

西部矿业 (601168)

矿产资源集大成者

增持/ 首次评级

股价: RMB17.21

分析师

叶洮
SAC 执业证书编号:S1000206110083
+755-82492171 yetao@lhqz.com

张勇
SAC 执业证书编号:S1000210090007
+755-82125160 zhangyong@lhqz.com

王茜
SAC 执业证书编号:S1000210070030
+755-82364392 wangqianyjs@lhqz.com

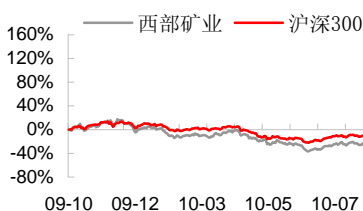
- 西部矿业是国内最大的多金属矿业公司之一，地处中国西部地区，拥有丰富的铜、铅、锌、铁矿石资源，铜金属储量已达 436.4 万吨，锌金属储量约 340 万吨，铅金属储量 227.7 万吨。另外，公司还积极介入金属冶炼和贸易环节。
- 2009 年，公司共生产铜精矿 19574 吨、锌精矿 85444 吨、铅精矿 66574 吨，为我国 2008 年第一大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和 2007 年第八大铜精矿生产商。目前公司矿山业务发展平稳，主要看点为获各琦铜矿扩建工程及玉龙铜矿的开发。综合来看，公司的矿山业务已形成较强的规模优势。
- 除公司已有矿山外，公司大股东西矿集团在资源开发方面也是动作不断。青海锂业扩产工程、青海大场金矿开发及四川会东铅锌矿的收购行动都提升了市场的预期，具有一定的想象空间。
- 目前，各国货币开始新一轮宽松，印钞机和高失业率继续打压美元，流动性再次宣泄商品市场。有色金属既能承载流动性，又被视为较理想的抵御通胀的选择。价格上涨推动了企业盈利的改善，而流动性充裕促进了股票估值的提升，双轮驱动下的乘数效应，有望驱动可观涨幅。
- 按 2010-2012 年锌价 17000、18500、19055 元/吨的主要假设，预测公司 EPS 分别为 0.51、0.74 和 0.87 元/股，对应 PE 33.9、23.4 和 19.9 倍，低于国内同行均值。公司矿山业务以资源价值估算为 17.48 元/股，冶炼业务按 PB=1.8 倍估算为 6.68 元/股，我们认为其合计内在价值为 24.16 元/股。
- 公司是国内有色金属龙头企业之一，铅锌产业已形成规模优势，铜产业随矿山扩产渐成气候，冶炼环节具备较强的成本优势。集团公司在资源领域动作频频，提升市场预期。综合来看，公司已成为各类金属资源集大成者，资源禀赋突出，发展前景乐观。我们首次研究覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：金属价格大幅下跌的风险；公司扩建项目进展低于预期。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	2383.00
流通 A 股 (百万股)	2383.00
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	40272.7

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16886.5	7822.0	22283.6	28399.9	35515.0
(+/-%)	33.8	78.3	32.0	27.4	25.1
归属母公司净利润(百万元)	601.6	581.5	1223.2	1775.0	2070.7
(+/-%)	5.5	1174.6	103.3	45.1	16.7
EPS(元)	0.25	0.24	0.51	0.74	0.87
P/E(倍)	68.2	70.5	33.9	23.2	19.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司概况	3
深挖潜力，矿山业务渐入佳境	4
铜矿扩产是矿山业务的亮点	4
冶炼：盈利能力有限，扩张速度放缓	6
有色金属贸易：增收难增利	6
未来集团资产继续注入值得期待	7
基本金属：流动性推动下的阶段性繁荣	8
短期，金融属性占主导地位	8
中长期，供需决定价格空间	9
估值探讨和投资分析	9
主要的经营性假设	9
盈利预测及敏感性	10
PB+资源法估值	10
同行业公司估值比较	10
投资建议	11
风险提示	11

公司概况

西部矿业是国内最大的多金属矿业公司之一，地处中国西部地区，拥有丰富的铜、铅、锌金属资源。目前公司的铜金属储量 436.4 万吨，锌金属储量约 340 万吨，铅金属储量 227.7 万吨，另有大量铁矿资源。另外，公司还积极介入金属冶炼和贸易环节。

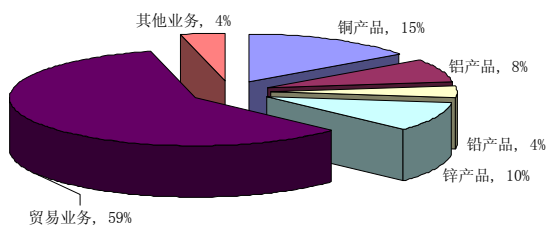
图 1、公司主要矿山和冶炼厂分布



资料来源：招股说明书

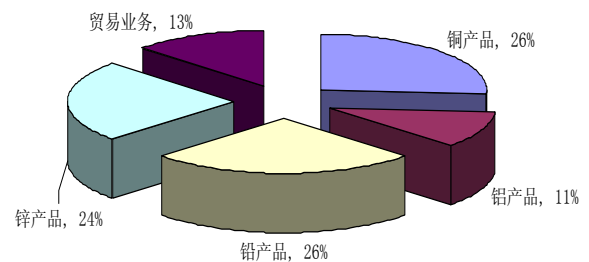
公司的业务目前主要分为三大部分：矿山、冶炼、有色金属贸易。矿山业务是公司主要的利润来源，也是未来公司业绩提升的重要落脚点。冶炼业务因其规模较小、且盈利能力较弱，目前发展较为缓慢。贸易业务的收入规模较大，但盈利能力有限，对利润的少量贡献。

图 2、公司主营业务收入结构 (2010 年中期)



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3、公司利润结构 (2010 年中期)



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 1，公司主要资产

	公司名称	权益	主营业务
矿山类主要资产	锡铁山分公司	100%	锡铁山矿开采 获各琦铜多金属矿开采
	巴彦淖尔西部铜业	100%	矿开采 呷村银多金属矿开采
	鑫源矿业	76%	开采
	赛什塘铜业	51%	赛什塘矿开采
	玉龙铜业	58%	玉龙铜矿开采 获各琦二号铜矿、
	内蒙双利矿业	50%	三号铁矿开采
	铅业分公司	100%	铅冶炼
冶炼类主要资产	锌业分公司	100%	锌冶炼 锌锭、锰锭、锰片生产
	保靖分公司	100%	铅冶炼及金银冶炼
	西部铅业	64.36%	炼
化工类主要资产	百河铝业	100%	铝冶炼
	宜昌诚信工贸	60%	磷矿
	宜昌西部化工	100%	磷矿
贸易及其他	中国有色金属再生资源	100%	废旧金属回收利用
	天津大通铜业	91.73%	标准阴极铜、阳极板生产

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

深挖潜力，矿山业务渐入佳境

铜矿扩产是矿山业务的亮点

2009年，公司共生产铜精矿 19574 吨、锌精矿 85444 吨、铅精矿 66574 吨，为 2008 年我国第一大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和 2007 年第八大铜精矿生产商。公司旗下主要经营九座矿山，主要矿山为锡铁山铅锌矿、获各琦铜多金属矿、呷村银多金属矿、赛什塘矿和玉龙铜矿。其中锡铁山矿是我国采选量最大的铅锌矿；获各琦矿是中国储量第六大铜矿；赛什塘矿石青海采选能力最大的铜矿；呷村矿石四川省储量最大的银多金属矿；玉龙铜矿有潜力成为中国储量最大的铜矿。

锡铁山矿位于青海省，是我国年采选量最大的铅锌矿。截至 2009 年，锡铁山矿矿产资源储量为 3291 万吨矿石量，其中含约 195.4 万吨锌、116.3 万吨铅、1549 吨银和 19.97 吨金。目前矿石处理量已经达到 150 万吨/年的预定产能，未来预计该矿山的矿石产量将保持稳定。

获各琦矿位于内蒙地区，为我国储量排名第六的铜矿。截至 2006 年年底，获各琦矿矿产资源储量为 8283 万吨矿石量，其中含约 50.32 万吨铜、70.46 万吨锌和 61.29 万吨铅，目前以生产铜矿为主。目前矿石处理能力为 200 万吨/年，现正在进行采矿

技改扩建工程，预计到 2010 年完工时，将形成 400 万吨/年的原矿处理能力，届时矿山的铜精矿生产能力将能翻倍。

赛什塘矿位于青海省，是青海省采选能力最大的铜矿。截至 2006 年年底，赛什塘矿矿产资源储量为 4883 万吨矿石量，其中含约 57.96 万吨铜。目前矿石处理量已经达到 75 万吨/年的预定产能。

呷村矿位于四川省，是四川省储量最大的银多金属矿，主要生产锌、铅、铜和银。截至 2006 年年底，呷村矿矿产资源储量为 1328 万吨矿石量，其中含约 87.04 万吨锌、52.05 万吨铅、8.07 万吨铜、1863 吨银。目前矿石处理量已经达到 50 万吨/年的预定产能。

玉龙铜矿位于西藏自治区，有潜力成为中国最大的铜矿。玉龙铜矿初步探明的铜金属资源储量在 650 万吨以上，远景预测储量达 1000 万吨以上。目前，一期一步 1 万吨电解铜已经投产，预计未来一期二步 2 万吨电解铜产能将陆续建成投产。但由于过去矿山所处昌都地区海拔较高，且不通铁路，矿石的运输问题难以解决，铜矿的开发进程始终落后于预期。目前昌都地区正在积极争取川藏铁路经过，如果能实现铁路运行，将能有效解决矿石运输问题，玉龙铜矿开发进程将获得极大提高，开发成本也有望大幅降低。（资料来源：昌都政府网 <http://www.xzcd.com/news/display.php?aid=29381>）

表 2 主要矿山情况简介

(%, 克/吨, 万吨, 吨)

	矿石量	品味				金属量			
		锌	铅	铜	银	锌	铅	铜	银
锡铁山矿	3291	5.99	4.34	-	67.4	195.4	116.3	-	1549
获各琦矿	8283	1.55	1.35	1.34		70.46	61.29	50.32	
赛什塘矿	4883			1.15				57.96	
呷村矿	1328	8.44	5.21	1.04	240	87.04	52.05	8.07	1863
玉龙铜矿	42165			0.76				320	

资料来源：招股说明书，注：玉龙铜矿为初探保守估计

除基本金属矿外，公司还积极介入铁矿石领域。公司旗下双利矿业主要拥有获各琦二号铁铜矿采矿权和三号铁矿采矿权。获各琦二号铁铜矿为地下开采铜，露天开采铁矿；获各琦三号铁矿采矿权为露天开采铁矿。另外，公司在 2008 年认购了澳大利亚 FerrAus 公司 10% 的增发股份，介入了铁矿石领域。我们认为，公司参与铁矿石开发，有望形成新的产业板块，成为新的利润增长点。

公司旗下矿山的主要看点是获各琦矿和玉龙铜矿的扩产，铜矿是公司近年矿山业务的主要增长点。

表 3 公司主要矿山产出情况

(万吨, 万吨/年)

	权益	矿石储量	矿石处理量	产能		
				锌	铅	铜
锡铁山矿	100%	3291	150	7.80	6.00	
获各琦矿	100%	8283	200			2.21
赛什塘矿	51%	4883	75			0.75
呷村矿	76%	1328	50	2.95	1.76	

玉龙铜矿	58%	42165	-			1.00
权益合计				10.04	7.34	3.17

资料来源：公司资料。

冶炼：盈利能力有限，扩张速度放缓

公司目前拥有的铝冶炼产能 11.2 万吨/年，铅冶炼产能 5 万吨/年，锌冶炼产能 7.4 万吨/年。

公司铝冶炼产能位于甘河工业区，由旗下百河铝业运营，共有两条电解铝生产线，产能为 11.2 万吨/年。生产电解铝所需的阳极碳素由百河铝业持有 42% 股权的西部碳素提供，氧化铝、氟化铝、冰晶石及氟化钙等其他主要原材料均从国内采购。由于青海地区电价较低，公司铝冶炼具有一定的成本优势。

公司铅冶炼及精炼设施位于甘河工业区，粗铅冶炼在铝业分公司进行，采用瑞典卡尔多炉技术，产能为 5 万吨/年粗铅、4.5 万吨/年浓度 93% 的硫酸，冶炼回收率约为 98%。精炼铅在子公司西部铝业进行，产能为电解铅 5 万吨/年。铅冶炼业务所采用的铅精矿主要由于锡铁山矿及其他供应商供应。

公司锌冶炼设施目前主要分为两块，一块位于青海甘河工业区，由锌业分公司运营，产能为 6 万吨/年；另一块由湖南保靖分公司运营，产能为 1.4 万吨/年。锌冶炼业务所采用的锌精矿大部分来自于锡铁山矿。

表 4 公司冶炼产能简介

(吨/年)

产品	公司名称	权益	产能
电解锌	锌业分公司	100%	60000
	保靖分公司	100%	14000
粗铅	铝业分公司	100%	50000
电解铅	西部铝业	64%	50000
电解铝	百河铝业	100%	112000

资料来源：公司公告

目前公司扩建的冶炼项目包括 5.5 万吨铅冶炼和 10 万吨锌冶炼项目，但考虑到市场因素，公司放缓了这两个项目的建设进度。此外，公司控股子公司青海西豫有色金属有限公司正在建设 10 万吨/年的粗铅项目，目前项目处于基建阶段。我们认为，公司冶炼产能扩张速度放缓对公司盈利影响有限。

有色金属贸易：增收难增利

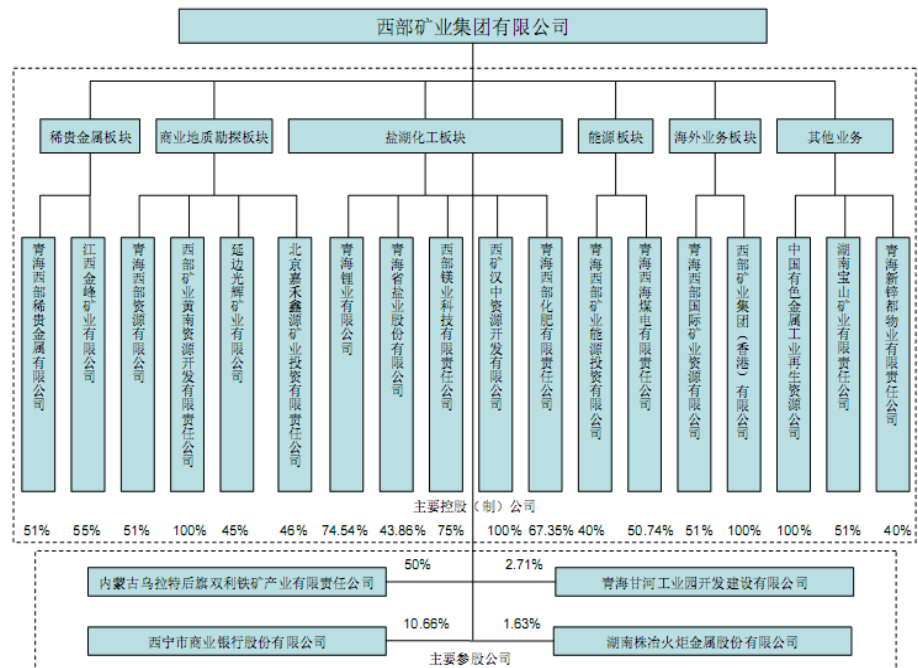
2009 年，公司金属贸易实现营业收入 114.74 亿，较 07 年增长 92.73%，占公司全年主营业务收入的比重为 49%。由于贸易业务收入猛增而毛利率较低，造成公司近年来收入大幅提升，综合毛利率却逐渐下滑的情况。

公司认为金属贸易业务有利于扩大市场影响力，及时获取市场信息，了解市场和行业发展趋势，延伸主导产品产业链。从近几年的实际运营情况来看，金属贸易增收难增利的情况将难以改变，预计未来金属贸易的收入将继续增加，而毛利率将在低位保持稳定。

未来集团资产继续注入值得期待

大股东西矿集团作为控股股东，持有公司的股权。目前集团旗下业务共有六块，分别是：稀贵金属板块、商业地质勘探板块、盐湖化工板块、能源板块、海外业务板块及其他业务。

图 4、集团旗下企业



资料来源：招股说明书

在招股说明书中披露的与有色金属相关的业务包括江西金峰矿业 55% 的股权，其主要资产为江西省一钽铌矿的开采权。西部矿业黄南资源开发有限责任公司 100% 股权，主要资产为青海省黄南州地区的三个多金属矿的探矿权；延边光輝矿业有限公司 45% 股权，主要资产为延边通宇矿产品有限公司 100% 股权；青海西部国际矿业资源有限公司 51% 股权，主要资产为刚果民主共和国的三个铜钴矿。

上市以来集团在矿产资源扩展方面依然动作不断。今年 4 月 2 日，集团与青海省第五地质矿产勘查院签署了开发大场金矿的协议书，大场矿区以金为主，伴生锑，位于曲麻莱县麻多乡境内，处于巴颜喀拉山金锑成矿带的中段，距格尔木市 300 公里。目前已经探明的资源量为 150 吨，预计整个大场地区的资源总量会超过 300 吨(资料来源：中国金属网 <http://www.metalchina.com/members/news.php?id=416924>；中国政府网 http://www.gov.cn/gzdt/2009-12/13/content_1486150.htm)

此外，集团参与了四川省凉山州会东县的铅锌矿的股权转让竞争。会东铅锌矿的保有矿石资源储量为 1155.9 万吨，其中锌金属量 114.1 万吨，铅金属 8.8 万吨，伴生银、镉、镓、锗、硫等共 63.4 万吨。目前具有日处理原矿 1350 吨、年生产电锌 4 万吨、硫酸 6.5 万吨的生产能力。如果集团收购成功，根据证监会关于同业竞争的规定，未来注入上市公司的可能性较大。(资料来源：会东县人民政府网：<http://newht.lsz.gov.cn/3/3xxgk.aspx?id=20100414110530-604065-00-000>；威龙商务网：<http://news.vlongbiz.com/metallurgy/2010-02-03/1265161881d1109225.html>)

除有色金属外，集团旗下青海锂业拥有东台吉乃尔湖年产 3000 吨碳酸锂生产线。目前公司已取得技术突破（采用渗透法分离镁、锂），正在扩建二期产能达 2 万吨碳酸锂（电池级），有望成为国内盐湖提锂的先锋。

基本金属：流动性推动下的阶段性繁荣

近期美元的持续下跌及对未来货币贬值的担忧，基本金属价格明显上涨，铜价由 7 月的 6500 美元/吨上涨至目前的 8300 美元/吨，铅、锌、铝也有相当的涨幅。

图 5 LME 现货锌价及库存

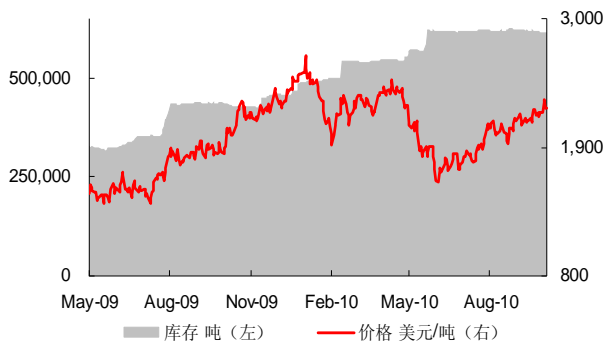
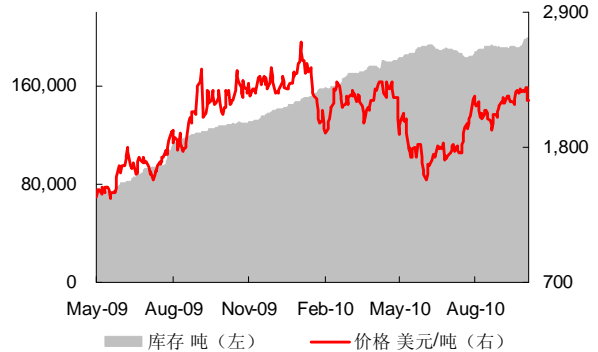


图 6 LME 现货铅价及库存

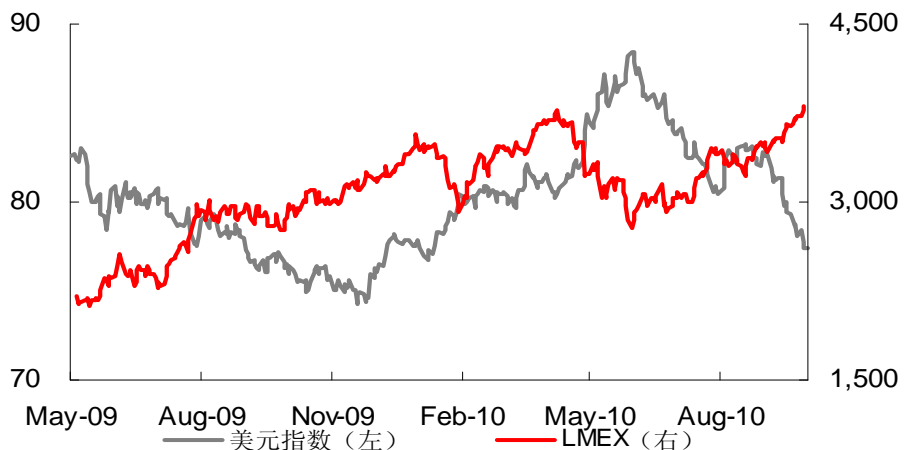


数据来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

短期，金融属性占主导地位

7 月以来基本金属的大幅上涨，我们认为实体经济需求恢复并非主因，当前的宏观经济形势尚不足以推动实际需求迅速增长。其根源在于流动性宽松和货币贬值预期带来的金属价格“被上涨”，金属的金融属性似是唯一合理解释，而外围货币市场的变化提供了有利的支持。

图 7 美元指数与 LME 价格指数变动



数据来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

各国货币开始新一轮宽松，印钞机和高失业率继续打压美元，流动性再次宣泄商品市场。短期，货币属性成为推动价格上涨的核心因素，可望推动一定涨幅。

中长期，供需决定价格空间

2008 年底以来，铅锌价格维持上扬态势，究其原因主要来自政府经济刺激带来的基础设施建设需求、下游汽车行业的强劲复苏、宽松的货币政策以及市场对未来通胀的预期。

展望未来，我们认为虽然未来供应的增速或将快于需求增速，从而制约价格上涨空间；但是全球性货币贬值和流动性对价格带来的冲击不容忽视。

图 8 中国铅消费结构

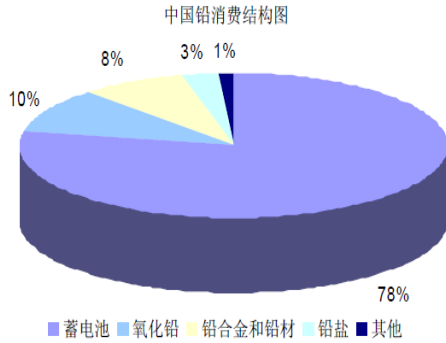
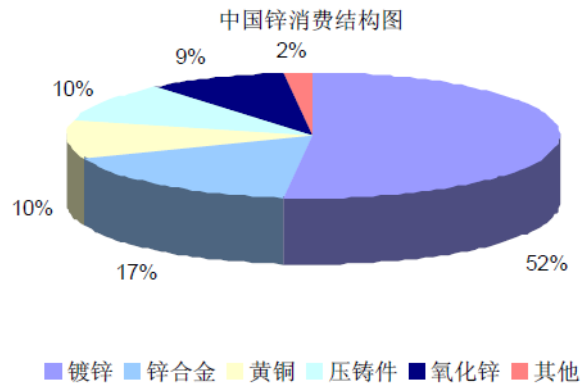


图 9 中国锌消费结构



数据来源：SMM，安泰科，华泰联合证券研究所

预计未来一段时间铅锌价格仍将维持震荡上行走势；目前铜市场供需较为紧张，全球铜供给集中度较高，短期内产量大幅增长可能性较小，我们预计未来铜价也将维持高位震荡偏强的走势。

估值探讨和投资分析

主要的经营性假设

表 5、主要经营性假设

	单位	2010E	2011E	2012E
主要产品产量				
铜精矿	吨	26000	45000	55000
电解锌	吨	66600	80000	90000
电解铅	吨	30000	32000	32000
电解铝	吨	100000	100000	100000
主要产品价格				
锌	元/吨	17000	18500	19055
铅	元/吨	15500	16500	16995
铜	元/吨	57000	60000	62000
铝	元/吨	15500	16000	16480

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测及敏感性

基于以上假设，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51、0.74、0.87 元/股。对应股价的 PE 分别为 33.9 倍、23.4 倍和 19.9 倍。

公司盈利主要来自铅、锌以及铜，金属价格波动对公司业绩将会产生显著影响。锌价每上涨 1000 元/吨，2010 年 EPS 上升 0.2 元/股。此外铜价的波动，也会对公司业绩造成一定影响。

表 6，2010 年业绩对锌价格，铜价敏感性分析

锌/铜	50000	55000	60000	65000	70000
15000	0.33	0.42	0.51	0.60	0.68
16000	0.36	0.44	0.53	0.62	0.71
17000	0.38	0.47	0.56	0.64	0.73
18000	0.40	0.49	0.58	0.67	0.76
19000	0.43	0.52	0.60	0.69	0.78

资料来源：华泰联合证券研究所

PB+资源法估值=6.68+17.48=24.16 元/股

我们采用两阶段贴现现金流法估算公司锌、铅、铜资源价值（权益），第一阶段为 2010~2018 年，第二阶段为 2019~2050 年，矿山服务年限为 40 年。**资源价值估算为：17.48 元/股**。基于如下假设：

表、基本假设

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1、产量假设（单位：吨）									
锌	85300	88000	90000	90900	90900	90900	90900	90900	90900
铅	66700	70000	70000	70700	70700	70700	70700	70700	70700
铜	26000	45000	55000	55550	55550	55550	55550	55550	55550
银	90	99	108.9	108.9	108.9	108.9	108.9	108.9	108.9
2、价格假设（单位：元/吨、元/千克）									
锌	12700	13500	14055	14477	14911	15358	15819	16294	16782
铅	13000	13800	14295	14724	15166	15621	16089	16572	17069
铜	54500	57500	59500	61285	63124	65017	66968	68977	71046
银	4200	4326	4456	4589	4727	4869	5015	5165	5320
3、此间 WACC 取 8.90%，2019 年及以后永续增长率为 2%									

资料来源：华泰联合证券研究所

冶炼业务价值：6.68 元/股。根据 2010 年中报，公司每股净资产为 3.71 元（剔除矿山资产部分，最新摊薄），按 1.8 倍 P/B 估算，公司冶炼部分价值约为 6.68 元/股。

同行业公司估值比较

我们以国内可比代表性公司估值作参照。目前，国内代表性资源类公司 2010 年的动态市盈率在 50 倍，11 年 PE 平均 31 倍。PB 均值为 8.8 倍，目前公司估值低于均值水平。

表 7、重点 A 股资源类上市公司估值
单位：元/股、倍

公司名称	收盘价	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
中金岭南	22.80	8.7	0.26	0.67	0.77	87.7	34.0	29.6
驰宏锌锗	23.96	5.9	0.28	0.42	0.73	85.6	57.0	32.8
中国铝业	11.96	3.2	-0.34	0.05	0.18	-	239.2	66.4
云南铜业	27.50	8.4	0.3	0.44	0.65	91.7	62.5	42.3
江西铜业	42.82	5.99	0.79	1.46	1.81	54.2	29.3	23.7
中金黄金	47.23	15.2	0.37	0.63	0.72	127.6	75.0	65.6
山东黄金	65.15	27.4	0.53	0.79	0.91	122.9	82.5	71.6
紫金矿业	10.20	7.6	0.24	0.36	0.47	42.5	28.3	21.7

资料来源：wind；注：收盘价取自 10 月 14 日数据

投资建议

近期，各国货币开始新一轮宽松，印钞机和高失业率继续打压美元，流动性再次宣泄商品市场。有色金属既能承载流动性，又被视为较理想的抵御通胀的选择。金属价格上涨推动了企业盈利的改善，而流动性充裕促进了股票估值的提升，双轮驱动下的乘数效应，有望驱动可观涨幅。

公司是国内有色金属龙头企业之一，铅锌产业已形成规模优势，铜产业随矿山扩产渐成气候，冶炼环节具备较强的成本优势。集团公司在资源领域动作频频，提升市场预期。综合来看，公司已成为各类金属资源集大成者，资源禀赋突出，发展前景乐观。我们首次研究覆盖，给予“增持”评级

风险提示

- 1、股票市场系统性风险
- 2、金属价格大幅波动的风险
- 3、集团新矿山注入低于市场预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7415	12359	13407	14902	营业收入	16887	22284	28400	35515
现金	3617	3120	3124	3196	营业成本	15107	19533	24377	30666
应收账款	1653	2228	2254	3288	营业税金及附加	58	76	97	121
其他应收款	362	790	888	1044	营业费用	139	178	227	284
预付账款	432	692	820	998	管理费用	523	824	1051	1314
存货	1181	5215	6094	6133	财务费用	191	305	492	606
其他流动资产	170	314	226	241	资产减值损失	-38	45	0	0
非流动资产	11657	12158	12903	13660	公允价值变动收益	-32	114	0	0
长期投资	2008	2008	2008	2008	投资净收益	-105	79	0	0
固定资产	5623	6451	7276	8086	营业利润	770	1516	2156	2524
无形资产	1879	1854	1827	1800	营业外收入	71	17	0	0
其他非流动资产	2146	1845	1791	1766	营业外支出	28	34	0	0
资产总计	19072	24518	26310	28562	利润总额	813	1499	2156	2524
流动负债	5183	9418	9873	10713	所得税	188	225	323	379
短期借款	1966	4833	8126	8669	净利润	624	1274	1833	2145
应付账款	345	445	527	687	少数股东损益	23	51	58	75
其他流动负债	2872	4140	1220	1357	归属母公司净利润	602	1223	1775	2071
非流动负债	2781	2839	2846	2835	EBITDA	1473	2279	3200	3777
长期借款	2144	2184	2184	2184	EPS (元)	0.25	0.51	0.74	0.87
其他非流动负债	637	655	662	651					
负债合计	7964	12258	12718	13549	主要财务比率				
少数股东权益	746	797	855	930	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2383	2383	2383	2383	成长能力				
资本公积	5525	5525	5525	5525	营业收入	33.8%	32.0%	27.4%	25.1%
留存收益	2389	3423	4698	6044	营业利润	18.9%	96.9%	42.3%	17.0%
归属母公司股东权益	10362	11463	12736	14083	归属于母公司净利润	5.5%	103.3%	45.1%	16.7%
负债和股东权益	19072	24518	26310	28562	获利能力				
					毛利率 (%)	10.5%	12.3%	14.2%	13.7%
					净利率 (%)	3.6%	5.5%	6.2%	5.8%
					ROE (%)	5.8%	10.7%	13.9%	14.7%
					ROIC (%)	6.5%	9.1%	12.0%	12.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.8%	50.0%	48.3%	47.4%
					净负债比率 (%)	60.64%	58.78%	81.06%	80.10%
					流动比率	1.43	1.31	1.36	1.39
					速动比率	1.20	0.76	0.74	0.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.02	1.12	1.29
					应收账款周转率	16	11	13	13
					应付账款周转率	54.10	49.47	50.18	50.52
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.51	0.74	0.87
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	-1.32	0.78	0.95
					每股净资产 (最新摊薄)	4.35	4.81	5.34	5.91
					估值比率				
					P/E	68.33	33.61	23.16	19.85
					P/B	3.97	3.59	3.23	2.92
					EV/EBITDA	28	18	13	11

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com