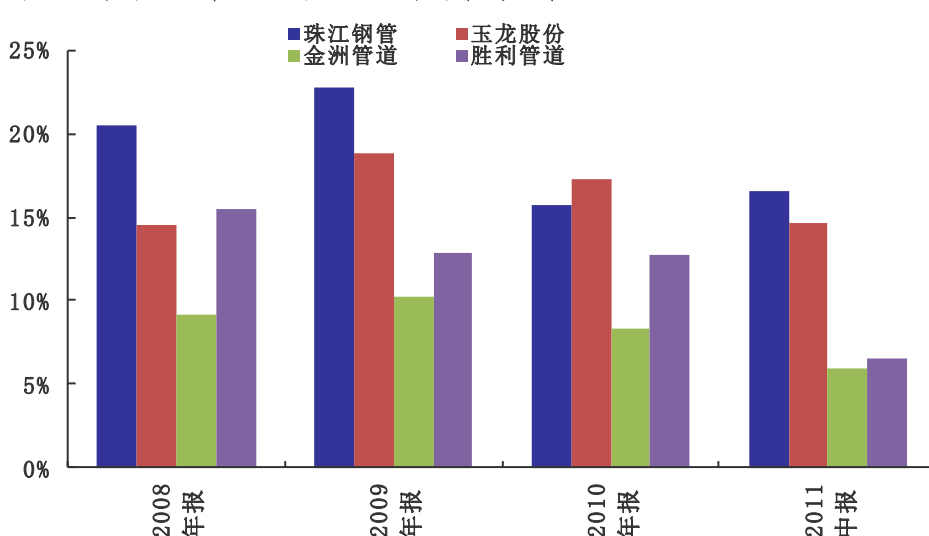
图 5 油气管占营业收入的比重逐年上升



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

由于公司产品结构定位较为高端，因此公司的毛利率超出同类型公司的平均水平，随着募投项目带来产品结构的进一步升级，中高档产品占比增加，预计公司盈利能力的领先优势有望进一步扩大。

图 6 公司的毛利率超出同类型公司的平均水平



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

### 3.2. 区位优势独特

新疆地区是我国能源战略供应基地，根据第二次全国油气资源评价结果，新疆石油资

源量 300 亿吨，超过全国陆上石油资源量的 25%；天然气资源量为 10.8 万亿立方米，占全国陆上天然气资源量的 34%；煤炭预测资源量 2.19 万亿吨，占全国的 40%。尤其随着新疆天然气及原油探明储量的不断增加，以及天然气作为清洁能源在国家能源战略体系中的地位上升，新疆地区新一轮能源开发基础设施投资已开始提速。

公司主要的募投项目伊犁玉龙钢管有限公司年产 25 万吨油、气等长距离输送钢管项目地处新疆，有利于贴近当地石油、天然气的开采基地及煤化工建设基地，并可开发临近的中亚油气输送管市场。伊犁项目所需原材料热轧卷板、中厚板由八一钢铁、首钢、宝钢、太钢、鞍钢、梅钢等供应，尽管原材料运费较高，但远低于油气输送管的运输成本。以无锡运至新疆为例，1 吨钢材运费约 600 元/吨，而 1 吨油气输送管运费高达 1800 元/吨。

油气输送管分为主线、支线、城市管网，主线需要的钢级最高、口径最大，相应产品的盈利能力也最强。由于新疆地处油气源头，需要主线油气输送管。而新疆及其周边在主线油气输送管上无竞争对手，主要的竞争对手来源于中石油、中石化的下属钢管企业，这些企业凭借先天优势，能拿到主线油气输送管 70% 的订单，剩下 30% 的订单通过市场化竞争招标。由于原材料运费远低于油气输送管的运输成本，成本优势使得公司在获取新疆的主线油气输送管订单上拥有得天独厚的优势。预计公司将充分享受新疆油气输送管需求的高速增长。

#### 4. 募投项目符合行业发展趋势

我国目前一般使用钢级 X60 级别左右，随着输送管道对安全性要求提高，西气东输二线已经要求采用 X80 钢级的焊接钢管，未来钢级将逐渐向 X100 钢级甚至更高钢级发展。

公司顺应行业发展趋势，自 2008 年以来，已经逐步升级和调整产品结构，重点发展直缝埋弧焊接钢管、高钢级螺旋埋弧焊接钢管等中、高档焊接钢管产品，已拥有一条年产 8 万吨的高钢级螺旋埋弧焊接钢管生产线，两条年产共计 20 万吨的直缝埋弧焊接钢管生产线。

表 5 募投项目集中于油气输送管（单位：万元）

项目名称	预计总投资额	募集资金额
伊犁玉龙钢管有限公司年产 25 万吨油、气等长距离输送钢管项目	64,600.00	64,600.00
江苏玉龙钢管股份有限公司年产 17 万吨油、气等长距离输送钢管项目	27,480.00	27,480.00

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

公司的募投项目也集中于油气输送管，尤其伊犁玉龙钢管有限公司年产 25 万吨油、气等长距离输送钢管项目集中于高钢级、大口径油气输送管，将涉足油气输送管主体工程，有助于提升产品的盈利能力。两项募投项目投产后，油气输送管产能也将实现跨越式增长，由目前的 28 万吨跃升至 70 万吨。其中，公司本部募集资金投资项目将新增直缝埋弧焊接钢管产能 12 万吨，新增高钢级螺旋埋弧焊接钢管产能 5 万吨。伊犁项目拟投资总额为 6.46 亿元，建设规模为年产 25 万吨油、气等长距离输送用钢管，其中年产 12 万吨 JCOE 直缝埋弧焊钢管的生产线一条，年产 6.5 万吨高钢级高强度螺旋埋弧焊钢管的生产线二条。伊犁项目年产 6.5 万吨高钢级高强度螺旋埋弧焊钢管的二条生产线分别于今年 5-6 月、10 月投产，预计年产 12 万吨 JCOE 直缝埋弧焊钢管的生产线将于 2012 年底投产。

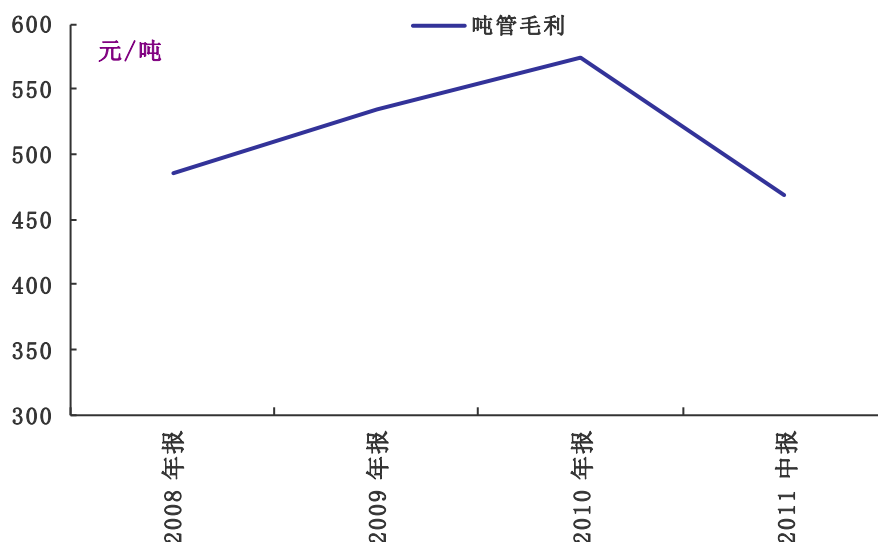
#### 5. 风险提示

##### 1. 今年业绩承压

在“十一五”项目均已停止，而“十二五”项目均尚未全面启动的影响下，今年油气管道输送行业的需求并不十分理想，公司受需求不旺、设备检修、费用集中计提的影

响下，今年上半年净利润同比下滑 19%。由于公司采取成本加成的定价方式，因此各项产品的吨管毛利额历史上均较为稳定，公司吨管毛利在 2008-2010 年的稳步改善源于产品结构的调整，即油气管比重的增加。而今年上半年吨管毛利较 2010 年大幅下滑 18%，可见需求上出现了较为明显的下滑，尤其是主导产品螺旋埋弧焊管的产能利用率从 2010 年的 89% 大幅下滑至今年上半年的 76%（产能按实际生产尺寸的中位数确定）。因此我们认为今年公司业绩承压，不过由于需求在下半年尤其是四季度开始启动，预计今年的净利润大致持平或小幅下滑。

图 7 今年上半年吨管毛利较 2010 年大幅下滑 18%



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

## 2. 原材料价格波动的风险

应收账款金额达到 3 亿元，回款周期较长大量占用了公司的现金，对公司的现金周转产生较大压力。当原材料价格短时期内大幅下跌时，一方面可能会引起客户毁约、产品滞销，增加了存货；另一方面会导致存货可变现净值下降，存在贬损的风险。

## 3. 反补贴、反倾销调查对公司经营带来的风险

未来如果开展反倾销、反补贴调查的国家继续增加，或者被列入反倾销、反补贴调查的焊管产品范围继续加大，仍会对公司的外销收入造成一定影响。

## 4. 募投项目进展低于预期的风险

由于募投项目是未来业绩增长的源泉，而新疆地区在基础设施建设配套上并不完善，尤其公司在油气输送主线管道上要和中石油、中石化下属企业竞争，前期的市场开拓、取得订单上可能会面临一定的障碍；而目前公司的需求主要集中于中小口径的油气输送管，江苏年产 17 万吨的油气等长距离输送管项目在建设进度、前期市场开拓上也有一定的不确定性。

## 6. 盈利预测与估值

预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 0.55、0.76、1.01 元。参考可比公司金洲管道、珠江钢管、胜利管道的估值与市值（金洲管道今年业绩低点、明年弹性高，因此 2011E 的 PE 较高），我们认为公司上市后合理的 2011 动态市盈率在 18-21 倍，对应股价为 9.98-11.64 元，对应市值为 31.7-37 亿元。给予申购市盈率 14-18 倍，对应合理的申购价格区间为 7.76-9.98 元。

表 6 可比公司的估值与市值

	PE (2011E)	市值(亿元)
金洲管道	31	20
珠江钢管	19.6	16.2
胜利管道	15.9	16.6

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心



财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011/10/21			
利润表						2009	2010	2011E	2012E	2013E			
营业收入	2,083.4	2,276.2	2,312.6	2,926.8	3,720.0	成长性							
减: 营业成本	1,690.2	1,883.5	1,922.4	2,415.8	3,059.2	营业收入增长率	-23.2%	9.3%	1.6%	26.6%	27.1%		
营业税费	9.6	5.5	5.6	9.2	9.9	营业利润增长率	18.0%	7.7%	-1.4%	36.8%	32.3%		
销售费用	55.7	39.8	40.4	51.2	65.0	净利润增长率	32.0%	0.8%	-1.5%	37.6%	32.8%		
管理费用	55.7	53.3	54.2	68.5	87.1	EBITDA 增长率	6.7%	10.0%	6.6%	31.4%	32.3%		
财务费用	17.9	21.5	25.8	20.6	20.6	EBIT 增长率	4.0%	8.6%	0.2%	31.7%	30.5%		
资产减值损失	5.4	4.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	2.5%	3.6%	-2.2%	32.4%	31.0%		
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.3%	63.4%	14.8%	14.9%	34.7%		
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	31.8%	20.4%	28.4%	21.6%	23.6%		
营业利润	248.8	268.1	264.3	361.5	478.1	利润率							
加: 营业外净收支	-1.1	-5.5	-5.5	-5.5	-5.5	毛利率	18.9%	17.3%	16.9%	17.5%	17.8%		
利润总额	247.8	262.6	258.8	356.0	472.6	营业利润率	11.9%	11.8%	11.4%	12.4%	12.9%		
减: 所得税	53.8	64.5	63.5	87.4	116.1	净利润率	8.5%	7.8%	7.6%	8.3%	8.6%		
净利润	177.2	178.6	176.0	242.2	321.5	EBITDA/营业收入	14.8%	14.9%	15.7%	16.3%	16.9%		
EBIT/营业收入						12.8%	12.7%	12.5%	13.1%	13.4%			
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率							
货币资金	405.6	261.6	455.5	635.0	592.0	固定资产周转天数	67	69	74	73	76		
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	31	49	85	76	77		
应收账款	151.7	224.8	219.6	259.7	350.2	流动资产周转天数	187	201	227	224	218		
应收票据	27.6	45.7	40.7	49.7	67.8	应收帐款周转天数	27	33	38	33	33		
预付帐款	207.9	329.2	385.1	506.9	653.6	存货周转天数	75	72	75	67	67		
存货	413.5	474.8	484.6	608.9	771.1	总资产周转天数	287	299	336	323	314		
其他流动资产	0.2	0.5	0.5	1.0	1.8	投资资本周转天数	131	147	193	175	173		
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率							
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	24.2%	20.5%	15.7%	17.8%	19.1%		
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	10.0%	8.4%	9.2%	10.0%		
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	26.3%	31.1%	18.6%	21.4%	24.4%		
固定资产	456.6	421.5	529.0	663.8	916.3	费用率							
在建工程	11.2	122.9	109.7	109.0	117.3	销售费用率	2.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%		
无形资产	106.1	103.8	96.9	90.4	84.4	管理费用率	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%		
其他非流动资产	8.3	5.1	5.1	5.1	5.1	财务费用率	0.9%	0.9%	1.1%	0.7%	0.6%		
资产总额	1,788.5	1,989.9	2,326.7	2,929.4	3,559.4	三费/营业收入	6.2%	5.0%	5.2%	4.8%	4.6%		
短期债务	309.0	449.0	538.8	646.6	775.9	偿债能力							
应付帐款	37.3	25.0	35.8	43.4	50.9	资产负债率	55.1%	51.4%	46.6%	48.4%	47.5%		
应付票据	465.6	385.1	361.9	538.1	627.7	负债权益比	122.7%	105.7%	87.3%	93.9%	90.6%		
其他流动负债	173.5	129.5	110.2	83.8	26.1	流动比率	1.22	1.31	1.46	1.45	1.44		
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.79	0.84	1.01	1.02	0.98		
其他非流动负债	-	-	0.1	1.4	2.7	利息保障倍数	14.90	13.47	11.24	18.51	24.16		
负债总额	985.4	1,022.6	1,084.8	1,418.9	1,692.4	分红指标							
少数股东权益	92.1	77.5	96.7	123.1	158.2	DPS(元)	-	-	-	-	-		
股本	238.0	238.0	317.5	317.5	317.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
留存收益	473.1	651.7	827.7	1,069.9	1,391.4	股息收益率							
股东权益	803.2	967.3	1,242.0	1,510.5	1,867.0	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.74	0.75	0.55	0.76	1.01		
净利润	194.0	198.1	176.0	242.2	321.5	BVPS(元)	2.99	3.74	3.61	4.37	5.38		
加: 折旧和摊销	42.6	50.6	72.6	94.4	131.7	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
资产减值准备	5.4	4.5	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-		
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-		
财务费用	17.4	23.1	25.8	20.6	20.6	P/S	-	-	-	-	-		
投资收益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-		
少数股东损益	16.8	19.5	19.2	26.4	35.0	CAGR(%)	11.5%	21.6%	22.2%	15.2%	-0.1%		
营运资金的变动	15.6	-344.0	-165.9	-251.1	-377.6	PEG	-	-	-	-	-		
经营活动产生现金流量	308.2	-101.3	127.7	132.4	131.3	ROIC/WACC	7.0	8.2	4.9	5.7	6.5		
投资活动产生现金流量	-47.6	-125.0	-260.0	-322.0	-486.4	REP	-	-	-	-	-		
融资活动产生现金流量	-193.8	117.7	143.5	87.1	108.7								

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

衡昆声明，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。

## 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;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

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

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

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034