

# 金价波动短期受压，管理提升长期向好

## 明牌珠宝分析报告

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **30.00 元**

期限: 6个月 上次预测:

现价(2012年04月05日): 23.73元

报告日期: **2012-04-06**

### 报告关键点:

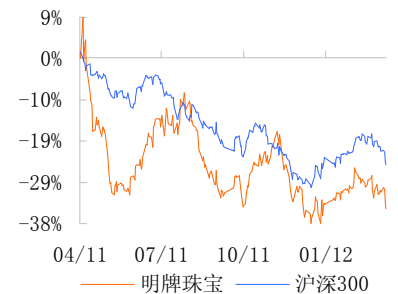
目前市场上对珠宝首饰行业已有的研究，大都是从消费品属性去分析理解，把行业高速增长归结为国内居民可支配收入提高所带来的消费结构升级。本篇报告从金属价格角度，阐述珠宝首饰行业增长的驱动因素，以及企业盈利水平受到金属价格波动影响的敏感性。

### 报告摘要:

- ▶ **短期行业增速放缓，不改长期趋势向好:** 珠宝首饰行业在2010-2011年高速增长，限额以上珠宝企业销售规模同比增速维持在40-50%的水平，成为消费板块之中的耀眼明星。我们认为行业呈现高景气的原因，不仅是国内居民可支配收入提高所带来的消费结构升级，而是在很大程度上受到了国际金价上涨的影响。我们判断如果黄金价格在短期内无法重新回复单边上涨的行情，将从价格和销量两个方面压抑黄金首饰行业的销售增速。然而，从长期看，支持黄金价格上涨的逻辑依然存在，珠宝首饰行业仍然具有较大的成长空间。
- ▶ **黄金饰品是当下引擎，高端新产品蓄势待发:** 近年来铂金饰品市场黯淡，镶嵌饰品表现平稳。公司积极应对持续变化的市场形势，不断扩大黄金饰品的业务比重，充分享受黄金饰品行业的高速成长。同时，公司也一直在谋求新的发展方向，向更高端、高附加值的产品线延伸。由于目标市场尚处空白，如果公司能成功实现拓展，将为公司带来新的利润增长点。
- ▶ **渠道管理不断精细化，效率提升方面大有可为:** 当前整个珠宝首饰行业还处于快速成长期，市场集中度较低，公司选择了依靠经销商，快速提升销售规模，抢占市场份额的经营策略。同时，公司从去年开始也在精细化管理和提升运营效率方面做出了很多积极的努力。设立了区域性的管理中心，聘请机构做店面提升，加强货品的布局管理和营销人员的培训，提升存货的周转、配货的速度和精准度，以便更及时准确的匹配消费者的需求。这些举措有助于公司树立品牌形象和巩固市场地位，提升竞争优势。
- ▶ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2011-2013年营业收入同比增长46.2%，34.3%，31.6%；净利润同比增长17.7%，29.7%，30.4%；每股收益分别为1.06元，1.38元，1.80元。首次覆盖，给予公司“增持-A”评级，6个月目标价30元。
- ▶ **风险提示:** 1) 原材料价格波动为公司盈利带来的风险；2) 宏观经济不景气影响居民在可选消费品方面的支出；3) 4月份小非解禁可能对股价造成的冲击。

总市值(百万元)	5,570.40
流通市值(百万元)	1,392.60
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	60.00
12个月最低/最高	21.70/39.36元
十大流通股东(%)	18.39%
股东户数	23,902

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.82)	(3.80)	(10.16)
绝对收益	(10.07)	0.35	(35.13)

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

张妮

010-66581599  
zhangni@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,299.0	4,029.0	5,891.5	7,911.3	10,414.4
Growth(%)	16.3%	22.1%	46.2%	34.3%	31.6%
净利润	148.9	216.8	255.2	331.0	431.6
Growth(%)	72.5%	45.6%	17.7%	29.7%	30.4%
毛利率(%)	12.9%	12.5%	10.6%	10.2%	10.2%
净利润率(%)	4.5%	5.4%	4.3%	4.2%	4.1%
每股收益(元)	0.62	0.90	1.06	1.38	1.80
每股净资产(元)	1.96	2.86	11.67	13.05	14.85
市盈率	37.4	25.7	21.8	16.8	12.9
市净率	11.9	8.1	2.0	1.8	1.6
净资产收益率(%)	31.7%	31.6%	9.1%	10.6%	12.1%
ROIC(%)	20.2%	24.7%	19.2%	14.1%	13.6%
EV/EBITDA	-	-	14.1	12.5	10.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

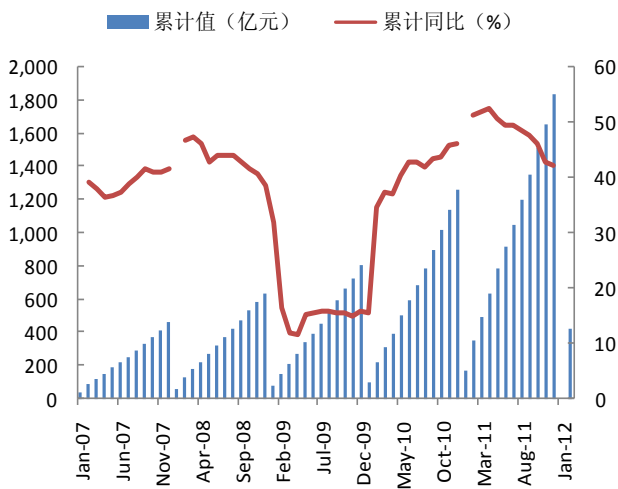
### 前期研究成果

## 1. 短期行业增速放缓，不改长期趋势向好

### 1.1. 金属价格走势与行业销售增速

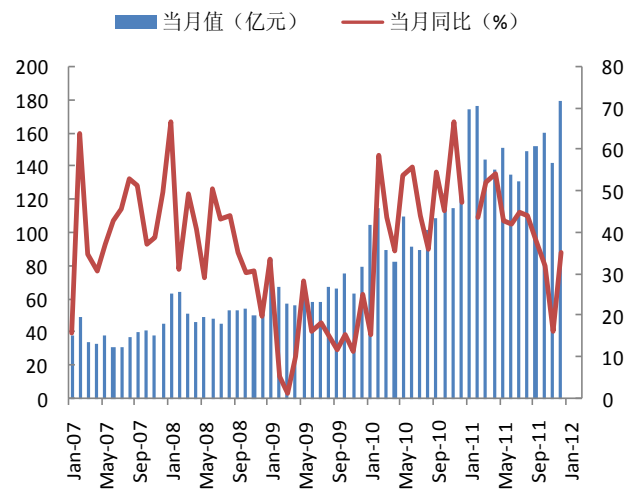
珠宝首饰行业在 2010-2011 年高速增长，限额以上珠宝企业销售规模同比增速维持在 40-50% 的水平，成为消费板块之中的耀眼明星。我们认为行业呈现高景气的原因，不仅是国内居民可支配收入提高所带来的消费结构升级，而是在很大程度上受到了国际金价上涨的影响。

图 1 限额以上金银珠宝企业累计零售额



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

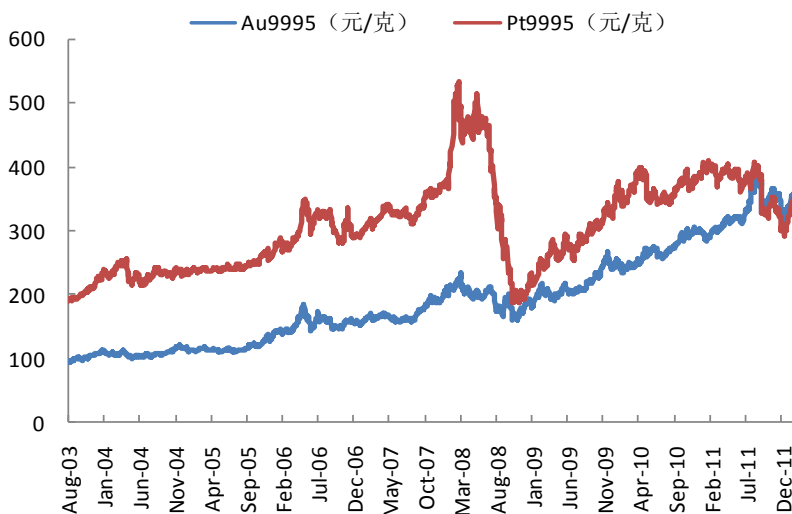
图 2 限额以上金银珠宝企业当月零售额



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

黄金价格的攀升，一方面驱动黄金饰品销售价格（=金价+加工费）大幅上涨；另一方面，由于黄金饰品不仅能佩戴，还能保值，这种投资属性也激发了消费者在黄金牛市中的购买热情。黄金价格从 2011 年下半年开始呈现震荡走势，我们认为，如果黄金价格在短期内无法重新回复单边上涨的行情，将从价格和销量两个方面压抑黄金首饰行业的销售增速。然而，从长期看，支持黄金价格上涨的逻辑依然存在，珠宝首饰行业仍然具有较大的成长空间。

图 3 上海金交所黄金、铂金现货价



数据来源：上海黄金交易所，安信证券研究中心

铂金是一种稀有的小金属，全球每年只有 200 多吨的产量，主要集中在南非、俄罗斯。铂金的需求范围比较狭窄，主要应用于汽车工业和首饰行业。2008 年底工业需求的快速疲软，导致铂金价格剧烈波动。2009 年市场回暖，加上国际铂金协会（PGI）的大力宣传推广，铂金首饰当年销售获得快速增长。

2010-2011 年，黄金首饰的强劲势头对铂金产生了消费替代效应，铂金首饰市场显得较为黯淡。2011 年黄金和铂金价格首次出现了十分罕见的倒挂现象，使得铂金的关注度有所回升。我们认为，铂金作为一种非常稀有而高贵的金属，具有白色 K 金无法替代的质感。无论是素金产品，还是用于大克拉钻石镶嵌辅料，铂金拥有其专属的消费群体。

图 4 铂金饰品所传递出的珍贵稀有精神



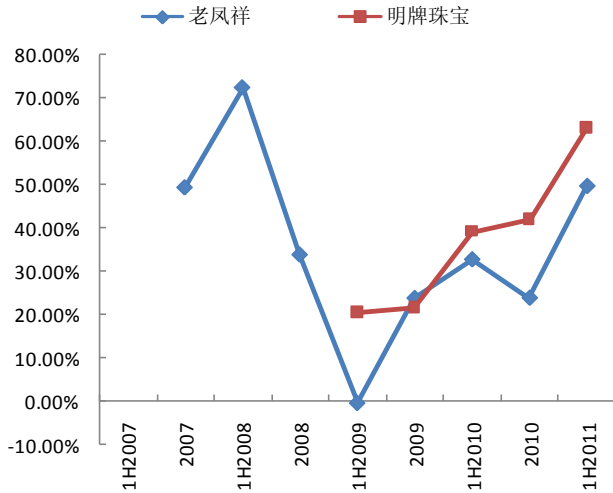
数据来源：国际铂金协会网站，安信证券研究中心

## 1.2. 金属价格波动与企业盈利

从企业盈利的角度看，金属价格波动除了影响饰品终端售价和收入增速，对企业的利润率水平作用也相当敏感。我们把上市公司老凤祥和明牌珠宝的黄金饰品业

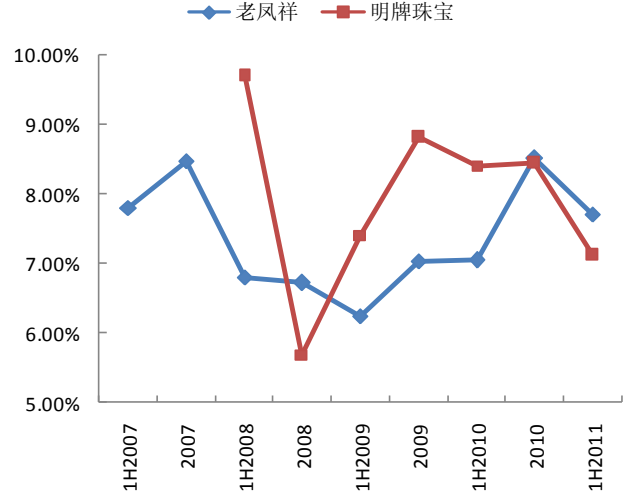
务单独拆分出来加以对比。

图 5 黄金饰品业务收入增速对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6 黄金饰品业务毛利率对比

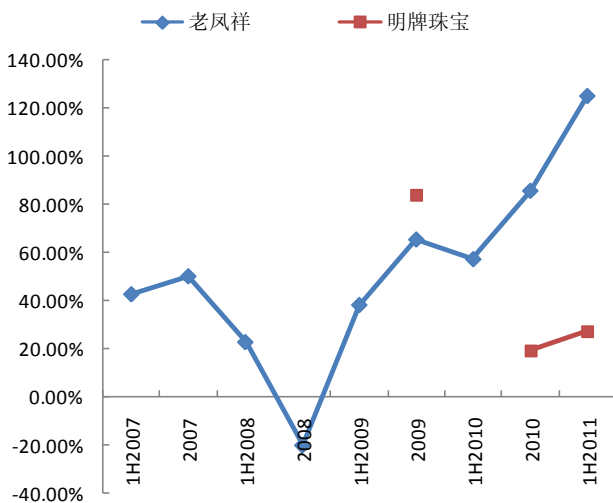


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

对比分析可见，2008 下半年金价的下跌，使得老凤祥和明牌珠宝的黄金饰品业务收入增速在 2009 年都呈现出大幅回落。随着黄金价格在 2009-2011 年的不断攀升，企业收入增速回升迅猛。

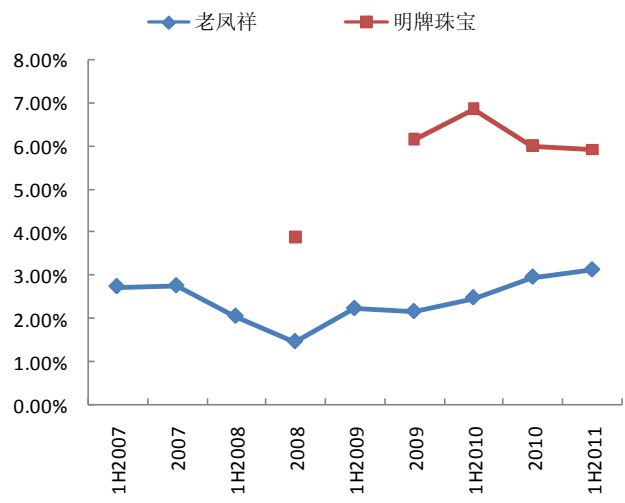
由于黄金首饰业务毛利率很低（尤其是批发业务），老凤祥和明牌珠宝正常年份的毛利率水平在 8% 左右。2008-2009 上半年，两家公司的毛利率都下滑到 6% 附近，下滑幅度非常之大，可见公司盈利水平对金价波动相当敏感。由于黄金首饰批发业务占这两家公司的业务比重很高，公司的整体净利润水平也因此而呈现大幅波动。（明牌珠宝由于上市时间较短，可获得的公开财务数据有限。）

图 7 公司整体利润增速对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8 公司整体利润率对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

虽然珠宝首饰类企业都会采取黄金租赁和黄金 T+D 延期交易方式来抵御原材料

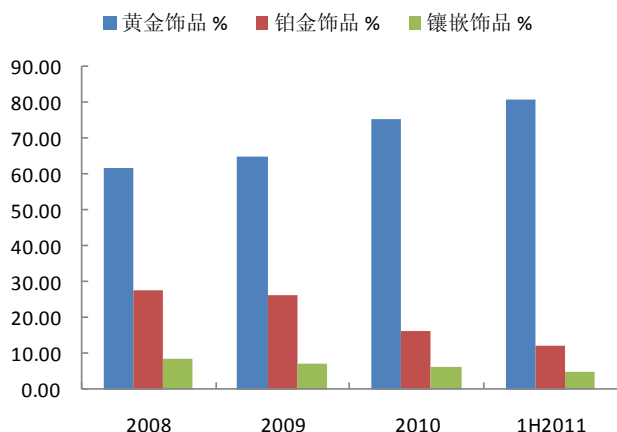
价格的波动，但是这些手段只能部分的对冲风险，无法完全规避。2008 年国际金价从 3 月高点到 9 月低点，下降幅度约 27%，2011 年国际金价从 9 月高点到 12 月低点，下降幅度约 20%。在此，我们提醒投资者关注金价下跌可能为珠宝首饰类上市公司 2012 年业绩带来的压力。

## 2. 黄金饰品是当下引擎，高端新产品蓄势待发

### 2.1. 铂金饰品比重下降

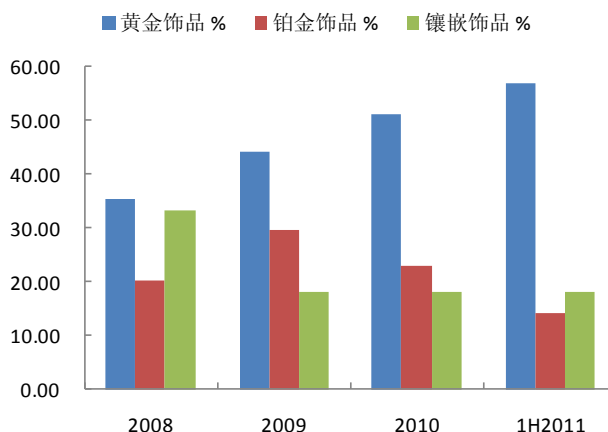
明牌珠宝开展业务之初主要从事铂金饰品的设计、生产和销售，公司技术工艺领先，在国内铂金饰品领域一直占有领导地位。2008-2010 年，公司铂金自营量在金交所会员中排名第一，“明”牌铂金饰品销售额在同行业中排名第一（中宝协）。由于近些年铂金整体市场的不景气，铂金饰品占公司的业务比重逐年下降。

图 9 公司主要产品收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10 公司主要产品利润构成

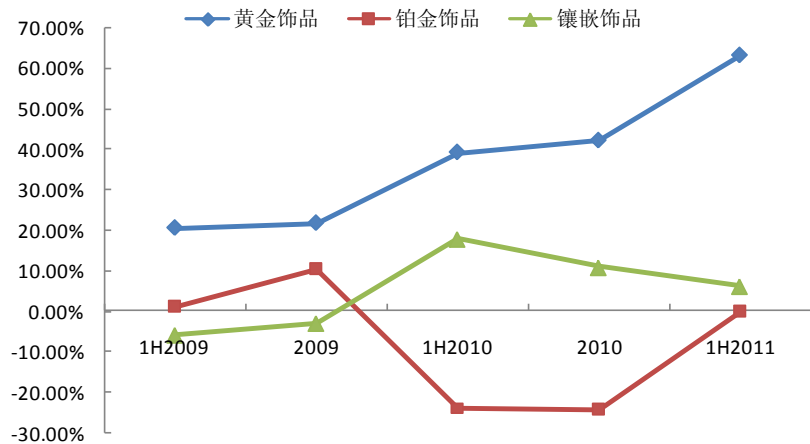


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.2. 黄金饰品是当下引擎

公司积极应对持续变化的市场形势，不断扩大黄金饰品的业务比重，充分享受黄金饰品行业的高速成长。目前黄金饰品占公司总体收入比重约 80%，利润比重接近 60%，是公司的主要利润来源。2010 年公司黄金饰品销售收入同比增长 42.18%，2011 年中期同比增长 63.25%。我们认为，黄金饰品仍将是公司的重要引擎，长期看，公司将充分受益于整个黄金首饰行业的发展。

图 11 公司主要产品收入增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.3. 镶嵌饰品有望加速

公司近两年镶嵌饰品表现较为平稳。相较于黄金饰品，镶嵌饰品更具专业性，而大部分普通消费者在选择购买时的认知和鉴别能力不足，容易受到品牌名气的影响和营销人员的引导。因此，要提升镶嵌饰品的销售，需要在品牌推广、产品形象塑造、和营销人员培训方面做出大量投入。公司此前在这些方面的投入显得比较谨慎，仍然处于依靠黄金优势产品迅速做大规模的阶段。

去年 10 月，公司在香港设立子公司，意图扩大钻石的采购渠道，节约钻石的采购成本。同时香港是时尚潮流之都，此举有助于公司及时了解行业前沿信息，把握珠宝首饰款式设计风向，聘请高端珠宝首饰设计师，提升产品的竞争力。由于目前公司镶嵌饰品的销售规模基数较小，我们预测未来会得到显著提升，有望实现 20-30% 的增速。

### 2.4. 新产品蓄势待发

除了原有的黄金、铂金、镶嵌饰品三大品种外，公司也一直在谋求新的发展方向，向更高端、高附加值的产品线延伸。由于目标市场尚处空白，如果公司能成功实现拓展，将为公司带来新的利润增长点。

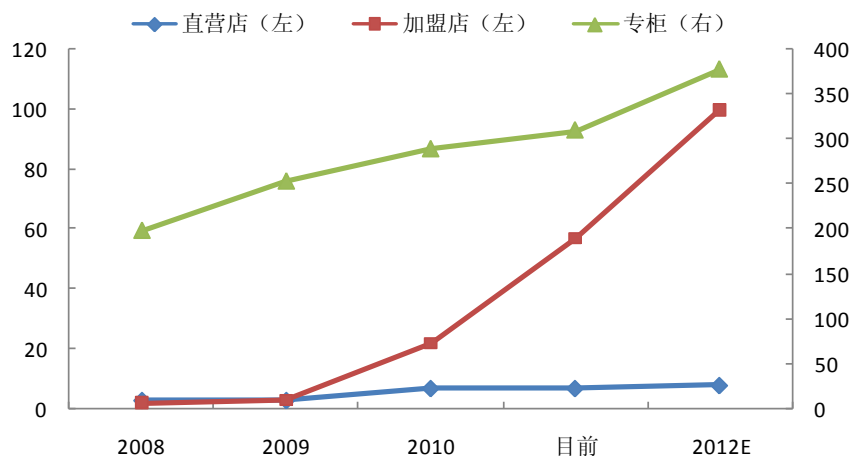
## 3. 渠道管理不断精细化，效率提升方面大有可为

### 3.1. 渠道拓展将加快步伐

近些年，公司在营销渠道方面的拓展略显保守。上市之初，公司的募投计划是新增 5 家直营店，180 家专柜（一年内新增 3 家直营店，90 家专柜，两年内完成募投计划）。而公司实际在 2011 年仅新增 36 家专柜，直营店没有新增。直营店的城市布局和地段选择非常关键，租金费用较高，公司综合评估投入资金的风险和回报，选择了比较谨慎的发展策略。

截至目前，公司共有 7 家直营店，约 310 家专柜，近 60 家加盟店。公司的长期发展规划是 500 个专营网点，1000 个经销网点。我们预测公司今年在专柜和加盟店方面将加快增设的步伐。

图 12 公司渠道网点数量

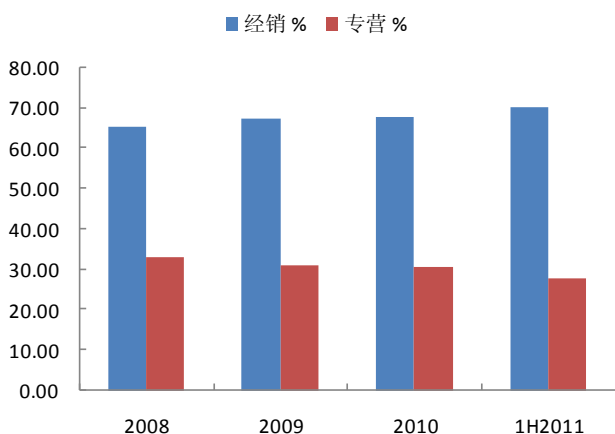


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. 精细化管理提升效率

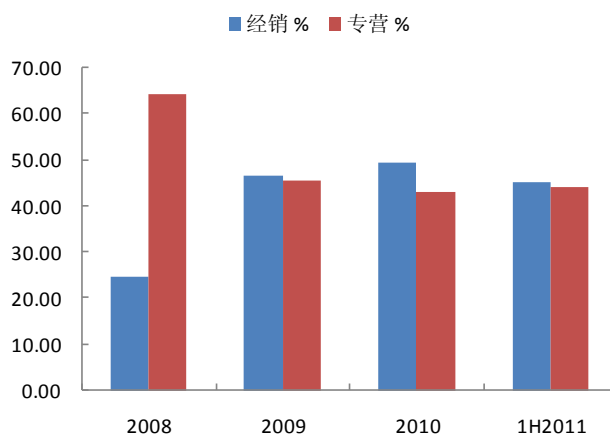
目前公司仍以经销渠道为主，约占总收入比重 70%，利润比重 45%，我们预测未来公司经销渠道的占比还会略有提升。经销模式的优势是扩张速度快，劣势是对经销商难以监控管理，可能在产品的销售环节出现问题。专营模式容易进行规范而精细化的管理，有助于树立良好的品牌形象，缺点是资金投入大，培育时间长，需要承受短期内盈利不达预期的风险。

图 13 公司渠道模式收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14 公司渠道模式利润构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

目前整个珠宝首饰行业还处于快速成长期，市场集中度较低，公司选择了依靠经销商，快速提升销售规模，抢占市场份额的经营策略。同时，公司从去年开始也在精细化管理和提升运营效率方面做出了很多积极的努力。公司设立了区域性的

管理中心，聘请机构做店面提升，加强货品的布局管理和营销人员的培训。重视销售数据的及时掌握，提升存货的周转、配货的速度和精准度，以便更及时准确的匹配消费者的需求。

我们认为，与行业龙头周大福等港资品牌相比，内地珠宝企业在渠道的掌控和管理方面尚存在较大差距。这是品牌发展早期难以避免的问题，却也是企业长远发展、巩固品牌形象和市场地位、提升竞争优势的核心。我们相信，公司在管理方面所做出的努力，会对日后的经营效率产生积极的影响。

## 4. 盈利预测和投资评级

### 4.1. 盈利预测

我们对公司未来盈利做出如下假设：

- 1) 黄金饰品业务维持较快增长，预计 2011-2013 年收入增速 30%以上；
- 2) 铂金饰品业务有所回暖，预计 2011-2013 年收入增速 5-10%；
- 3) 镶嵌饰品业务有望提速，预计 2011-2013 年收入增速 20-30%；
- 4) 黄金价格波动，2011 年下半年原材料采购成本高位，导致 2012 年黄金饰品毛利率出现下滑；
- 5) 2011-2013 年毛利率较低的黄金饰品业务和经销模式比重加大，导致综合毛利率有所下滑。

根据上述假设，我们预计公司 2011-2013 年营业收入同比增长 46.2%，34.3%，31.6%；净利润同比增长 17.7%，29.7%，30.4%，每股收益分别为 1.06 元，1.38 元，1.80 元。

其中 2011 年净利润同比增速较低的原因是，公司在 2010 年一季度获得非经常性收益 4851 万元（土地转让收入）。我们估算公司 2011 年的扣非净利润增速约为 38%。

表 1 分产品盈利预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>黄金饰品</b>							
销量（千克）	9,789.01	11,210.75	12,719.46	15,899.33	19,556.17	23,467.40	26,987.51
均价（元/克）	179.45	190.79	239.08	298.85	334.71	374.88	431.11
收入（百万元）	1,756.66	2,138.87	3,041.01	4,751.51	6,545.68	8,797.40	11,634.56
增速		21.76%	42.18%	56.25%	37.76%	34.40%	32.25%
毛利率	5.69%	8.82%	8.44%	7.90%	7.00%	7.20%	7.50%
<b>铂金饰品</b>							
销量（千克）	2,289.05	3,333.65	1,921.58	1,979.23	2,078.19	2,182.10	2,291.20
均价（元/克）	345.65	262	344.21	351.09	368.65	387.08	406.44
收入（百万元）	791.21	873.40	661.43	694.90	766.12	844.65	931.23
增速		10.39%	-24.27%	5.06%	10.25%	10.25%	10.25%
毛利率	7.24%	14.47%	17.55%	10.00%	14.50%	14.50%	14.50%
<b>镶嵌饰品</b>							
销量（万件）	13.22	12.43	12.29	14.26	16.40	18.86	20.74
均价（元/件）	1,859.07	1,914.71	2,144.31	2,423.07	2,713.84	2,985.22	3,283.74
收入（百万元）	245.70	238.04	263.57	345.48	444.98	562.91	681.12
增速		-3.12%	10.72%	31.08%	28.80%	26.50%	21.00%
毛利率	38.19%	32.84%	34.52%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>其他饰品</b>							



收入(百万元)	43.94	48.37	62.25	99.60	124.50	149.40	179.28
增速		10.07%	28.70%	60%	25%	20%	20%
毛利率	70.63%	69.66%	60.21%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.2. 首次覆盖，给予“增持-A”评级

我们看好珠宝首饰行业的长期发展趋势，看好公司未来在渠道管理和品牌溢价方面的提升空间。公司目前股价 22.70 元，对应 2011-2013 年估值分别为 21.42, 16.45, 12.61 倍。考虑到公司未来三年的成长性、A 股同类可比公司老凤祥和潮宏基的估值水平、和目前市场环境下中小盘股票承受的估值压力，我们首次给予公司“增持-A”评级，6 个月目标价 30 元。

#### 5. 风险提示

- 1) 原材料价格波动为公司盈利带来的风险；
- 2) 宏观经济不景气影响居民在可选消费品方面的支出；
- 3) 4 月份小非解禁可能对股价造成的冲击。

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-30
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	3,299.0	4,029.0	5,891.5	7,911.3	10,414.4	营业收入增长率	16.3%	22.1%	46.2%	34.3%	31.6%
减: 营业成本	2,871.8	3,527.1	5,266.0	7,101.1	9,350.8	营业利润增长率	83.9%	19.0%	39.8%	29.9%	30.5%
营业税费	7.7	12.5	20.6	27.7	36.5	净利润增长率	72.5%	45.6%	17.7%	29.7%	30.4%
销售费用	78.5	111.2	129.6	182.0	244.7	EBITDA 增长率	40.5%	17.0%	21.4%	26.1%	34.1%
管理费用	34.8	39.7	53.0	75.2	102.1	EBIT 增长率	41.6%	17.3%	22.0%	25.5%	34.5%
财务费用	52.6	58.2	27.9	20.1	44.6	NOPLAT 增长率	28.9%	36.4%	0.4%	25.4%	34.4%
资产减值损失	-1.0	1.4	25.7	20.9	17.1	投资资本增长率	11.6%	28.9%	71.4%	39.3%	33.0%
加: 公允价值变动收益	-18.9	10.3	17.6	5.0	5.0	净资产增长率	30.2%	46.1%	307.9%	11.8%	13.8%
投资和汇兑收益	-32.3	-47.2	-48.0	-50.0	-50.0						
<b>营业利润</b>	<b>203.4</b>	<b>242.0</b>	<b>338.3</b>	<b>439.4</b>	<b>573.5</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-3.4	50.0	2.0	2.0	2.0	毛利率	12.9%	12.5%	10.6%	10.2%	10.2%
<b>利润总额</b>	<b>200.0</b>	<b>292.0</b>	<b>340.3</b>	<b>441.4</b>	<b>575.5</b>	营业利润率	6.2%	6.0%	5.7%	5.6%	5.5%
减: 所得税	51.1	75.2	85.1	110.3	143.9	净利率	4.5%	5.4%	4.3%	4.2%	4.1%
<b>净利润</b>	<b>148.9</b>	<b>216.8</b>	<b>255.2</b>	<b>331.0</b>	<b>431.6</b>	EBITDA/营业收入	7.9%	7.6%	6.3%	5.9%	6.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	7.8%	7.5%	6.2%	5.8%	5.9%
货币资金	140.3	224.2	1,204.9	995.6	1,020.7	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	4	3	3	4	4
应收账款	192.8	293.9	386.1	513.3	701.0	流动营业资本周转天数	108	108	114	129	133
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	161	178	189	176
预付帐款	7.5	22.0	34.7	46.7	72.4	应收帐款周转天数	21	22	21	21	21
存货	1,208.6	1,505.0	2,162.2	2,949.0	3,881.1	存货周转天数	121	121	113	118	120
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	163	166	183	194	181
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	115	114	119	134	138
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	ROE	31.7%	31.6%	9.1%	10.6%	12.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	10.3%	6.6%	7.1%	7.4%
固定资产	35.5	33.2	69.1	121.2	132.0	ROIC	20.2%	24.7%	19.2%	14.1%	13.6%
在建工程	1.8	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	24.7	21.6	20.2	18.8	17.6	销售费用率	2.4%	2.8%	2.2%	2.3%	2.4%
其他非流动资产	6.0	3.9	3.9	4.6	4.1	管理费用率	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,619.3</b>	<b>2,106.1</b>	<b>3,883.2</b>	<b>4,651.4</b>	<b>5,831.2</b>	财务费用率	1.6%	1.4%	0.5%	0.3%	0.4%
短期债务	784.0	973.0	570.1	895.1	1,495.5	三费/营业收入	5.0%	5.2%	3.6%	3.5%	3.8%
应付帐款	18.0	114.7	95.0	134.5	216.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	63.3	28.7	66.9	101.5	109.5	资产负债率	71.0%	67.4%	27.9%	32.6%	38.8%
其他流动负债	280.9	299.6	345.0	376.2	428.2	负债权益比	244.6%	206.8%	38.7%	48.4%	63.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.35	1.44	3.50	2.97	2.51
其他非流动负债	-	0.2	-	-	-	速动比率	0.30	0.38	1.48	1.00	0.77
<b>负债总额</b>	<b>1,149.4</b>	<b>1,419.6</b>	<b>1,082.5</b>	<b>1,515.3</b>	<b>2,260.1</b>	利息保障倍数	4.87	5.16	13.14	22.83	13.85
<b>少数股东权益</b>	<b>0.3</b>	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
股本	180.0	180.0	240.0	240.0	240.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	289.7	506.5	2,560.7	2,891.7	3,323.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>470.0</b>	<b>686.5</b>	<b>2,800.7</b>	<b>3,131.7</b>	<b>3,563.4</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	149.0	216.8	255.2	331.0	431.6	EPS(元)	0.62	0.90	1.06	1.38	1.80
加: 折旧和摊销	5.7	5.9	5.6	9.3	10.4	BVPS(元)	1.96	2.86	11.67	13.05	14.85
资产减值准备	-1.0	1.4	25.7	20.9	17.1	PE(X)	37.4	25.7	21.8	16.8	12.9
公允价值变动损失	18.9	-10.3	17.6	5.0	5.0	PB(X)	11.9	8.1	2.0	1.8	1.6
财务费用	53.3	57.2	27.9	20.1	44.6	P/FCF	57.4	66.3	-4.7	-17.7	-53.9
投资收益	-1.3	-1.1	48.0	50.0	50.0	P/S	1.7	1.4	0.9	0.7	0.5
少数股东损益	0.1	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	14.1	12.5	10.4
营运资金的变动	-134.7	-309.2	-739.4	-844.9	-1,022.8	CAGR(%)	30.5%	25.8%	34.2%	36.5%	43.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>88.8</b>	<b>-88.0</b>	<b>-359.5</b>	<b>-408.6</b>	<b>-463.9</b>	PEG	1.2	1.0	0.6	0.5	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1.5</b>	<b>51.0</b>	<b>-70.4</b>	<b>-105.0</b>	<b>-65.0</b>	ROIC/WACC	2.1	2.6	2.0	1.5	1.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-38.3</b>	<b>128.7</b>	<b>1,428.1</b>	<b>304.9</b>	<b>555.7</b>	REP	-	-	1.0	1.1	1.0

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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@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	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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