



## 厦门钨业(600549) 调研报告

报告日期: 2010年06月17日

——夯实钨主业，战略性布局新能源材料

### 基础数据

总股本(百万股)	681.98
流通A股(百万股)	681.98
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	147.1

### 公司评级

所属行业	有色金属
公司股价	21.61元
投资评级	增持

### 公司市场表现



有色金属行业研究员: 化定奇  
执业证书编号: S0990209090064  
Email: huadq@vsun.com

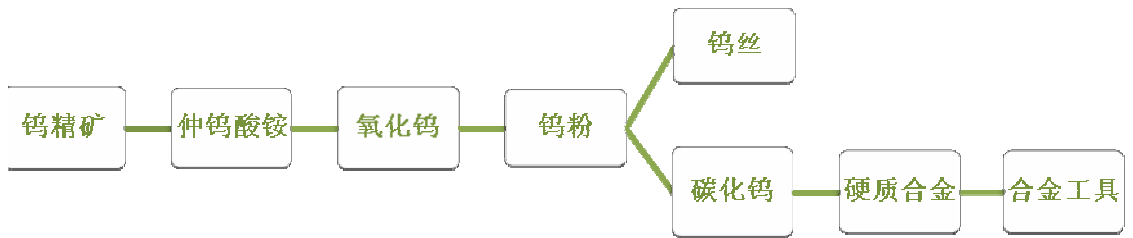
### 报告概要:

- ✧ 厦门钨业(包括子公司)目前各业务板块整合起来包括以下四个产业链,分别为钨产业链、钼产业链、能源新材料产业链及房地产业。四个产业的定位分别为:以钨为主业,以钼系列产品 and 能源新材料为两翼,以房地产为一个时期的利润增长点。
- ✧ **钨资源自给率40%还是25%,资源保障与盈利能力两个角度剖析。**公司的钨资源主要来自于自产钨矿以及废钨回收。由于废钨回收是采取外购废钨再进行加工的模式,公司仅收取一定加工费的形式,从盈利能力角度来看,废钨回收与外购钨精矿性质类似,并不能提高公司的钨精矿的自给率。所以,从钨资源供应保障方面来看,钨资源自给率能够保持在40%左右;但是从盈利角度来讲,目前仅25%左右的资源自给率处于较低的水平。所以未来继续加大上游矿山企业的开发,提高原材料自给率,以保障原材料供应安全,提高公司的盈利水平仍是未来主要战略方向之一。
- ✧ **具备竞争优势的钨初、中级产品,依然是2-3年内业绩的主导因素。**公司钨板块目前利润来源主要来自于钨中间产品冶炼产品、钨丝、以及低端硬质合金。虽然随着矿山企业开始向下游深加工产品延伸以及国外企业纷纷到中国投资设厂,使得初级产品市场竞争愈来愈激烈,传统产品APT、钨粉、碳化钨粉,普通钨丝、普通钼丝的获利能力逐渐被削弱。但是公司在钨初、中级产品领域的竞争优势,决定了公司依然是钨下游需求复苏最大的受益者之一。2010年以来,随着下游市场的复苏,公司主要产品需求回升,销售收入及盈利趋于正常。我们判断,钨初、中级产品依然是公司2-3年内业绩的主导因素。
- ✧ **钨产品结构优化,3-5年主要看点。**目前公司的硬质合金产品主要是低、中端产品为主,盈利能力相对较低。而高端硬质合金业务盈利能力较强,高技术含量与附加值的硬质合金产品,如高性能合金、研磨涂层合金、特异型制品、精密工具等产品,价格往往是中低档合金的几倍甚至几十倍。目前公司在高端硬质合金等钨深加工产品方面的技术储备在不断丰富,未来钨深加工产品,特别是硬质合金产品的结构升级成为未来主要发展重心。我们预计未来3-5年公司高端硬质合金制品产量将实现较快复合增长率,硬质合金整体产品毛利率将提升至35%以上。
- ✧ **新能源材料产业链,战略性布局。**公司于2003年战略型布局进入能源新材料市场,目前已经覆盖到镍氢电池负极材——贮氢合金粉、锂离子电池正极材料——钴酸锂、锰酸锂以及磷酸亚铁锂、三元合金;上游的稀土资源——2006年底收购了长汀金龙稀土,拥有了稀土分离许可证和13万吨稀土储备;2009年8月,公司又成立了龙岩稀土(控股51%),成为福建龙岩稀土资源的整合主体;以及稀土深加工——2500吨的稀土分离生产线已投产,目前已实现了15中稀土元素全分离生产氧化物、部分元素生产高纯氧化物已批量投放市场;1000吨三基色荧光粉于今年一季度试车投产;3000吨钕铁硼磁性材料拟于2010年第三季度开工建设。总体来看,尽管新能源材料短期内无法释放业绩,但是战略性地构建新能源材料产业链是必要的,随着下游需求的爆发,未来新能源材料将有可能成为公司新的利润增长点。
- ✧ **房地产似乎成为中短期公司利润的平滑器。**公司钨主业属于高周期性行业,09年在全球经济不景气的背景下,公司传统的钨钼制品收入同比大幅下降,而同期房地产业务贡献了60%以上的利润,保证了业绩的平稳。2010年公司钨钼板块业绩复苏,预期2010年公司的钨钼主业将回升到正常水平,而地产结算收入则预期同比大幅下降。房地产业务似乎成为中短期公司利润的平滑器。
- ✧ **业绩预测及投资建议。**2010-2012年,公司的钨钼主业将保持稳定增长,新能源材料贡献利润的比例将小幅提升,而房地产业务2010年利润贡献大幅减小,2011、2012将重新贡献。预计10-12年公司的EPS分别为0.34、0.47、0.65元。鉴于公司长期发展前景广阔,给予公司“增持”评级。

### 1、公司业务概览

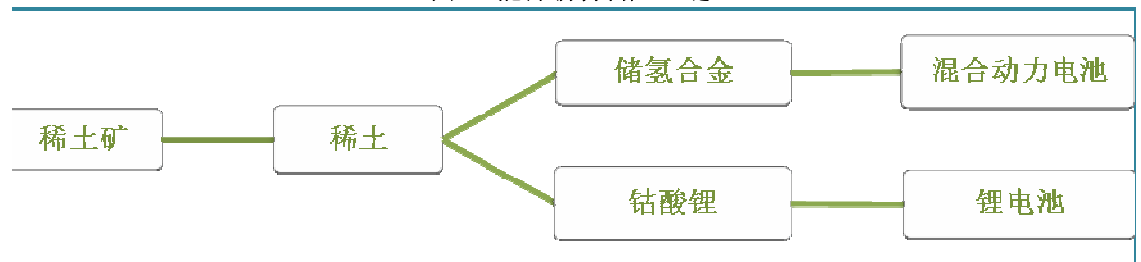
公司以生产销售仲钨酸铵(APT)、蓝色氧化钨(BTO)和黄色氧化钨(YTO)等钨冶炼中间产品为主营业务，是世界上规模最大的钨中间产品冶炼企业。目前，公司及子公司生产的产品涉及钨、钼、钴、新能源材料制造和房地产开发等领域，打造了从钨矿山、冶炼、深加工等一系列完整的产业链，形成了以钨钼产品为主导，兼营电池材料、钴盐及房地产开发等产业格局。公司目前各业务板块整合起来包括以下四个产业链，分别为钨产业链、钼产业链、能源新材料产业链及房地产业。四个产业的定位为：以钨为主业，以钼系列产品和能源新材料为两翼，以房地产为一个时期的利润增长点。

图1：钨产业链



资料来源：英大证券研究所、公司公告

图2：能源新材料产业链



资料来源：英大证券研究所、公司公告

图3：钼产业链



资料来源：英大证券研究所、公司公告

在钨钼制品生产方面，目前拥有年产17,000吨仲钨酸铵(APT)、7,500吨钨粉、5,000吨碳化钨粉、4,000吨混合料、2,000吨硬质合金、1,500吨粗钨丝、150亿米细钨丝、300吨粗钼丝、30亿米细钼丝等钨钼产品生产能力；除在钨冶炼及钨制品行业继续保持龙头地位外，近几年该公司还积极进军新能源材料等领域，形成5,000吨镍氢电池用贮氢合金粉、1,000吨锂离子材料的年生产能力。此外，本公司控股60%的子公司厦门滕王阁房地产开发有限公司近几年在厦门、泸州、成都、重庆等地从事商品房开发，取得良好的经济效益，并逐步树立起一定的品牌形象，在成都、重庆正在开发的商品房面积超过50万平方米，且在厦门、漳州等地拥有储备用地，目前正在开发厦门岛东部区域的房地产项目。

### 2、钨资源自给率40%还是25%，资源保障与盈利能力两个角度剖析

目前公司的钨资源主要来自自产钨矿以及废钨回收。公司拥有两家钨矿企业，其中宁化行洛坑钨矿是黑白混合钨矿，储量为29.5万吨，在全国已探明的钨矿中排名第三，公司目前已拥有采矿权；宁化行洛坑矿的采选成本较高，完全成本约为5万元/吨。豫鹭矿业是公司钨钼

集团合资建立的控股子公司（公司股权占比60%），用于回收洛钼集团选钼尾矿中的白钨矿，以解决原材料供应问题。豫鹭矿业所回收的钨钼伴生矿，已探明的钨储量为51万吨，钨原矿品位0.145%，成本相对较低，约为3.5万元/吨。另外，海沧分公司自主研究的废钨回收技术使公司的废钨处理能力将达到年产钨2,000吨，也在一定程度上提高了公司的钨自给率。

公司钨资源的自给率一直是资本市场及投资者关注的核心之一。公司钨制品的主要原材料是钨资源（包括钨精矿和废钨回收），钨资源供应是否充足是决定公司下游一系列钨相关产品有序生产的重要前提；另外上游钨资源在钨制品的制造成本中比重最大，其中APT及氧化钨在钨粉产品的制造成本中占88%的比重，因此钨精矿自给率的对公司盈利水平有非常重要的影响。所以我们认为应该从两个角度来看待公司资源自给率：一是钨资源供应保障方面；二是钨产品的盈利能力方面。

从钨资源供应保障角度来看，从2005年我国政府开始对钨精矿总量进行控制，加强了对钨矿非法开采的控制，许多小矿山被关停或者整改；2009年底，五矿集团控股湖南有色之后，加上2003年控股的江西钨业集团，国内上有钨资源集中度逐渐集中，预期未来钨精矿供应弹性将降低，资源自给率过低的钨加工企业将受制于人。对于厦钨来讲，宁化行洛坑钨矿、豫鹭矿业以及废钨回收能力都是公司钨资源自给率的保证，而且在计算自给率要考虑可控制的资源产量即可，不需要考虑权益资源产量。我们预计未来公司资源自给率有望保持在40%左右，这将有助于保证公司钨资源供应的稳定。

**表1：公司钨资源自给率（从资源供应保障角度）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
行洛坑矿（98.95%）	600	1900	2200	2400	2600	2800
豫鹭矿业（60%）	1500	1800	2500	2500	2600	2700
废钨回收	1000	1900	1000	1100	1200	1300
钨精矿合计供应量	3,135	6,135	5,700	6,000	6,400	6,800
APT 产量	11,041	9,470	9,000	10,500	11,000	11,500
钨精矿需求量	17,000	13,500	13,000	15,540	16,280	17,020
<b>钨精矿自给率</b>	<b>18.44%</b>	<b>45.44%</b>	<b>43.85%</b>	<b>38.61%</b>	<b>39.31%</b>	<b>39.95%</b>

资料来源：英大证券研究所、公司公告

从钨产品的盈利能力角度来看，由于钨行业本身产业链条较长，主要包括勘探、开采、选矿、冶炼、精深加工等，钨行业价值链分布呈现“两头高、中间低”的特点，上游钨矿采选和下游高端硬质合金的利润水平较高，冶炼、制粉、中低档硬质合金及钨材利润水平相对较低，所以原材料的自给程度的高低是公司毛利率高低的重要影响因素。

由于目前公司废钨回收是采取外购废钨再进行加工的模式，废钨外购价格随同钨精矿价格水涨船高，而公司仅收取一定加工费的形式，所以从钨产品的盈利能力角度来看，废钨回收与外购钨精矿性质类似，并不能提高公司的钨精矿的自给率。而宁化行洛坑钨矿、豫鹭矿业的钨资源也需要考虑权益资源产量。所以从这角度来讲，公司未来资源自给率仅能保持在25%左右。

**表2：公司钨资源自给率（从盈利水平角度）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
行洛坑矿权益产量	593.7	1880.1	2176.9	2374.8	2572.7	2770.6
豫鹭矿业权益产量	900.0	1080.0	1500.0	1500.0	1560.0	1620.0
权益产量合计	1493.7	2960.05	3676.9	3874.8	4132.7	4390.6
APT 产量	11,041	9,470	9,000	10,500	11,000	11,500
钨精矿需求量	17,000	13,500	13,000	15,540	16,280	17,020
<b>钨精矿自给率</b>	<b>8.79%</b>	<b>21.93%</b>	<b>28.28%</b>	<b>24.93%</b>	<b>25.39%</b>	<b>25.80%</b>

资料来源：英大证券研究所、公司公告

目前来看，在钨资源自给率保持在40%左右以及外供钨资源相对较为充足的条件下，资源的供应保障应该不成问题。但是从盈利的角度来讲，目前25%的资源自给率处于较低的水平，而且公司自产矿的加权成本在4万元以上，处于相对较高的水平。所以，未来继续积极加大上游矿山企业的开发，提高原材料自供率，掌控原料资源主动权，以保障原材料供应安全，提高公司的盈利水平仍是未来主要战略方向之一。

## 2、具备竞争优势的钨初、中级产品，依然是2-3年内业绩的主导因素

公司钨板块目前利润来源主要来自于钨中间产品冶炼产品、钨丝、以及低端硬质合金。APT方面，子公司生产钨粉和碳化钨、硬质合金，钨钼丝合计需求7000-8000吨，其余对外销售；钨粉方面，60%左右用于本公司下游硬质合金的生产，其余用于出口，出口量多年来一直位居国内同行业首位。钨丝方面，厦门钨业“四虹”细钨丝总产量、粗钨丝产量居全国第一，目前市场占有率达65.53%，高端市场占有率达80%。硬质合金方面，目前产量在1000吨左右，主要产品包括混合料、硬质合金坯（合金棒、异形材灯）、立铣刀和PCB微型钻头。

从行业竞争环境看，随着矿山企业开始向下游深加工产品延伸，国外企业也纷纷到中国投资设厂，使得初级产品市场竞争愈来愈激烈，传统产品APT、钨粉、碳化钨粉，普通钨丝、普通钼丝的获利能力逐渐被削弱。但是公司在钨初、中级产品领域的竞争优势，决定了公司依然是钨下游需求复苏最大的受益者之一。公司是世界上规模最大的钨中间产品冶炼企业；公司的控股子公司厦门金鹭的钨粉及碳化钨粉出口量占全国同类产品出口总量的40%左右。其生产的钨粉质量得到世界排名前列的大型钨产品生产企业的认可，粉末特别是亚微细粒度粉末质量已处于全国领先、达到世界先进水平，未来的市场发展仍有较大的增长空间；另外公司在钨丝领域具有很高的行业地位，高端市场占有率达80%，拥有一定的定价权，虽然目前市场存在钨钼丝用于电光源照明的业务被LED 发光二极管的技术替代的担忧，但由于技术、市场等方面的限制，我们预期替代过程将是缓慢的，预计在未来钨钼丝仍是节能灯行业的主要产品，未来10十年的市场依然广阔。

2009年，受金融危机的影响，钨钼产品的下游需求大幅萎缩，产品价格大幅下挫，导致09年公司钨钼产品收入下降40%。2010年以来，随着下游市场的复苏，公司主要产品需求回升，销售收入及盈利趋于正常。我们判断，随着下游市场需求的复苏，凭借公司在钨初、中级领域内的竞争优势，公司将显著受益，而且依然是2-3年内业绩的主导因素。

## 3、钨产品结构优化，3-5年主要看点

目前公司的硬质合金产品主要是低、中端产品为主，盈利能力相对较低。而高端硬质合金业务盈利能力较强，高技术含量与附加值的硬质合金产品，如高性能合金、研磨涂层合金、特异型制品、精密工具等产品，价格往往是中低档合金的几倍甚至几十倍。世界排名居前两位的SANDVIC公司及KENNAMETAL公司近十年的毛利率水平均在30%以上。未来不断加大硬质合金深加工产品比重的为公司主要发展方向。目前公司已经形成400万支/年硬质合金整体刀具、3100万支/年PCB微型刀具和2000万/年切削用数控刀片等中端产品的生产能力，而在高端硬质合金等钨深加工产品方面的技术储备也在不断丰富：

1) 数控刀片技术上有新的突破，共开发8个牌号的合金基体并成功应用、批量生产。

2) 硬质合金方面，成功开发并批量生产高研磨、超粗晶粒度合金用超粗碳化钨粉，使我国的粗晶粒度合金的晶粒度从3.4um，提高到7~9um，打破了高档矿用合金被国外垄断的局面；开发出多种异形棒料、如带盲孔的棒料、三斜孔、四斜孔的带冷却孔的棒料等；开发了低钴牌号的合金棒材，并已批量供货；开发了多种超粗晶粒度矿用硬质合金、高耐磨性和高韧性矿用硬质合金、盾构机用高性能硬质合金、新型硬质合金喷焊粉等新品种，大部分产品的性能达到国际同类产品的先进水平，并取得国际高端客户的认可；开发航空高速铝合金加工用立铣刀、钛合金加工用涂层立铣刀、航空增强碳纤维复合材料加工用立铣刀、铝合金加工钻铰刀、用于高硬材料和难加工材料的大螺旋角系列立铣刀等多个系列的新刀具产品，并批量供货；开发铝基板加工用双刃微铣刀，以适应未来市场变化的需求；开发了超细碳化铬、碳化钒及碳化钛等高档合金添加剂。

3) 开发了出六氟化钨及深加工系列产品，建成六氟化钨生产线，打通全部生产流程，并调试生产出产品。六氟化钨是目前钨的氟化物中唯一能稳定并被工业化生产的品种，主要应

用是作为电子工业中CVD（化学气相沉积）工艺的原材料；另外还可以作为半导体电极的原材料、氟化剂、聚合催化剂及光学材料的原料等。世界上六氟化钨生产主要集中在美国和日本，主要生产公司有美国空气产品及化学公司、Praxair技术公司、Metheson三气公司；日本的关东电化公司、中央硝子公司、三井化学公司等。随着全球和中国电子工业的快速发展，六氟化钨的需求量呈现稳定快速增长的势头，目前国内需求全部依赖进口，公司产品有望实现对进口产品的替代。

未来钨深加工产品，特别是硬质合金产品的结构升级成为未来主要发展。我们预计未来3-5年公司高端硬质合金制品产量将实现较快复合增长率，硬质合金整体产品毛利率将提升至35%以上。

#### 4、新能源材料产业链，战略性布局

随着国家新能源战略的推进，新能源材料作为实现新能源经济重要基础性材料，未来必将迎来高速发展的阶段。公司于2003年战略型布局进入能源新材料市场，目前已经覆盖到包括贮氢合金粉、钴酸锂等电池材料，以及上游的稀土资源。

##### 1) 镍氢电池负极材——贮氢合金粉

2005年公司贮氢材料生产技术、产品质量日趋完善，迅速缩短了与日本、欧美的差距，得到了深圳比亚迪电源公司、广州伟力电源公司等镍氢电池生产厂家的认可，市场占有率逐步提高，目前年产能已由最初的500吨增加到5,000吨。由于市场需求问题，现年产量在2000吨左右。目前公司还在进行扩产贮氢合金生产至8,000吨/年的项目，因核心设备采取自行设计、自行制作，且现在设备的生产能力尚有富余，所以进度慢于预期。我们判断，如果市场需求快速增长，公司能够迅速达产以满足市场需求，成为国内最主要的贮氢合金粉生产企业之一。

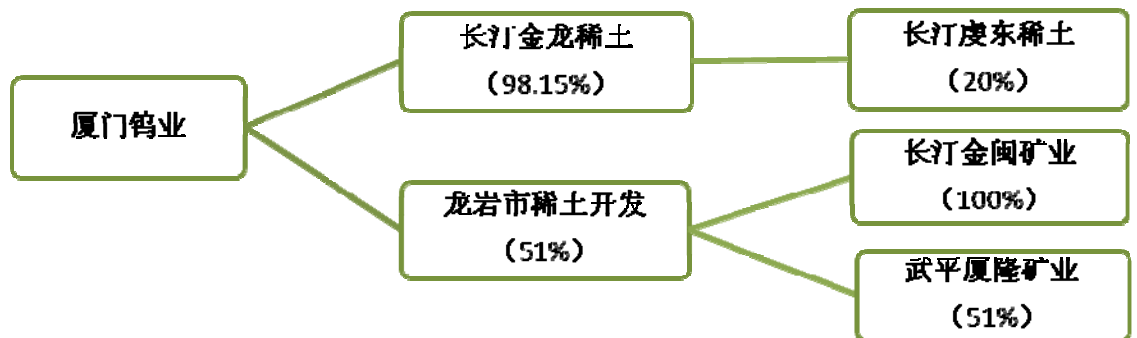
##### 2) 锂离子电池正极材料——钴酸锂、锰酸锂以及磷酸亚铁锂、三元合金

目前公司锂离子正极材料主要产品是钴酸锂，产能在1000吨左右，生产钴酸锂的主要设备是自产，因此要比同行业其他公司具有较好的成本优势。锰酸锂产品实现稳定批量供货，并开发了供动力电池用动力型锰酸锂产品，客户测试后反映良好。另外，公司还开发了三元合金、磷酸亚铁锂等产品，目前均处于客户中试阶段。

##### 3) 参与整合龙岩稀土资源

公司初期为了满足贮氢合金粉的需求进入稀土资源领域，2006年底公司收购了福建长汀金龙稀土，拥有稀土分离许可证和13万吨稀土储备。伴随着介入程度的深化以及政府的支持，2009年8月，公司又成立了龙岩稀土开发有限公司（控股51%），开发福建龙岩地区稀土资源，逐渐成为福建龙岩地区稀土资源的整合主体。

图4：公司稀土材料板块布局情况



资料来源：英大证券研究所、公司公告

福建省稀土资源丰富，目前已探明的储量5万多吨，远景储量达400万吨，位居全国第三位。主要集中在龙岩、三明两地，且大部分在龙岩。据勘探，龙岩共有稀土氧化物远景资源量182万吨，其中控制和推断资源量3.1万吨。龙岩七个县（市、区）均有花岗岩风化壳离子吸附型稀土矿，以长汀、上杭、连城县资源量较大。目前全省具有稀土采矿证的矿山6个，龙岩就占了5个。据地质区域调查，全市稀土远景储量140万吨，其中长汀县已探明稀土储量15449

吨。长汀县是福建省唯一拥有稀土开采和分离加工应用的稀土产业基地，现有金龙稀土公司、闽欣稀土公司、虔东稀土公司三家稀土企业。

#### 4) 向稀土下游产业链延伸

在获得稀土资源的同时，公司开始向稀土下游产业链延伸。2008年2500吨的稀土分离生产线已投产，目前生产、经营基础工作正在完善之中，目前已实现了15中稀土元素全分离生产氧化物、部分元素生产高纯氧化物已批量投放市场。1000吨三基色荧光粉生产线预计于2010第一季度试车投产；3000吨钕铁硼磁性材料生产线拟于2010年第三季度开工建设。

总体来看，尽管长期来看，新能源材料下游的电动汽车的市场非常广阔，但是由于目前还处于技术探索和推广阶段，短期内无法释放出巨大的需求，所以目前公司新能源材料板块的主要产品还是主要用在电子产品的电池应用方面，目前的毛利率较低，尚未能对公司业绩的增长带来实质性的影响。但是战略性地构建新能源材料产业链，进行新能源技术的储备是必要的，随着电动汽车市场的普及，未来新能源材料将有可能成为新的利润增长点。

### 5、房地产似乎成为中短期公司利润的平滑器

公司主业—钨属于高周期性行业，09年在全球经济不景气的背景下，公司传统的钨钼有色金属制品及新能源材料收入同比大幅下降分别达40%和20%；而同期受益于地产业景气回升以及公司地产项目的集中结算，地产业务贡献了60%以上的利润，保证了业绩的平稳。

2010年公司钨钼板块业绩复苏，1季度业绩增长主要得益于钨钼销量的增长以及价格导致存货减值准备转回。预期2010年公司的钨钼主业将回升到正常水平，而地产结算收入则会同比大幅下降。房地产业务似乎成为中短期公司利润的平滑器。

### 6、业绩预测及投资建议

预期2010-2012年，公司的钨钼主业将保持稳定增长，新能源材料贡献利润的比例也将小幅提升，而房地产业务2010年利润贡献大幅减小，2011、2012将重新贡献。预计2010-2012年公司的EPS分别为0.34、0.47、0.65元。鉴于公司长期发展前景广阔，给予公司“增持”评级。

**财务和估值数据摘要:**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	708.71	50.96	633.60	76.03	营业收入	6338.12	5095.85	6191.46	7603.11
应收和预付款项	1557.79	1011.84	2096.66	1702.47	减: 营业成本	4532.10	3898.33	4662.17	5626.30
存货	4647.69	3913.87	6325.25	6031.31	营业税金及附加	655.88	270.27	328.38	403.25
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	108.25	93.45	113.54	139.43
长期股权投资	35.87	35.87	35.87	35.87	管理费用	201.56	163.54	198.70	244.00
投资性房地产	161.91	144.45	126.99	109.52	财务费用	67.03	64.92	52.51	41.52
固定资产和在建工程	2214.11	1917.23	1627.00	1336.78	资产减值损失	86.66	6.66	0.00	0.00
无形资产和开发支出	241.18	215.24	189.31	163.37	加: 投资收益	-1.85	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	499.42	465.86	432.30	432.30	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	10066.68	7755.31	11466.99	9887.67	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	498.99	1413.22	0.00	1009.63	营业利润	684.79	598.69	836.16	1148.62
应付和预收款项	4197.36	555.68	5099.45	1712.22	加: 其他非经营损益	39.55	0.00	0.00	0.00
长期借款	394.00	394.00	394.00	394.00	利润总额	724.35	598.69	836.16	1148.62
其他负债	958.64	958.64	958.64	958.64	减: 所得税	258.53	95.79	133.79	183.78
负债合计	6048.99	3321.53	6452.09	4074.49	净利润	465.82	502.90	702.38	964.84
股本	681.98	681.98	681.98	681.98	减: 少数股东损益	253.00	273.14	381.48	524.03
资本公积	762.60	762.60	762.60	762.60	归属母公司股东净利润	212.82	229.76	320.89	440.80
留存收益	866.24	1009.18	1208.81	1483.05	<b>财务和估值数据摘要</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
归属母公司股东权益	2310.81	2453.75	2653.39	2927.63	营业收入	6338.12	5095.85	6191.46	7603.11
少数股东权益	1706.88	1980.02	2361.51	2885.54	增长率(%)	28.12%	-19.60%	21.50%	22.80%
股东权益合计	4017.70	4433.78	5014.90	5813.17	归属母公司股东净利润	212.82	229.76	320.89	440.80
负债和股东权益合计	10066.68	7755.31	11466.99	9887.67	增长率(%)	5.04%	7.96%	39.67%	37.37%
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	每股收益(EPS)	0.312	0.337	0.471	0.646
经营性现金净流量	2025.09	-1420.24	2169.64	-1359.13	销售毛利率	28.49%	23.50%	24.70%	26.00%
投资性现金净流量	-493.46	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	9.21%	9.36%	12.09%	15.06%
筹资性现金净流量	-643.12	762.50	-1586.99	801.55	市盈率(P/E)	69.12	64.03	45.84	33.37
现金流量净额	887.82	-657.75	582.65	-557.57	市净率(P/B)	6.37	6.00	5.54	5.02

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

### 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准