

立足长远，厚积薄发

——华意压缩深度分析

报告关键点:

- 行业龙头内销增长乏力，出口值得期待
- 短期原材料价格低位运行扩大企业盈利空间
- 长期市场集中度变化带来公司话语权的提升

报告摘要:

- 冰箱压缩机行业世界龙头。**华意压缩主营业务冰箱压缩机在收入中占比约90%，内销收入占比约70%。2007年，长虹控股华意压缩，持有29.92%的股权。长虹给华意带来了资金支持以及需求的支持。2011年，公司销售压缩机2424万台，国内市场份额约24%。华意连续十年位居国内行业的首位，连续两年位居全球行业第二位。截止目前，其市场份额提升至26%，公司龙头地位不断强化。
- 内销增长乏力，出口值得期待。**鉴于2012年冰箱行业将进入回调阶段，处于上游的冰箱压缩机行业亦将呈现低速调整的趋势。我们预计未来几年行业复合增长率将在5%左右。考虑到冰箱压缩机出口的便捷性、国外厂商业绩下滑以及国内厂商产能扩张等因素，我国冰箱压缩机出口快速增长将是大势所趋。公司2011年出口收入同比增长了39%，出口业务有望成为公司盈利的新支点。
- 短期原材料价格低位运行扩大企业盈利空间。**冰箱压缩机的主要原材料包括硅钢片、铜和冷冻油等，其中铜占比约40%，硅钢片占比约30%。受到宏观经济增长放缓的影响，我们预计2012年铜和硅钢等原材料的价格下行是大概率事件，据测算，2012年，如果铜均价下降10%，公司毛利率将提升约3.6个百分点；如果硅钢片均价下降10%，公司毛利率将提升约2.7个百分点。
- 长期市场集中度变化带来公司话语权的提升。**公司过去几年市场占有率不断提升，而且短期内行业微利状态仍将继续，中小企业将面临巨大生存压力，未来市场集中度将进一步提升。公司通过加大研发投入、募投项目的建设等，提高自身竞争力，在行业盘整阶段攫取更多的市场份额，不断提高自己的话语权。
- 投资建议：**我们预计公司2012-2014年的收入增速分别为8%、14%和13%，EPS分别为0.13元、0.17元和0.23元，对应的PE分别为39倍、28倍和21倍。考虑到公司增发项目实施后，EPS将被摊薄约40%，尽管长期趋势向好，但是短期我们仍然保持谨慎的态度。首次给予公司中性-A的投资评级，12个月目标价6元。
- 风险提示：**冰箱销售持续不景气；主要原材料价格波动；募投项目不达预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,617.0	5,368.0	5,786.4	6,599.2	7,436.9
Growth(%)	41.8%	16.3%	7.8%	14.0%	12.7%
净利润	19.1	30.6	40.8	56.7	75.5
Growth(%)	-78.1%	60.4%	33.2%	39.0%	33.2%
毛利率(%)	11.5%	9.5%	10.4%	10.8%	11.1%
净利润率(%)	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.13	0.17	0.23
每股净资产(元)	1.69	1.78	1.91	2.08	2.32
市盈率	83.0	51.8	38.9	28.0	21.0
市净率	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
净资产收益率(%)	8.7%	7.6%	9.9%	13.2%	13.8%
ROIC(%)	14.9%	12.3%	13.4%	8.6%	9.0%
EV/EBITDA	16.4	11.9	13.5	10.0	9.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

中性-A

上次评级:

目标价格:

6.00元

期限: 12个月 上次预测:

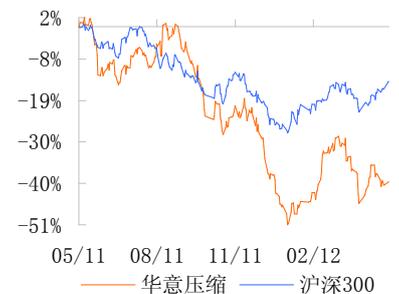
现价(2012年05月03日): 4.96元

报告日期:

2012-05-04

总市值(百万元)	1,609.92
流通市值(百万元)	1,128.24
总股本(百万股)	324.58
流通股本(百万股)	227.47
12个月最低/最高	3.93/8.55元
十大流通股股东(%)	21.24%
股东户数	37,071

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.14	(2.32)	(25.74)
绝对收益	9.78	5.08	(39.72)

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

杨爱琳

021-68765335

yangal@essence.com.cn

前期研究成果

目录

1. 冰箱压缩机行业世界龙头.....	3
1.1. 国内冰箱压缩机领域十年霸主，地位不断强化.....	3
1.2. 一体两翼，打造中国冰箱压缩机航母级企业.....	4
1.3. 四川长虹白电全产业链经营的关键上游环节.....	5
2. 内销增长乏力，出口值得期待.....	5
2.1. 受困下游，内销增长疲软.....	5
2.2. 出口增长大势所趋，有望成公司盈利能力新支点.....	6
3. 短期原材料价格低位运行扩大企业盈利空间.....	7
4. 长期市场集中度带来公司话语权的提升.....	8
4.1. 行业龙头地位不断巩固.....	8
4.2. 加大研发投入，孕育长期竞争优势.....	8
4.3. 借力资本市场，有望率先走出行业低谷期.....	9
5. 投资建议.....	10

图目录

图 1 中国冰箱压缩机行业销售年度变化.....	3
图 2 2012 年 2 月中国冰箱压缩机厂商市场份额.....	3
图 3 国内冰箱压缩机厂商市场份额变化趋势.....	3
图 4 公司上市以来营业收入及同比增速.....	4
图 5 公司上市以来净利润及同比增速.....	4
图 6 公司 2011 年销售收入区域结构.....	4
图 7 华意压缩前两大股东持股情况及关联方情况.....	5
图 8 冰箱与冰箱压缩机行业季度销量同比增速一致性.....	5
图 9 冰箱行业销量及同比增速 单位：万台.....	6
图 10 中国冰箱压缩机行业出口量年度变化.....	6
图 11 冰箱压缩机厂商营业收入同比增速变化.....	6
图 12 公司 2011 年内外销收入及同比增速.....	7
图 13 公司内外销毛利率变化.....	7
图 14 公司 2011 年产品成本结构.....	7
图 15 原材料价格与公司毛利率关系.....	7
图 16 上海期交所铜价变化.....	8
图 17 武钢无取向硅钢出厂价变化.....	8
图 18 公司冰箱压缩机销量与行业销量关系.....	8
图 19 冰箱压缩机厂商毛利率变化.....	8
图 20 公司研发费用与管理费用变化.....	9
图 21 华意压缩 PE-Band.....	10

表目录

表 1 公司三大生产基地产销盈利能力情况.....	4
表 2 2011 年公司与关联方销售产品情况.....	5
表 3 公司拟非公开发行股票募投项目情况.....	9

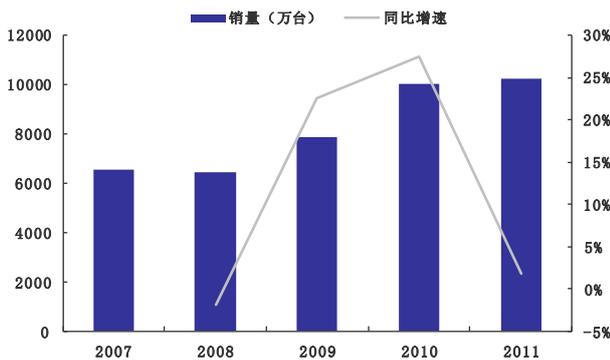
1. 冰箱压缩机行业世界龙头

1.1. 国内冰箱压缩机领域十年霸主，地位不断强化

华意压缩的主营业务为冰箱压缩机及其配件的生产和销售，主营业务收入占比保持在90%左右。冰箱压缩机是冰箱等制冷设备的核心部件，按其工作原理可以分为往复式和螺旋式等类型，往复式压缩机又可分为连杆式和滑管式两类压缩机。目前，我国冰箱压缩机基本是以往复式压缩机为主，其中又以连杆式压缩机居多。冰箱压缩机的主要应用领域包括冰箱、冷柜、饮水机、酒柜以及一些商用、移动制冷设备等。

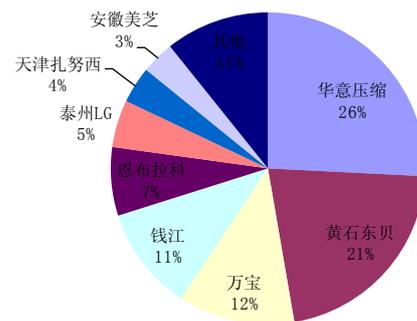
华意压缩作为国内冰箱压缩机老牌制造商，1991年从美国泰康公司引进无氟制冷压缩机生产线，成为我国首家引入该技术并实现批量生产的企业。2001年设立华意荆州公司，2002年吸收合并了加西贝拉公司，华意压缩不断在冰箱压缩机行业壮大自身规模。近年来，随着中国逐步成为冰箱冰柜的生产和消费大国，中国冰箱压缩机行业的产销量也不断提升。2011年，公司压缩机国内市场份额为23.53%，连续十年位居国内行业的首位，产销量连续两年位居全球行业第二位。2012年2月，公司国内市场份额达到26%，行业龙头地位持续强化。

图 1 中国冰箱压缩机行业销售年度变化



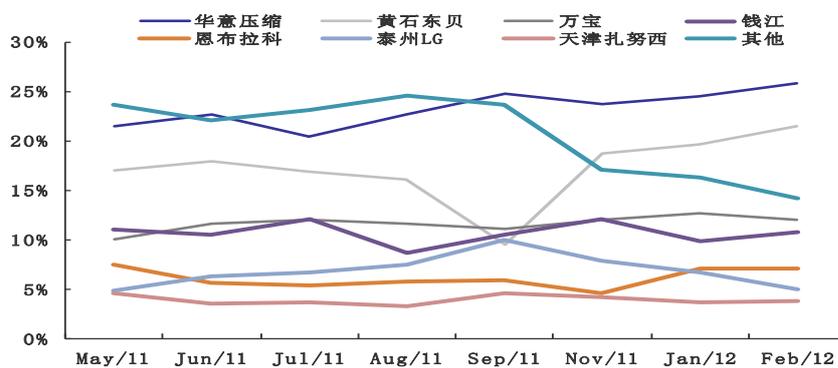
数据来源：产业在线，安信证券研究中心

图 2 2012年2月中国冰箱压缩机厂商市场份额



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

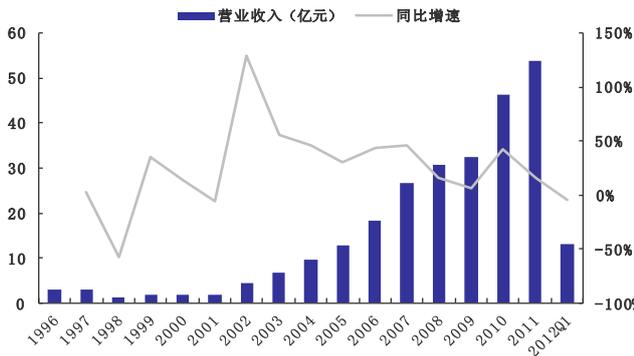
图 3 国内冰箱压缩机厂商市场份额变化趋势



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

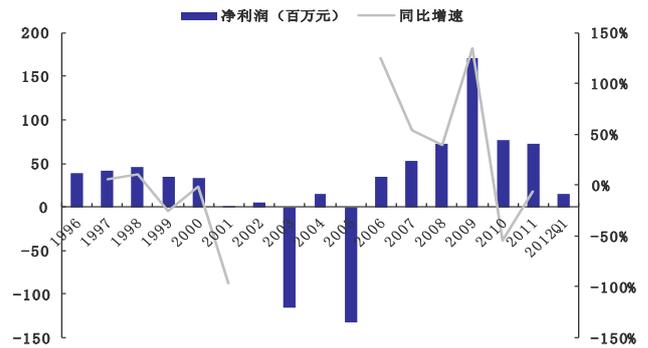
在经历了全球金融危机和国家家电消费政策刺激的实施，公司营业收入增速经历了一个触底反弹的过程，但是在国家刺激政策陆续退出之后，公司收入增速再次回落，增长放缓。自2007年四川长虹入主之后，公司逐渐摆脱了之前巨额亏损的局面，净利润更是在2009年原材料价格大幅下跌的情况下实现跨越式增长，但近两年公司盈利能力呈现出减弱趋势。

图 4 公司上市以来营业收入及同比增速



数据来源：WIND，安信证券研究中心

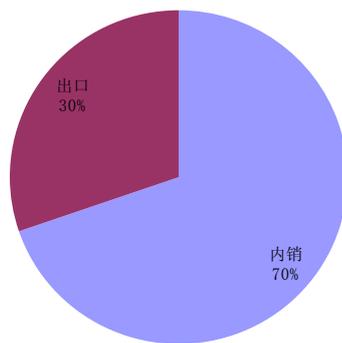
图 5 公司上市以来净利润及同比增速



数据来源：WIND，安信证券研究中心

公司内销收入占比 70%左右，国内市场仍然是公司销售的主战场。未来欧美发达国家经济逐步恢复以及新兴市场需求的增加，将会带动公司出口业务的增长，成为公司利润来源的重要支撑点。

图 6 公司 2011 年销售收入区域结构



数据来源：WIND，安信证券研究中心

1.2. 一体两翼，打造中国冰箱压缩机航母级企业

目前，公司拥有加西贝拉、景德镇华意本部、荆州华意三大冰箱压缩机生产基地，其中加西贝拉是公司营业收入的主要来源，景德镇华意和荆州华意则作为公司两个重要业务分部，完成公司不同客户结构、不同细分市场的布局。

加西贝拉产品结构中高端产品比重较高，毛利率较高，公司目前具有的 700 万台高效压缩机产能也主要集中在加西贝拉，其客户群体定位于国内外一线品牌，成为公司利润主要贡献点。景德镇华意本部由于主要面向国内二三线冰箱品牌，其毛利率水平较低，公司目前正在通过压缩机的小型化来节约成本，扩大景德镇华意的盈利空间。荆州华意的产品主要是用于饮水机和宾馆用冰箱的压缩机，其毛利率水平较高，但受销售规模限制，利润贡献较低。

表 1 公司三大生产基地产销盈利能力情况

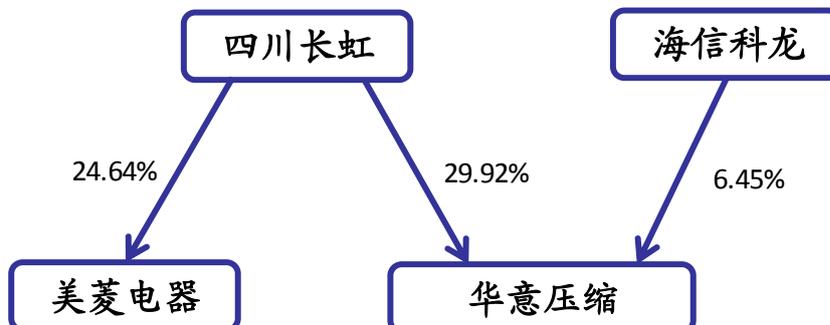
	2011 年产能 (万台/年)	2011 年销量 (万台)	2011 年营业 收入(亿元)	毛利率	主要客户
加西贝拉	1500	1560	34.30	10%-11%	西门子、海尔及出口
景德镇华意本部	600	660	15.19	5%-6%	美菱、海信科龙、康佳等二三线品牌
荆州华意	300	204	4.09	13%-14%	海尔及出口
合计	2400	2424	53.58	9.87%	

数据来源：公司调研，公司年报，安信证券研究中心

1.3. 四川长虹白电全产业链经营的关键上游环节

2007年，四川长虹通过竞拍方式取得华意压缩 29.92% 的股权，成为公司控股股东，完成了其白电全产业链的布局，公司成为四川长虹白电产业链中的关键上游环节。

图 7 华意压缩前两大股东持股情况及关联方情况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2011年，美菱电器采购华意压缩机 200 万台，同比增长 15%，占美菱对外采购压缩机总量的 48%。而公司另一股东海信科龙与公司的产品交易金额占公司同类交易金额的比例为 13%。美菱、科龙作为公司关联方消化了公司约 1/5 的产品，是公司产品销售的有力保证。

表 2 2011 年公司与关联方销售产品情况

	不含税交易金额（元）	占同类交易金额的比例
美菱电器	461,316,886.51	8.59%
海信科龙	701,918,639.28	13.07%
合计	1,163,235,525.79	21.66%

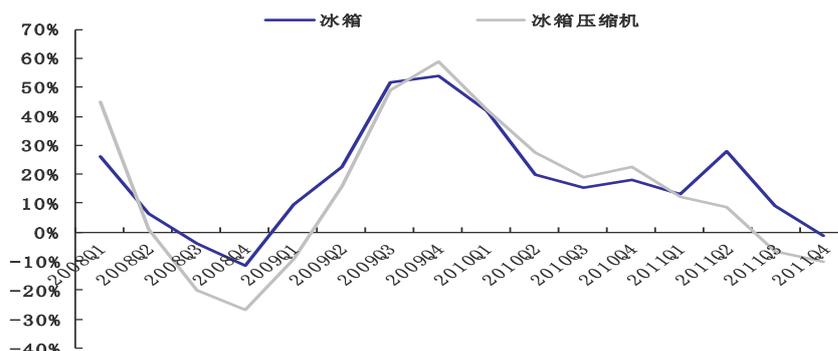
数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2. 内销增长乏力，出口值得期待

2.1. 受困下游，内销增长疲软

冰箱压缩机行业作为冰箱行业上游行业，其销售增长很大程度上取决于下游冰箱行业的销售状况。冰箱行业在经历了 2009、2010 年政策刺激带来的高速增长期后，2011 年下半年增速明显放缓，甚至出现负增长。而处于供应链前端的冰箱压缩机行业则保持了与冰箱行业增速下滑的一致性，2011 年行业增速不断下滑，并在 2011 年第三季度出现负增长。由于冰箱厂商给上游压缩机的备货期在 5-7 天左右，响应时间非常迅速，因此长期来看冰箱和压缩机之间的同步运行关系将有望长期保持。

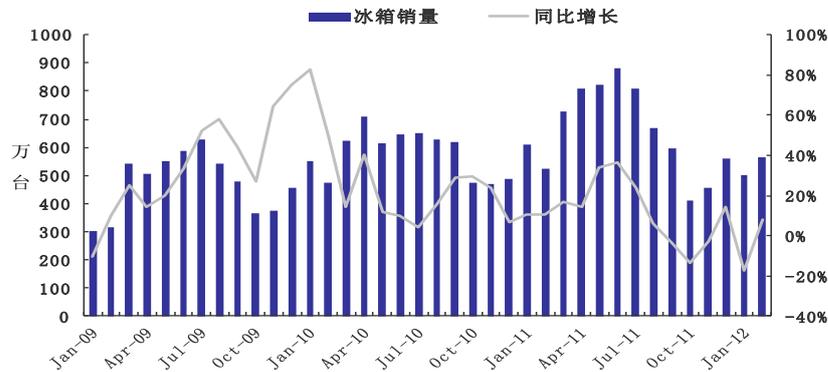
图 8 冰箱与冰箱压缩机行业季度销量同比增速一致性



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

我们认为，冰箱行业是家电下乡政策中收益最大的行业。2010年，农村冰箱每百户居民保有量从37台提升至45台。我们前期的研究表明，一种家电产品的保有率超过50%以后，其增速将呈现放缓的趋势。因此，我们判断未来1-2年冰箱行业将进入回调整阶段。据此，冰箱压缩机行业受其影响亦将呈现低速调整的增长态势，我们预计未来几年冰箱压缩机行业内销的复合增长率将在5%左右。

图9 冰箱行业销量及同比增速 单位：万台

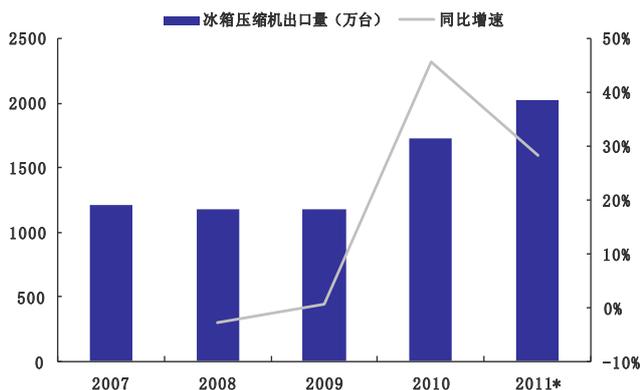


数据来源：产业在线，安信证券研究中心

2.2. 出口增长大势所趋，有望成公司盈利能力新支点

近两年，我国冰箱压缩机行业出口快速增长，2011年1-11月冰箱压缩机出口同比增速达到30%左右。这主要是因为冰箱产品体积较大造成出口成本相对较高，而冰箱压缩机更易于出口，随着全球制造业的转移，国外下游整机厂商更倾向于进口我国成本较低的压缩机产品。此外，近年来，国外冰箱压缩机厂商（如以技术和创新闻名的美国老牌压缩机厂商——泰康）的经营状况明显不如国内冰箱压缩机厂商，而且国内冰箱压缩机厂商产能也在不断扩张。上述因素均可说明冰箱压缩机产能继续向我国转移是大概率事件，我国冰箱压缩机出口量增长将是大概率趋势。

图10 中国冰箱压缩机行业出口量年度变化

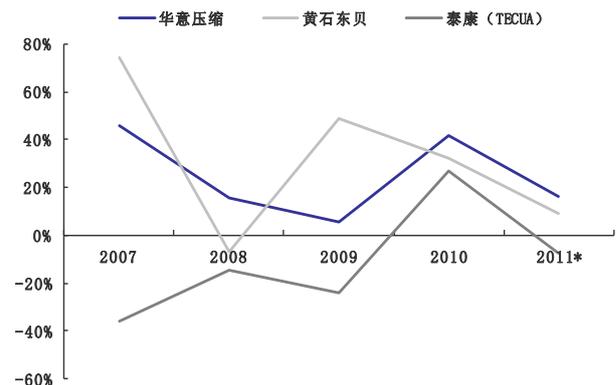


数据来源：产业在线，安信证券研究中心

*注：1.因产业在线2011年12月起未在统计冰箱压缩机出口量数据，2011年所用数据为前11个月的出口量数据。

2.因东贝B股尚未公布2011年年报，黄石东贝2011年数据为其季报数据，华意压缩、泰康则为其年报数据。

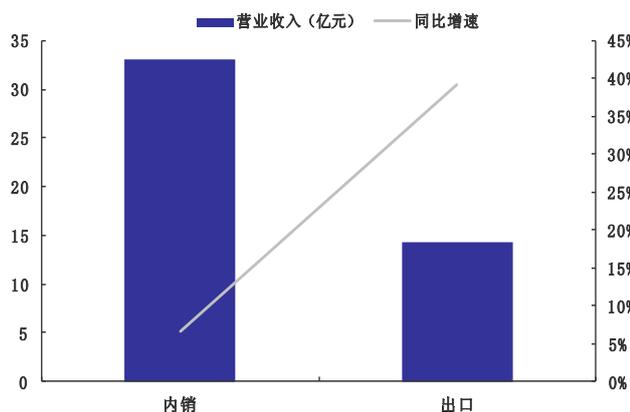
图11 冰箱压缩机厂商营业收入同比增速变化



数据来源：Bloomberg, WIND, 安信证券研究中心

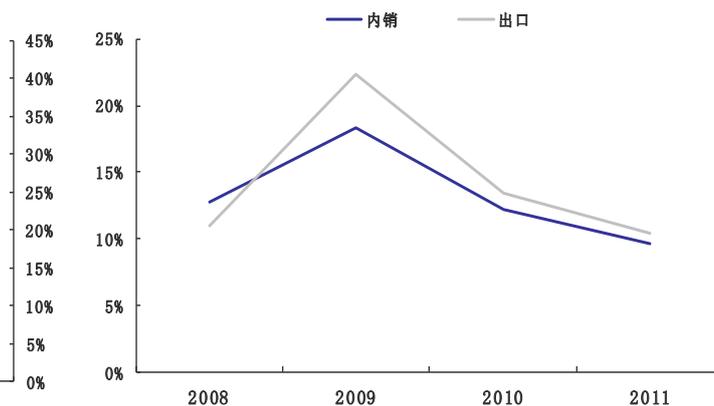
华意压缩2011年出口收入14亿元，同比增长了39%，占营业收入的30%。2011年，公司出口区域从传统的欧洲（占比最高）、中东向北美、南美拓展，并新增了LG和惠而浦两大客户。在冰箱压缩机内销状况不理想、仅实现7%的增长的情况下，出口却实现如此快速地增长，我们预计未来2-3年内公司出口业务将延续较快增长。同时，公司出口业务的毛利率高出内销业务1个百分点左右，随着出口业务的增长，有望成为公司盈利能力的新支点。

图 12 公司 2011 年内外销收入及同比增速



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 13 公司内外销毛利率变化

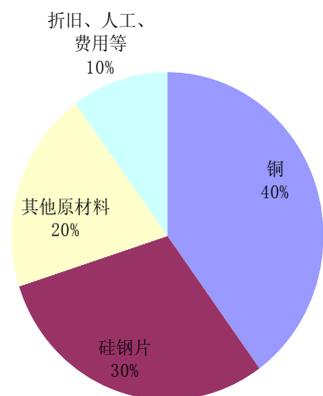


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

3. 短期原材料价格低位运行扩大企业盈利空间

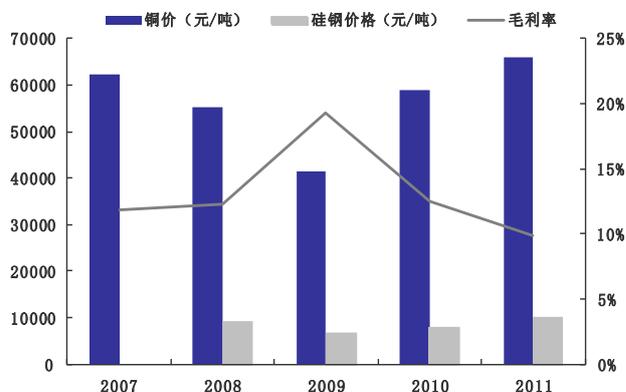
公司冰箱压缩机产品的主要原材料包括硅钢片、铜和冷冻油等,其中,铜占比约 40%,硅钢片占比约 30%,所有原材料占比在 90%左右。因此,原材料价格的变动将直接影响到公司产品的毛利率水平。2009 年,受全球金融危机影响,铜、硅钢价格大幅下跌,使得公司毛利率显著上升;2010-2011 年,随着铜和硅钢价格的上涨,公司毛利率不断下滑。据测算,以 2011 年原材料均价为基础,2012 年,如果铜均价同比下降 10%,公司毛利率将提升约 3.6 个百分点;如果硅钢片均价同比下降 10%,公司毛利率将提升约 2.7 个百分点。

图 14 公司 2011 年产品成本结构



数据来源: 公司调研, 安信证券研究中心

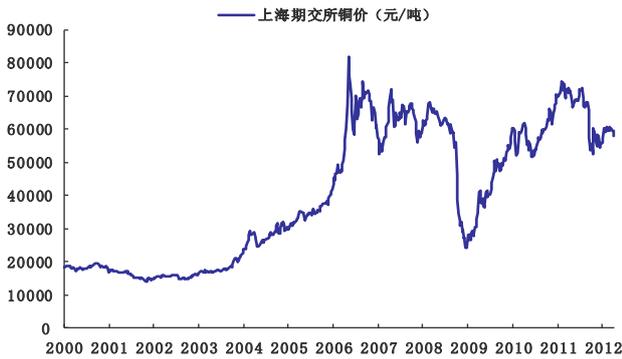
图 15 原材料价格与公司毛利率关系



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

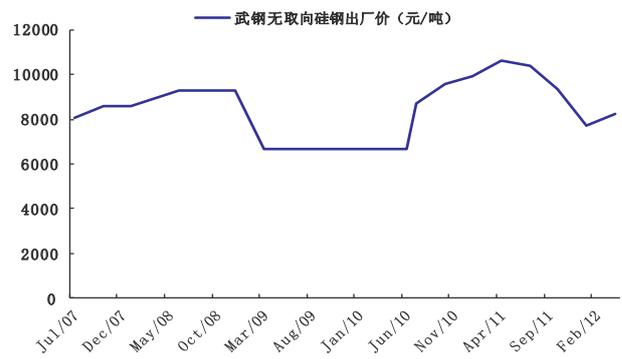
从铜和硅钢价格走势来看,目前铜价仍然处于历史上的相对高位,2012 年一季度上海期交所铜均价较 2011 年均价下降了 10%;硅钢价格在 2012 年将处于一个冲高回落的调整阶段,2012 年一季度硅钢价格较 2011 年均价下降了 20%。受到宏观经济增长放缓的影响,我们预计 2012 年铜和硅钢等原材料的价格下行是大概率事件,这将在短期内使得公司毛利率得到一定的提升,改善公司目前盈利能力较低的情况。

图 16 上海期交所铜价变化



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 17 武钢无取向硅钢出厂价变化



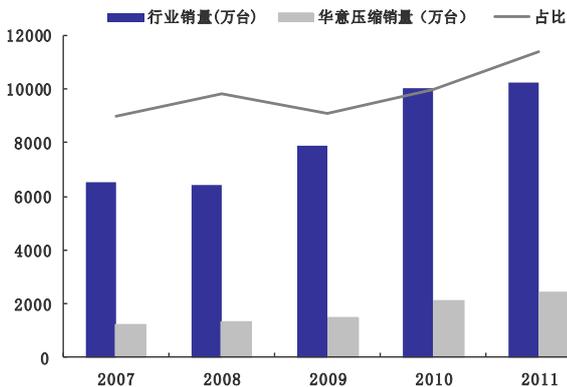
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4. 长期市场集中度带来公司话语权的提升

4.1. 行业龙头地位不断巩固

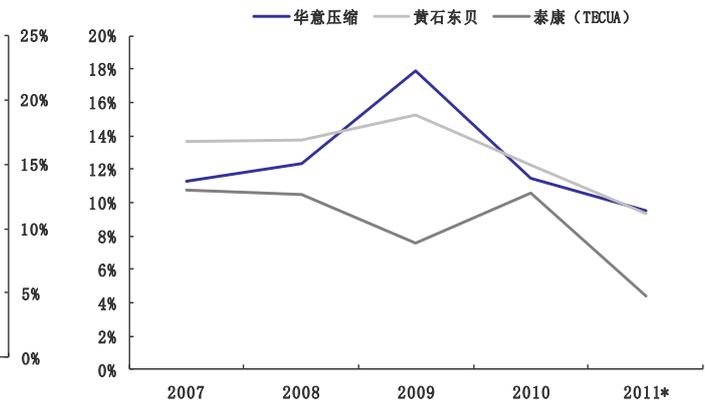
公司 2007 年到 2011 年冰箱压缩机销量的年复合增长率为 15%，高于行业整体年复合增长率 9%。随着公司冰箱压缩机销量超行业的快速增长，其市场占有率也从 2007 年的 18.7% 增加到 2011 年的 23.7%，提升了 5 个百分点。可见，公司产品销量超行业增长，使得公司行业龙头地位在过去几年时间里得到不断巩固。

图 18 公司冰箱压缩机销量与行业销量关系



数据来源: 产业在线, 公司年报, 安信证券研究中心

图 19 冰箱压缩机厂商毛利率变化



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

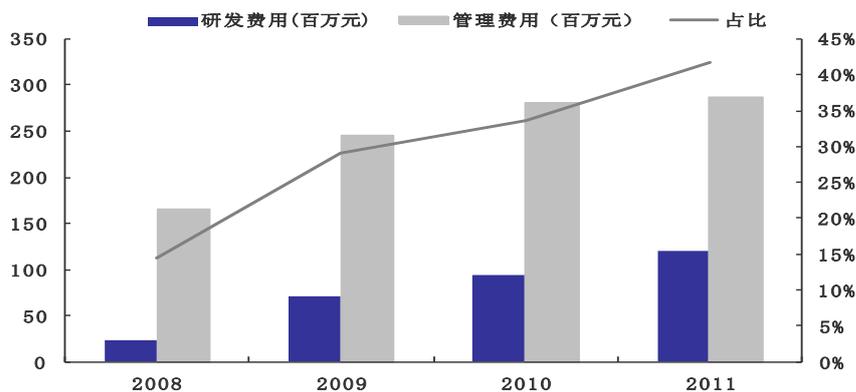
*注: 因东贝 B 股尚未公布 2011 年年报, 黄石东贝 2011 年数据为其三季度数据, 华意压缩、泰康则为其年报数据。

2011 年, 国内外三家冰箱压缩机厂商毛利率均出现不同幅度的下滑, 华意压缩和黄石东贝的毛利率下滑了 2-3 个百分点降至 9% 左右, 泰康毛利率降至 4%, 冰箱压缩机行业整体已经处于微利的状态。我们预计短期内行业盈利能力薄弱的状况仍将存在, 行业内中小企业将面临巨大生存压力, 而行业龙头因其生产规模、客户资源等因素受到的冲击相对较小, 未来市场集中度将会进一步提升。华意压缩可以通过收购一些具有商用压缩机产能或具有一定研发能力的中小企业来实现公司的生产规模效应和协同效应, 从而不断巩固其行业龙头地位。

4.2. 加大研发投入, 孕育长期竞争优势

公司研发费用占管理费用的比例从 2008 年的 15% 快速上升到 2011 年的 42%, 说明公司不断加大对研发活动的资金投入, 试图通过产品技术的完善与创新来获得市场竞争优势。以可比数据来看, 2010 年华意压缩的研发费用率 (研发费用/营业收入) 为 2%, 而主要竞争对手黄石东贝的研发费用率根据推算不超过 0.9%。这也可以说明公司通过加大研发投入力度, 公司研究所与高校等展开合作研究, 有望带来公司竞争力的长期提升。

图 20 公司研发费用与管理费用变化



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

4.3. 借力资本市场，有望率先走出行业低谷期

受冰箱和压缩机行业运行困难的现状影响，大部分冰箱压缩机厂商的现金流情况均逐步恶化，缺乏资金进行研发以及新项目的产能投放。华意压缩依托资本市场的资源以及大股东的资金支持，有望通过在行业低谷期的稳定投入来拉大与竞争对手的差距，并先于竞争对手走出行业低谷期。

2012 年 4 月，公司公布了非公开发行股票预案，拟通过非公开发行股票募集资金重点投入高效、超高效、变频以及商用压缩机新建扩产项目中，以此来改善公司产品结构，提升公司市场竞争力。公司大股东四川长虹将投入 3 亿元资金来支持公司募投项目的建设，成为公司作出行业困境的坚实后盾。

表 3 公司拟非公开发行股票募投项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	建设期	实施主体	产能分配及毛利率情况
新建年产 500 万台超高效和变频压缩机生产线项目	69,758	32,200	1 年	加西贝拉	超高效压缩机 400 万台，毛利率 20% 以上； 变频压缩机 100 万台，毛利率 20%-30%
新建年产 600 万台高效和商用压缩机生产线项目	48,000	40,000	2 年	江西长虹	高效压缩机 400 万台，毛利率约 15%； 商用压缩机 200 万台，毛利率 30%-40%
华意压缩技术研究院建设项目	8,000	7,800	2 年		
补充流动资金	30,000	30,000			
合计	155,758	110,000			

数据来源：公司调研，公司年报，安信证券研究中心

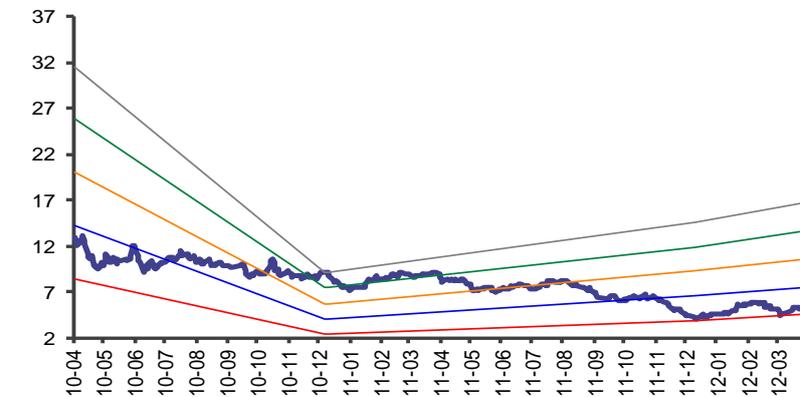
通过募投项目的建设实施，短期内，公司高端产品的比重将得以提升，超高效压缩机供不应求的局面将得到改善；长期来看，公司可以通过扩大产能实现规模效益以及产品技术的不断革新，与其他竞争对手拉开差距，巩固其行业龙头地位。因为我们之前已经预计未来冰箱压缩机市场集中度将进一步提高，公司通过募投项目有利于公司在未来行业整合过程中攫取更多的市场份额，不断提高公司在冰箱压缩机行业的话语权。我们预计未来公司在高效压缩机领域的市场竞争力将会随着募投项目的建成投产得到进一步提升，对公司收入的增长和盈利能力的提高都能产生积极的作用。

5. 投资建议

华意压缩是全球冰箱压缩机领域的龙头企业，依托大股东四川长虹的资金和资源支持，公司保有稳定的客户资源以及资金资源。尽管冰箱压缩机行业增速呈现放缓的趋势，但是全球产能转移以及国内市场集中度提升的趋势将会有利于龙头企业的发展。短期，我们认为原材料价格的上涨将会带动公司盈利能力的下降；长期，公司在行业内话语权的提升会带来行业盈利水平从盈亏平衡向 4%-5% 的均衡水平发展。

我们预计公司 2012-2014 年的收入增速分别为 8%、14% 和 13%，EPS 分别为 0.13 元、0.17 元和 0.23 元，对应的 PE 分别为 39 倍、28 倍和 21 倍。考虑到公司增发项目实施后，EPS 将被摊薄约 40%，估值也将大幅提升。因此，尽管长期公司趋势向好，但是短期我们仍然保持谨慎的态度。首次给予公司中性-A 的投资评级，12 个月目标价 6 元。

图 21 华意压缩 PE-Band



数据来源：产业在线，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			2012-05-02
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	4,617.0	5,368.0	5,786.4	6,599.2	7,436.9	成长性					
减: 营业成本	4,087.7	4,857.0	5,186.5	5,888.7	6,609.2	营业收入增长率	41.8%	16.3%	7.8%	14.0%	12.7%
营业税费	14.4	10.1	17.5	17.7	18.8	营业利润增长率	-57.2%	-68.7%	269.1%	66.2%	23.8%
销售费用	71.9	90.6	97.2	109.5	122.7	净利润增长率	-78.1%	60.4%	33.2%	39.0%	33.2%
管理费用	281.4	287.5	303.8	349.8	395.6	EBITDA 增长率	-20.0%	-24.5%	62.5%	46.3%	20.9%
财务费用	59.5	65.2	45.5	73.7	82.6	EBIT 增长率	-34.4%	-36.0%	55.2%	64.8%	20.1%
资产减值损失	19.8	30.4	42.4	-1.0	10.4	NOPLAT 增长率	-29.7%	0.4%	3.8%	56.2%	18.4%
加: 公允价值变动收益	-	-0.1	2.1	-1.4	0.2	投资资本增长率	21.4%	-4.7%	143.6%	13.8%	13.4%
投资和汇兑收益	0.8	-1.1	0.3	-	-0.2	净资产增长率	5.8%	6.0%	11.0%	15.2%	16.0%
营业利润	83.0	26.0	95.9	159.5	197.4	利润率					
加: 营业外净收支	13.4	58.2	25.1	27.0	28.0	毛利率	11.5%	9.5%	10.4%	10.8%	11.1%
利润总额	96.4	84.2	121.0	186.5	225.4	营业利润率	1.8%	0.5%	1.7%	2.4%	2.7%
减: 所得税	19.3	12.2	17.6	27.0	32.7	净利润率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%
净利润	19.1	30.6	40.8	56.7	75.5	EBITDA/营业收入	4.6%	3.0%	4.5%	5.8%	6.2%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	3.1%	1.7%	2.4%	3.5%	3.8%
货币资金	268.7	491.6	462.9	527.9	595.0	运营效率					
交易性金融资产	0.2	-	2.1	0.8	1.0	固定资产周转天数	51	52	78	102	103
应收账款	632.3	758.5	841.6	932.0	1,061.0	流动营业资本周转天数	3	-4	7	16	14
应收票据	672.7	1,065.8	951.2	1,118.8	1,181.8	流动资产周转天数	167	183	192	180	177
预付帐款	64.0	37.2	54.6	55.9	51.6	应收帐款周转天数	42	45	48	46	46
存货	755.7	702.7	800.1	860.9	913.7	存货周转天数	56	50	48	47	44
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	245	262	301	318	317
可供出售金融资产	0.5	-	0.3	0.3	0.2	投资资本周转天数	79	73	113	151	152
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	129.8	128.5	130.0	132.0	135.0	ROE	8.7%	7.6%	9.9%	13.2%	13.8%
投资性房地产	5.1	5.0	5.1	5.1	5.1	ROA	2.1%	1.7%	1.9%	2.6%	2.8%
固定资产	784.2	779.4	1,742.0	1,991.6	2,244.8	ROIC	14.9%	12.3%	13.4%	8.6%	9.0%
在建工程	105.5	119.3	223.5	261.4	288.0	费用率					
无形资产	151.6	111.3	178.6	260.0	354.7	销售费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	21.8	17.5	54.9	58.2	60.0	管理费用率	6.1%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总额	3,592.2	4,216.6	5,447.0	6,205.0	6,891.7	财务费用率	1.3%	1.2%	0.8%	1.1%	1.1%
短期债务	398.3	524.3	1,464.0	1,662.7	1,858.8	三费/营业收入	8.9%	8.3%	7.7%	8.1%	8.1%
应付帐款	1,305.9	1,181.5	1,264.7	1,490.4	1,620.0	偿债能力					
应付票据	724.7	1,362.5	1,421.0	1,581.1	1,738.3	资产负债率	75.2%	77.6%	80.8%	80.6%	79.7%
其他流动负债	138.3	89.4	132.3	142.4	140.7	负债权益比	303.9%	347.3%	420.5%	414.6%	392.8%
长期借款	90.0	50.0	50.0	50.0	50.0	流动比率	0.93	0.96	0.72	0.71	0.71
其他非流动负债	34.7	25.2	37.5	44.8	52.0	速动比率	0.63	0.73	0.53	0.53	0.53
负债总额	2,702.8	3,273.9	4,400.4	4,999.1	5,493.1	利息保障倍数	2.39	1.40	3.11	3.16	3.39
少数股东权益	341.0	363.8	426.5	529.3	646.6	分红指标					
股本	324.6	324.6	324.6	324.6	324.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	223.8	254.3	295.4	352.0	427.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	889.3	942.7	1,046.5	1,205.9	1,398.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	77.1	72.0	40.8	56.7	75.5	EPS(元)	0.06	0.09	0.13	0.17	0.23
加: 折旧和摊销	71.3	70.3	121.0	150.8	184.2	BVPS(元)	1.69	1.78	1.91	2.08	2.32
资产减值准备	12.3	30.4	42.4	-1.0	10.4	PE(X)	83.0	51.8	38.9	28.0	21.0
公允价值变动损失	-	0.1	2.1	-1.4	0.2	PB(X)	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
财务费用	53.4	65.2	45.5	73.7	82.6	P/FCF	-12.5	8.0	-2.9	-15.2	-13.5
投资收益	-0.8	1.1	-0.3	-	0.2	P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	58.0	41.4	62.7	102.8	117.3	EV/EBITDA	16.4	11.9	13.5	10.0	9.0
营运资金的变动	-72.9	-87.5	108.6	81.0	51.2	CAGR(%)	27.4%	38.9%	29.5%	18.7%	16.5%
经营活动产生现金流量	131.9	157.9	422.8	462.6	521.6	PEG	3.0	1.3	1.3	1.5	1.3
投资活动产生现金流量	-181.0	-18.8	-1,333.7	-520.6	-573.4	ROIC/WACC	2.1	1.7	1.9	1.2	1.2
融资活动产生现金流量	-25.7	83.3	884.5	121.6	118.9	REP	1.5	1.1	0.7	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	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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