



东兴证券
DONGXING SECURITIES

白银清洁回收领域的领先企业

——金贵银业（002716）新股定价报告

2014年1月13日

建议申购

金贵银业

新股定价

摘要:

- **公司主营铅精矿中回收银、铅等金属。**公司的主营业务是“从富含银的铅精矿及铅冶炼废渣废液中综合回收白银及铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属”的清洁生产和销售；公司目前主要产品是白银和电铅，已基本形成“富含银的铅精矿—铅阳极泥—白银（并综合回收其他有价金属）—硝酸银等深加工产品”的产业链体系。
- **公司是白银清洁回收领域的领先企业。**公司在白银冶炼方面通过多年持续研发拥有较强的技术实力，具备自主知识产权的“清洁脱砷冶炼”等多项技术，白银产品被包括标准银行、渣打银行、德意志银行在内的国内外客户所认可。
- **募投项目主要投向白银回收技术升级等项目。**公司目前的生产线主要是“200吨/年白银综合回收生产线”和“10万吨/年铅富氧底吹项目”。此次募集资金计划投资建设“白银技术升级技改工程项目”等3个募投项目。项目达产后，公司产能将达到白银600吨/年、电铅10万吨/年、黄金2400公斤/年、锌2.5万吨/年、铜1.3万吨/年，同时综合回收其他有价金属，进一步打造完整的白银清洁生产产业链。
- **盈利预测和估值：**预计公司2013-2015年实现基本每股收益分别为0.78元、0.88元和1.25元，按发行5876万股，总股本23496万股计算，摊薄每股收益分别为0.56元、0.69元和0.95元。我们按照2014年0.69元的摊薄每股收益预测，给予20-24倍的市盈率，公司的对应股价为13.8-16.5元/股。
- **风险提示：**行业周期波动风险、主要产品银、铅、黄金等价格波动风险、原材料采购风险、存货跌价风险、资产负债率较高和短期偿债风险、行业政策波动风险等。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2794.0	3694.4	3444.3	3972.1	4877.2
增长率（%）	78.1%	32.2%	-6.8%	15.3%	22.8%
净利润（百万元）	186.9	169.7	132.1	163.4	222.9
增长率（%）	46.4%	-9.2%	-22.2%	23.7%	36.5%
每股收益（元）	1.06	0.96	0.75	0.93	1.27
净资产收益率（%）	25.8%	18.8%	13.5%	18.0%	21.2%

分析师：张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512040003

询价区间

13.8-16.5

上市首日定价区间

13.8-16.5

总股本（万股）

23496

发行量（万股）

5876

发行日期

发行方式

网上发行,网下配售

保荐机构

招商证券股份有限公司

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产（元）

5.11

净资产收益率（%）

18.8%

资产负债率（%）

72.8%

主要股东和持股比例

曹永贵

43.63%

李楚南

5.04%

招商致远资本投资

5%

目 录

1. 公司主营铅精矿中回收银、铅等金属	3
1.1 公司主营铅精矿中回收银、铅等金属	3
1.2 公司股权结构分散	4
1.3 募集资金主要投向白银技改工程	4
2. 白银：工业用途日渐广泛，但价格低位运行	6
2.1 白银储量分布集中度高	6
2.2 全球白银供需相对平衡	6
2.3 白银金融属性下降，价格低位运行	8
3. 技术回收优势保障盈利能力优于行业其他公司	8
3.1 公司毛利率和业绩受价格影响较大	8
3.2 公司成本低于行业平均水平	9
4. 盈利预测	10
5. 估值定价	11
6. 风险提示	11

图表目录

图表 1：2013 年中期营业收入占比	3
图表 2：2013 年中期毛利占比	3
图表 3：公司主营产品情况	3
图表 4：发行前后公司股权结构	4
图表 5：公司募投项目分析（万元）	5
图表 6：募投项目投产前后公司产能变化	5
图表 7：全球白银储量分布	6
图表 8：2001 年以来白银供给结构（单位：吨）	6
图表 9：2003 年以来白银需求结构（单位：吨）	7
图表 10：2001 年白银消费结构	7
图表 11：2012 年白银消费结构	7
图表 12：COMEX 白银价格（美元/盎司）	8
图表 13：长江现货 1#白银价格（元/千克）	8
图表 14：公司近年毛利率情况（单位：吨）	8
图表 15：主要相关上市公司毛利率对比	9
图表 16：主要产品销量假设	10
图表 17：主要产品价格假设	10
图表 18：分产品收入预测（百万元）	10
图表 19：分产品毛利率预测	10
图表 20：可比上市公司市盈率	11

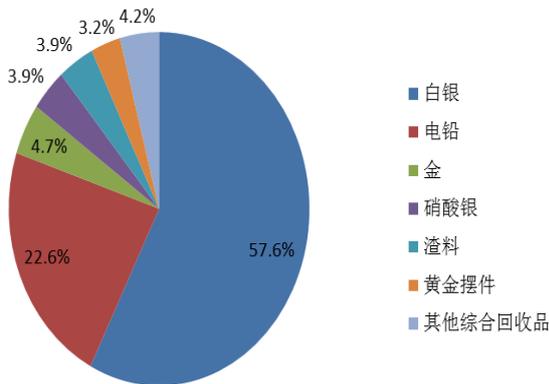
1. 公司主营铅精矿中回收银、铅等金属

1.1 公司主营铅精矿中回收银、铅等金属

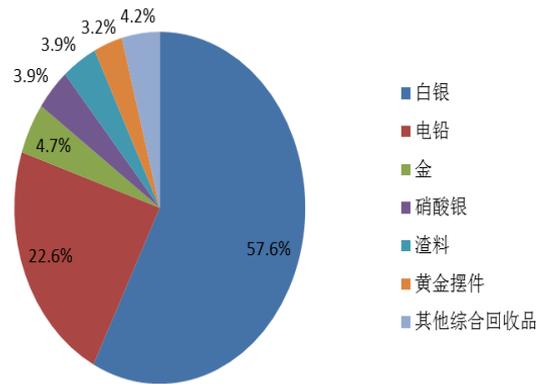
公司的主营业务是“从富含银的铅精矿及铅冶炼废渣废液中综合回收白银及铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属”的清洁生产及销售；公司主要产品是白银和电铅，目前已基本形成“富含银的铅精矿—铅阳极泥—白银（并综合回收其他有价金属）—硝酸银等深加工产品”的产业链体系；公司在白银冶炼方面通过多年持续研发拥有较强的技术实力，具备自主知识产权的清洁脱砷冶炼技术。

公司目前产能主要是“200 吨/年白银综合回收生产线”和“10 万吨/年铅富氧底吹项目”；生产白银的主要原材料为电解铅冶炼所产生的阳极泥，为了保证原料稳定供应，公司主要通过“10 万吨铅富氧底吹项目”自产阳极泥，该项目每年产生 6000 吨左右的铅阳极泥，其余不足部分主要从郴州本地市场采购，目前外购比例在 40%左右。

2013 年上半年，白银、电铅的收入占公司营业总收入的比重分别为 57.6%和 22.6%，其他产品占比 19.8%；同期白银产品的毛利润占比高达 62.7%，黄金、渣料、其他综合回收产品的毛利占比分别为 13.0%、10.4%和 10.5%，电铅业务为亏损。

图表 1：2013 年中期营业收入占比


资料来源：招股说明书

图表 2：2013 年中期毛利占比


资料来源：招股说明书

近三年白银、黄金、渣料、其他综合回收产品的毛利率维持了较高的水平，构成了公司盈利的主要来源。

图表 3：公司主营产品情况

产品	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-6 月
白银	20.2%	19.7%	17.6%	15.4%
电铅	5.6%	-0.8%	-0.6%	-2.0%
金	59.5%	48.5%	43.9%	39.1%
硝酸银		27.9%	17.6%	0.9%
渣料	27.6%	42.3%	34.0%	37.1%

黄金摆件			0.1%	-0.1%
其他综合回收产品	40.8%	37.1%	39.6%	35.4%
合计	17.7%	15.5%	13.4%	13.2%

资料来源：招股说明书

1.2 公司股权结构分散

首次公开发行股票前，公司总股本为 17620 万股，次次计划发行 5876 万股，发行后总股本为 23496 万股。发行前，曹永贵先生持有金贵银业 43.63% 的股权，发行后曹永贵先生的持股比例为 32.72%，仍是公司的大股东。

图表 4：发行前后公司股权结构

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股	17620	100	17620	75
曹永贵	7688	43.63	7688	32.72
李楚南	888	5.04	888	3.78
招商致远资本投资有限公司	881	5	881	3.75
张蕾	803	4.56	803	3.42
湖南省益丰年商贸发展有限公司	700	3.97	700	2.98
湖南嘉华资产管理有限公司	600	3.41	600	2.55
上海云牛投资管理有限公司	600	3.41	600	2.55
沈阳渤海投资集团有限公司	600	3.41	600	2.55
曹永德	543	3.08	543	2.31
许丽	471	2.68	471	2.01
张平西	457	2.6	457	1.95
陈辛	446	2.53	446	1.9
杭州金永信创业投资合伙企业（有限合伙）	320	1.82	320	1.36
深圳中银信投资控股有限公司	223	1.27	223	0.95
赵迅	223	1.27	223	0.95
汪健	216	1.23	216	0.92
许军	215	1.22	215	0.92
深圳盈柏投资管理有限公司	200	1.14	200	0.85
其他 23 位自然人	1546	8.77	1546	6.58
二、本次发行流通股	0	0	5876	25
合计	17620	100	23496	100

资料来源：招股说明书

1.3 募集资金主要投向白银技改工程

公司拟发行 5876 万股，按照项目的轻重缓急，募集资金扣除发行费用后将用于 3 个项目的建设。

图表 5：公司募投项目分析（万元）

项目名称	投资总额	建设周期	年营业收入 (万元)	年利润总额 (万元)	年净利润 (万元)
白银技术升级技改工程项目	27461	18 个月	328466	15090	11318
5 万 t/a 铅冰铜渣资源综合利用项目	17347	12 个月	117770	9791	7343
5 万 t/a 次氧化锌烟灰资源利用项目	24159	12 个月	58532	5710	4282
合计			504769	30591	22943

资料来源：招股说明书

其中，“白银技术升级技改工程项目”是以国家“863”重点科研技术为基础，对公司现有银冶炼过程中含砷物料进行无害化处理，同时将银冶炼原料中铋、锑、铜、铅等资源高效利用的技术改造工程，达到提高资源综合利用率和减少污染的目的。该项目拟投资 27,461 万元，利用公司在国家 863 计划的资助下自主研发的清洁“无砷炼银”新工艺技术，对公司原有的“年产 200 吨高纯银生产线”进行升级改造，最终形成年产白银 608.94 吨、黄金 2388 千克、精铋 1422 吨、铅渣 1466 吨、粗锑白 2768 吨、碱式氯化铜 154 吨的生产能力。

“5 万 t/a 铅冰铜渣资源综合利用项目”以企业炼铅过程铅鼓风机和电热前床产生的低品位铅冰铜、底吹炉产生的高铜铅渣及浮渣反射炉产生的铅冰铜等为原料，并从同类型企业收购部分浮渣反射炉冰铜，综合回收其中的有价金属。该项目拟投资 17,347 万元，利用“火法富集—纯碱加压浸出—硫酸常压浸出”新工艺处理铅冰铜，最终形成生产能力为年处理铅冰铜 50,000 吨、年产电阳极铜 13,051 吨，同时综合回收其它有价金属。

“5 万 t/a 次氧化锌烟灰资源利用项目”主要以企业炼铅过程产生和部分从同类型企业购入的次氧化锌烟尘为原料，综合回收其中的有价金属。该项目拟投资 24,159 万元，采用自主知识产权的非专利技术处理氧化锌烟尘，最终形成生产能力为年处理氧化锌烟尘 50000 吨，最终产品高纯锌中主金属锌含量大于 99.998%，优于国家标准。

募投项目的实施，优化公司产品结构，促进资源综合回收利用和减轻环境污染，进一步提升公司核心竞争力。募投项目达产后，公司的白银产能将达到 600 吨/年、黄金 2400 公斤/年、电铅 10 万吨/年、锌 2.5 万吨/年、铜 1.3 万吨/年，同时综合回收其他有价金属，进一步打造完整的白银清洁生产产业链。

图表 6：募投项目投产前后公司产能变化

主要产品	现有产能	募投项目达产后产能
白银	200 吨/年	600 吨/年
铅	10 万吨/年	10 万吨/年
阳极铜		13,051 吨/年
高纯锌		25,059 吨/年

资料来源：招股说明书

2. 白银：工业用途日渐广泛，但价格低位运行

2.1 白银储量分布集中度高

根据 USGS 数据，2012 年全球白银资源储量为 53 万吨。其中白银储量最丰富的 5 个国家分别是秘鲁、智利、波兰、澳大利亚和中国，合计占全球白银资源储量的 73%。全球约三分之二的银资源储量是与铜、铅锌、金等有色金属及贵金属矿伴生的，三分之一是以银金属为主的独立银矿。

西方国家矿产银产量的 75%至 80%来自于铅锌等有色金属矿和金矿开采的伴生产品，中国这一比例高达 95%。中国目前银矿 569 处，分布在 27 个省市自治区，储量较大的包括江西、云南、广东、内蒙古等省区。

图表 7：全球白银储量分布

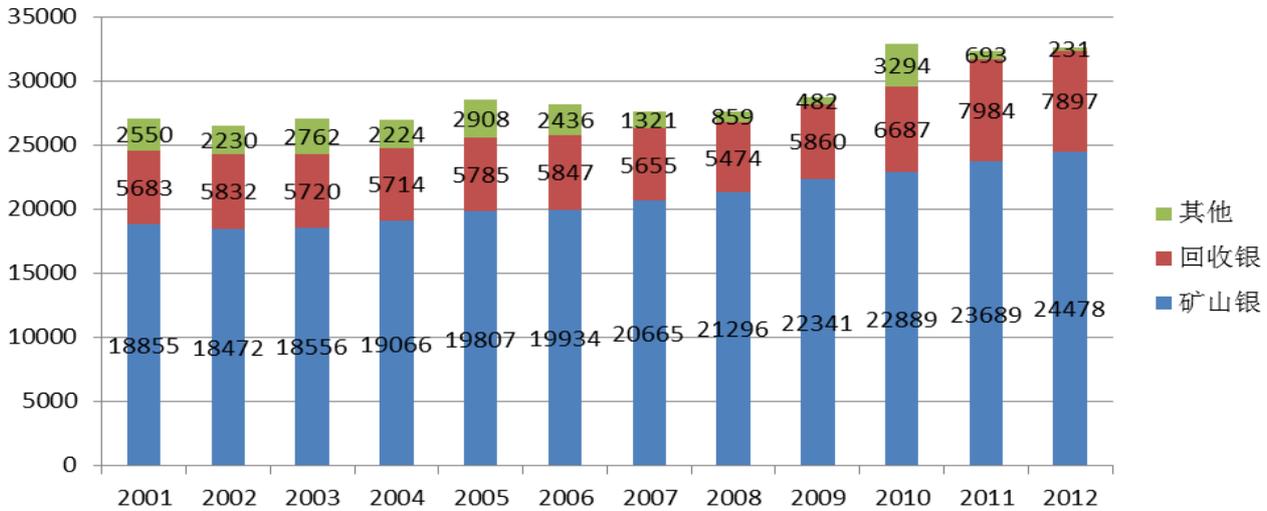
国家	资源储量（吨）	占比
秘鲁	120000	22.6%
智利	70000	13.2%
波兰	85000	16.0%
澳大利亚	69000	13.0%
中国	43000	8.1%
墨西哥	37000	7.0%
美国	25000	4.7%
玻利维亚	22000	4.2%
加拿大	7000	1.3%
其他国家	52000	9.8%
全球合计	530000	100.0%

资料来源：招股说明书，USGS

2.2 全球白银供需相对平衡

供给缓慢增长。 矿山银和回收银是白银供给的主要构成部分。2012 年矿山银和回收银的产量分别为 24478 吨和 7897 吨，合计占白银总供给量的 99.3%。二者的产量在过去 12 年间保持缓慢增长的态势，2001-2012 年，矿山银产量复合增长率为 2.4%，回收银产量复合增长率为 3.0%。白银的第三个供给来源是各国政府的净售量和生产商的套保量，这个来源占比较小且每年的波动较大。

图表 8：2001 年以来白银供给结构（单位：吨）



资料来源：招股说明书

需求：工业需求占比越来越大。白银需求主要分为制造业需求和其他需求（主要是投资需求），2009-2012年，制造业需求占白银总需求的85%左右。近10年来，白银在传统制造业领域（银器、首饰、造币、感光材料）的需求占比逐步下降，在光伏产业、电子材料、抗菌材料、化学催化材料等工业领域的需求出现了快速增长。

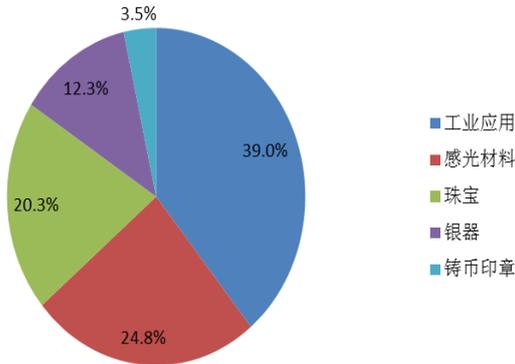
图表 9：2003 年以来白银需求结构（单位：吨）

项目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
制造总需求	26201	25841	26397	26015	26204	25772	24235	27333	27265	26338
其中：工业应用	10911	11434	12659	13281	14186	13791	12559	15160	15132	14491
感光材料	6000	5561	4986	4429	3882	3263	2466	2261	2056	1798
珠宝	5574	5437	5406	5172	5085	4924	4942	5194	4970	5773
银器	2610	2090	2099	1897	1816	1770	1810	1564	1431	1397
铸币印章	1110	1319	1244	1238	1235	2028	2457	3151	3676	2883
矿产商减少套保	650	-	-	212	753	361	694	-	-	1291
潜在净投资	187	1163	2103	1991	684	1499	3754	5536	5101	4977
总需求	27038	27004	28500	28217	27641	27629	28683	32870	32366	32610

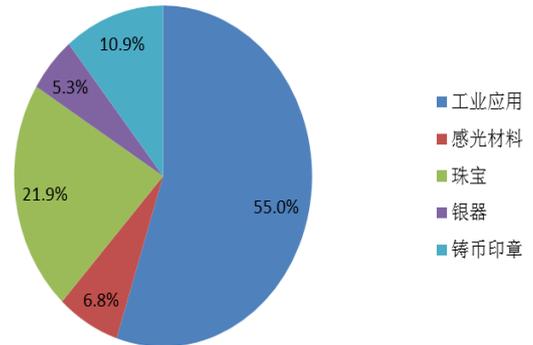
资料来源：招股说明书

2001年至2012年，白银在工业领域的应用比例从39%增长至55%，在传统制造业领域的应用比例从61%下降至45%。

图表 10：2001 年白银消费结构
图表 11：2012 年白银消费结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.3 白银金融属性下降，价格低位运行

白银与黄金都曾做为货币，具有较强的金融属性，价格关联性大。2013 年以来，随着全球经济的逐步恢复，黄金的避险功能下降；同时，随着美国 QE 的预期退出，黄金走强的流动性宽松基础受到挑战，且美元指数进入上升通道，黄金价格大幅下跌，与黄金价格关联度很大的白银价格也遭受重挫，今年以来下跌 30% 左右。我们认为，未来 2 年白银价格上涨的基础尚未恢复，价格仍将低位运行。

图表 12：COMEX 白银价格（美元/盎司）



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图表 13：长江现货 1# 白银价格（元/千克）



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

3. 技术回收优势保障盈利能力优于行业其他公司

3.1 公司毛利率和业绩受价格影响较大

作为冶炼回收企业，公司业绩受产品价格影响较大。整体看近三年虽然受价格下跌影响，毛利率有所下滑，但白银、黄金、渣料、其他综合回收产品的毛利率总体维持了较高的水平，构成了公司盈利的主要来源。

图表 14：公司近年毛利率情况（单位：吨）

产品	2010年	2011年	2012年	2013年1-6月
白银	20.2%	19.7%	17.6%	15.4%
电铅	5.6%	-0.8%	-0.6%	-2.0%
金	59.5%	48.5%	43.9%	39.1%
硝酸银		27.9%	17.6%	0.9%
渣料	27.6%	42.3%	34.0%	37.1%
黄金摆件			0.1%	-0.1%
其他综合回收产品	40.8%	37.1%	39.6%	35.4%
综合	17.7%	15.5%	13.4%	13.2%

资料来源：招股说明书

3.2 公司成本低于行业平均水平

公司2004年成立技术研发中心，与中南大学等科研院所建立了长期的“产、学、研”合作联盟，并从合作单位引进了各类人才，组建了一支包括化工、冶炼、机械、电气、分析化验等专业技术人员的技术研发队伍。2006年，公司技术研发中心经郴州市科技局认定为“白银深加工技术研发中心”。公司研发团队围绕主业成功研发了36项专利技术，其中包括18项发明专利。公司目前在研发的项目包括，白银无害化技术、铅阳极泥综合回收利用新工艺、铅冰铜高效利用新工艺、银基触点直接材料投入产业化及推广应用技术、次氧化锌氨法制备高等级无汞锌粉新工艺、次氧化锌制备高纯活性氧化锌研发、选-冶联合炼锌新工艺研发等。

目前处于国内先进水平的相应的金属回收率指标分别为：银99.2%、铅综合回收率96.5%、硫综合回收率96%、铟综合回收率55-65%、铋综合回收率60%，而公司现在的综合回收率分别为：银99.5%，铅98%，硫97%，铟80%以上，铋85%，公司的综合回收利用水平在国内遥遥领先。公司的白银生产技术、工艺水平、产品质量在国内外同行业均处于领先地位。白银质量稳定在国家1#银标准，纯度达99.995%。

公司在国内主要的竞争对手是豫光金铅和株冶集团两家A股上市企业。2012年公司白银业务的营业收入为17.71亿元，高于株冶集团但低于豫光金铅。

图表 15：主要相关上市公司毛利率对比

项目		豫光金铅	株冶集团	金贵银业
白银	2010年	0.6%	29.9%	20.2%
	2011年	8.2%	25.0%	19.7%
	2012年	5.8%	5.4%	17.6%
电铅	2010年	1.4%	4.0%	5.6%
	2011年	-3.7%	0.5%	-0.8%
	2012年	-0.8%	2.4%	-0.6%
综合毛利率	2010年	4.7%	5.7%	17.7%

2011年	5.1%	2.5%	15.5%
2012年	3.9%	1.4%	13.4%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4. 盈利预测

根据招股说明书中提供的历史数据并结合我们对金属价格未来走势的判断，做出公司主要产品产能、销量、价格、毛利润预测：

图表 16：主要产品销量假设

产品	单位	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
白银	吨	198	236	313	450	500	550
电铅	吨	40568	69479	69238	72000	76000	82000
黄金	千克	253	440	546	750	800	1200
电锌	吨					5000	12000
铜	吨					2000	7000

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图表 17：主要产品价格假设

产品	单位	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
白银	元/千克	4259	6077	5654	4150	4104	4200
电铅	元/吨	13535	13934	12938	11966	11966	12393
黄金	元/千克	228859	281182	289616	213675	213675	239316
电锌	元/吨					12393	12393
铜	元/吨					44872	45299

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图表 18：分产品收入预测（百万元）

产品	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
白银	842	1435	1771	1868	2052	2310
电铅	549	968	896	862	909	1016
黄金	58	124	158	160	171	287
硝酸银		53	121	125	150	175
渣料	46	77	82	100	103	133
金加工制品			446	150	250	250
其他综合回收产品	74	131	146	180	185	240
电锌					62	149
铜					90	317
合计	1569	2788	3620	3444	3972	4877

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图表 19：分产品毛利率预测

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
白银	20%	20%	18%	15%	15%	14%
电铅	6%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
黄金	60%	49%	44%	37%	30%	33%
硝酸银		28%	18%	2%	2%	2%
渣料	28%	42%	34%	17%	17%	14%
金加工制品			0%	0%	0%	0%
其他综合回收产品	41%	37%	40%	34%	35%	35%
电锌					3%	3%
铜					20%	20%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

预计公司 2013-2015 年主营收入分别为 34.44 亿元、39.72 亿元和 48.77 亿元，年增速分别为-6.8%、15.3%和 22.8%；2013-2015 年公司实现归属母公司所有者净利润分别为 1.37 亿元、1.55 亿元和 2.2 亿元，年增速分别为-24.6%、13.1%和 42%。2013-2015 年实现基本每股收益分别为 0.75 元、0.93 元和 1.27 元，按发行 5876 万股，总股本 23496 万股计算，摊薄每股收益分别为 0.56 元、0.69 元和 0.95 元。

5. 估值定价

公司的主营业务是“从富含银的铅精矿及铅冶炼废渣废液中综合回收白银及铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属”，是一家具有资源综合利用特性的有色金属冶炼企业。

结合几家可比上市公司的情况，5 家参照企业平均市盈率为 25 倍，我们给予金贵银业 2013 年 20-24 倍的市盈率，按照 2014 年 0.69 元的摊薄每股收益预测，公司的对应股价为 13.8-16.5 元/股。

图表 20：可比上市公司市盈率

公司代码	公司名称	收盘价	EPS			P/E			PB
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
002237.SZ	恒邦股份	13.85	0.64	0.57	0.7	21.6	24.3	21.0	1.9
600531.SH	豫光金铅	9.25	0.16	-1.01	0.25	57.8	-9.2	37.0	1.8
601388.SH	怡球资源	9.85	0.4	0.35	0.48	24.6	28.1	20.5	1.8
600459.SH	贵研铂业	19.41	0.19	0.34	0.46	102.2	57.1	42.2	2.3
平均						51.6	25.1	30.2	2.0

资料来源：WIND，东兴证券研究所

6. 风险提示

1、原材料依赖风险。目前公司白银冶炼的原材料主要来自于铅冶炼过程中的铅阳极泥，而铅冶炼行业生产所需原材料主要为铅精矿，铅精矿为不可再生性资源。随着公司产业链向上游的扩张，公司“10万吨铅富氧底吹项目”的投产，对铅精矿的需求量将进一步增加，公司未来将可能面临原材料供应紧张和价格上升的风险。

2、产品价格下跌导致的存货跌价风险和盈利能力下降风险。由于公司产业链向上游扩张，随着“10万吨铅富氧底吹项目”的逐渐投产，公司存货余额逐年上升。若银、铅价格出现大幅下跌，公司可能需要计提大额存货跌价准备，同时公司的盈利能力也将下降。

3、环保风险。由于有色金属冶炼行业的特殊性，尤其是铅冶炼过程中产生的烟尘、废气等会对环境造成一定程度的污染。国家环保法律法规对环境保护要求会更加严格，有色金属冶炼清洁化将成为行业发展方向，可能会导致公司环保费用上升，增加公司的生产成本，从而影响公司的收益。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产合计	1932	2649	1713	1984	2420	营业收入	2794	3694	3444	3972	4877
货币资金	421	368	620	715	878	营业成本	2363	3206	3042	3522	4294
应收账款	44	4	296	341	419	营业税金及附加	5	6	7	8	9
其他应收款	23	26	24	28	34	营业费用	5	6	10	12	15
预付款项	222	194	230	273	324	管理费用	146	152	183	211	258
存货	1219	2051	508	589	718	财务费用	127	175	70	58	69
其他流动资产	3	5	5	5	5	资产减值损失	11.11	5.80	6.00	2.00	2.00
非流动资产合计	597	659	617	590	541	公允价值变动收益	-1.29	1.34	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-1.16	-1.40	-1.00	0.00	0.00
固定资产	507.87	553.69	532.48	510.56	468.36	营业利润	134	145	128	162	232
无形资产	77	75	67	60	52	营业外收入	69.84	35.01	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	12	0	0	0	营业外支出	12.84	3.02	4.00	2.50	2.50
资产总计	2528	3307	2330	2574	2961	利润总额	191	177	154	190	259
流动负债合计	1465	2156	1079	1372	1614	所得税	4	7	22	27	36
短期借款	1081	1296	657	897	1058	净利润	187	170	132	163	223
应付账款	43	149	233	270	329	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	28	151	160	170	182	归属母公司净利润	187	170	132	163	223
一年内到期的非流	0	269	0	0	0	EBITDA	295	364	242	268	350
非流动负债合计	340	251	265	285	285	BPS (元)	1.06	0.96	0.75	0.93	1.27
长期借款	315	216	246	266	266	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	1805	2406	1344	1657	1899	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-24.4%	32.2%	-6.77%	15.32%	22.79%
实收资本(或股本)	176	176	176	0	0	营业利润增长	8.2%	385.7%	-11.81%	27.34%	42.62%
资本公积	158	158	158	158	158	归属于母公司净利润	-22.2%	244.7%	-22.17%	23.69%	36.45%
未分配利润	347	500	572	662	785	获利能力					
归属母公司股东权	723	901	977	907	1052	毛利率(%)	15.43%	13.23%	11.67%	11.34%	11.96%
负债和所有者权	2528	3307	2320	2564	2951	净利率(%)	6.69%	4.59%	3.84%	4.11%	4.57%
现金流量表						总资产净利润(%)		7.39%	5.13%	5.67%	6.35%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	25.84%	18.84%	13.52%	18.02%	21.20%
经营活动现金流	-139	-193	1318	146	150	偿债能力					
净利润	187	170	132	163	223	资产负债率(%)	71.39%	72.76%	57.90%	64.63%	64.36%
折旧摊销	33.97	43.84	0.00	47.49	48.73	流动比率					
财务费用	127	175	70	58	69	速动比率					
应付帐款的变化	0	0	84	37	59	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	9	10	12	总资产周转率	1.29	1.27	1.22	1.63	1.77
投资活动现金流	-166	-69	-11	-20	0	应收账款周转率	105	154	23	12	13
公允价值变动收益	-1	1	2	2	2	应付账款周转率	45.34	38.57	18.02	15.78	16.27
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	-1	-1	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.06	0.96	0.75	0.93	1.27
筹资活动现金流	465	202	-1055	-31	13	每股净现金流(最新)	0.51	0.91	1.31	-0.18	0.54
应付债券增加	1081	1296	657	897	1058	每股净资产(最新摊)	3.03	4.11	4.76	5.27	5.84
长期借款增加	315	216	246	266	266	估值比率					
普通股增加	0	0	0	-176	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	161	-60	252	95	163	EV/EBITDA	2.84	3.74	1.72	1.69	1.48

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

经济学硕士，有色金属行业高级分析师，2012年3月加盟东兴证券，2011年天眼明星分析师第五名。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。