

评级：强烈推荐
有色金属
公司研究报告

 第一创业研究所
 分析师：巨国贤
 电话：0755-25832951
 邮件：juguoixian@fcsc.cn

西部矿业（601168）

—— 铅锌里的宝

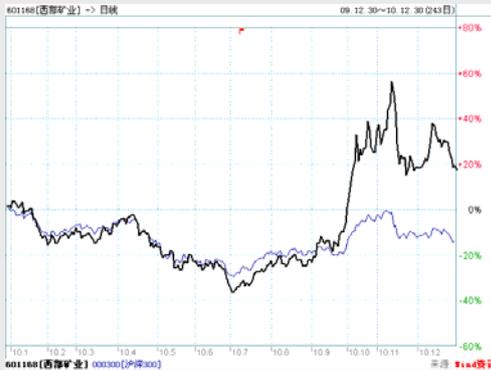
交易数据

52周内股价区间（元）	8.97-23.3
总市值（亿元）	403.68
流通股本（亿股）	23.83
流通股比率（%）	100%

资产负债表摘要(06/10)

股东权益（百万）	11,482
每股净资产（元）	4.5
市净率	3.77
资产负债率	45.3

公司与沪深300指数比较



摘要:

- **铜铅锌储量大，未来存在会东铅锌矿的注入预期，获各琦铜矿2年内产量翻番，强烈推荐。**公司权益铜储量272万吨；铅储量217万吨；锌储量332万吨，资源禀赋突出。西矿集团收购了会东铅锌矿，由于存在同业竞争，未来注入值得期待。生产方面，获各琦铜矿产量将在2年内从2万吨提高到4.4万吨，考虑到金属价格上涨趋势较为明显，强烈推荐。
- **公司资源禀赋突出，已形成集采选冶为一体的完整产业链。**截至2010年6月底，公司保有金属资源储量为360.09万吨锌、238.08万吨铅、773.35万吨铜、3,476.07吨银和25.51吨金。2009年公司共生产锌、铅、铜精矿各6.66、8.54及1.98万吨。公司拥有七家冶炼厂，铅、锌、铝、铜的冶炼能力分别为：20、7.4、11.2、3万吨/年。
- **集团新收购的会东铅锌矿储量大，注入上市公司可预期。**公司控股股东西矿集团以21.76亿元收购中型矿山四川会东铅锌矿。该矿保有矿石资源储量为1,155.9万吨，锌、铅金属量分别为114.06和8.8万吨。由于涉及到同一控制人控制下的同业竞争，矿山很可能于未来注入上市公司，进一步做大做强公司的铅锌矿主业。
- **获各琦产量将翻番，玉龙铜矿充满诱惑。**获各琦铜矿采矿扩建工程将于2010年内完工，2年内矿山的铜精矿产量将会翻番。铁山矿深部过渡衔接工程已竣工，使矿山生产规模稳定维持在预设产能150万吨/年。尽管玉龙铜矿目前没有产量，但是保有铜金属储量巨大，前景广阔。
- **预期公司2011年、2012年每股收益0.73元、1.00元，若按2012年30-35倍PE估值，对应公司合理股价为30-35元。给予公司“强烈推荐”投资评级。**

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,261,923	1,688,651	2,370,371	3,064,033	3,794,127
同比（%）	44.9%	33.8%	40.4%	29.3%	23.8%
营业毛利	152,160	177,972	249,299	380,673	472,124
同比（%）	-51.8%	17.0%	40.1%	52.7%	24.0%
归属母公司净利润	57,007	60,159	116,154	173,573	238,874
同比（%）	-67.0%	5.5%	93.1%	49.4%	37.6%
总股本（万股）	238,300.0	238,300.0	238,300.0	238,300.0	238,300.0
每股收益（元）	0.24	0.25	0.49	0.73	1.00
ROE	5.7%	5.8%	10.4%	13.4%	15.6%
P/E（倍）	73.3	69.4	36.0	24.1	17.5



目 录

1、资源禀赋突出的矿业公司	3
1.1、控股股东实力雄厚，公司产业链完整	3
1.2、公司资源储备丰富，开采技术领先	5
1.3、冶炼业务继续扩张，成本优势明显	6
2、产量扩张，注入可期	8
2.1、获各琦矿产量翻番，玉龙铜矿期待腾飞	8
2.2、会东铅锌矿注入可期	8
2.3、大场金矿，新的诱惑	9
3、行业景气度持续向上	10
3.1、铜价破万指日可待	10
3.2、铅锌价格稳步上升	11
4、盈利预测	12
4.1、盈利假设	12
4.2、盈利预测	12
4.3、估值中枢在 30-35 元	13
5、风险提示	13
5.1、公司风险提示	13

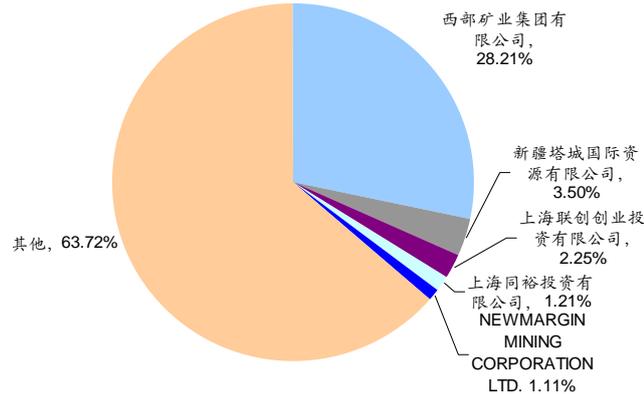


1、资源禀赋突出的矿业公司

1.1、控股股东实力雄厚，公司产业链完整

本公司的控股股东是西矿集团，青海省国资委为实际控制人。本公司由西矿集团、鑫达金银、株冶集团、长沙有色院和瑞丰实业五家公司于2000年12月发起设立。青海省国资委作为西矿集团的控股股东，是本公司的实际控制人。

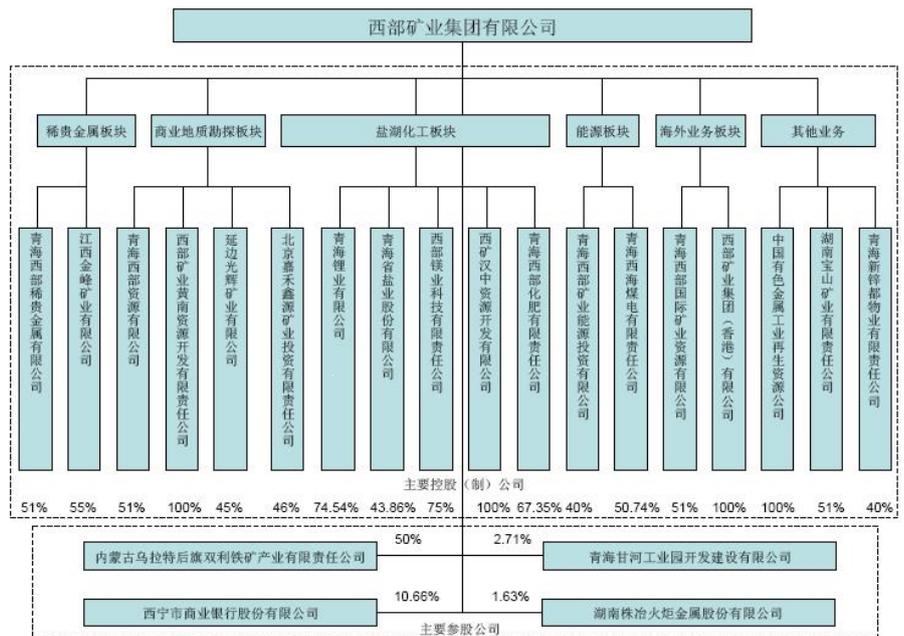
图表 1: 公司股东结构



数据来源：第一创业研究所

控股东西矿集团背景强劲，实力雄厚。前身为锡铁山矿务局的西矿集团是一家集有色金属地质勘探、冶金设计、矿山开发、冶炼加工为一体的综合性国有企业公司。集团目前业务分为稀贵金属板块、商业地址勘探板块、盐湖化工板块、能源板块、海外业务板块和其他业务六个板块。

图表 2: 西矿集团组织结构

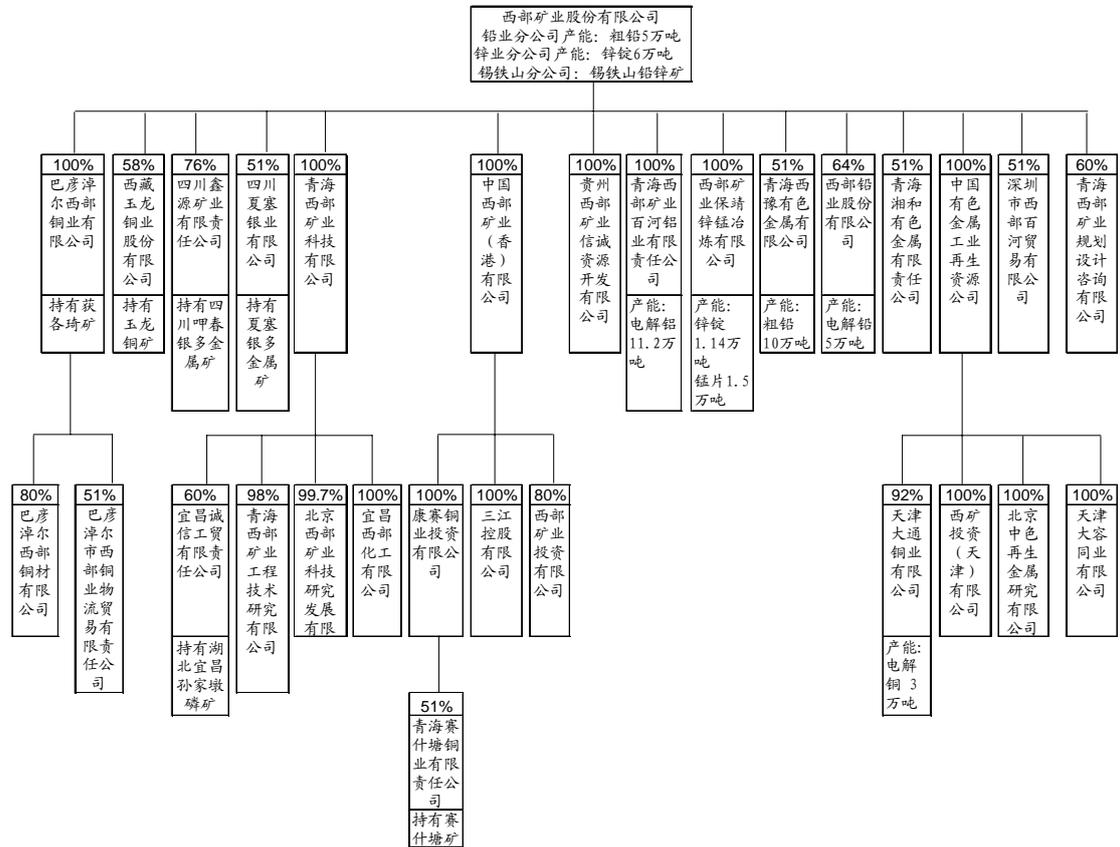


数据来源：第一创业研究所



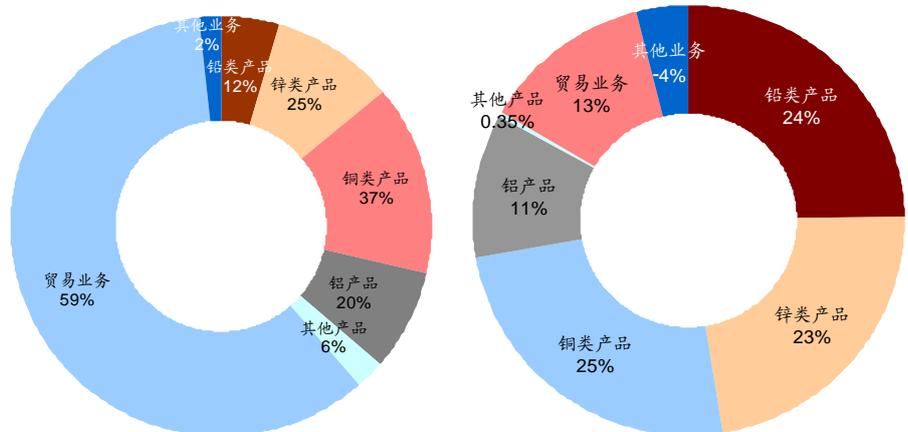
采矿类业务是公司主要盈利来源，贸易业务营业收入占比较大，冶炼业务毛利较低。公司主要的利润来源来自于采矿类业务，以铅锌精矿和铜精矿为主。冶炼业务毛利率为4%左右，公司目前在建多项冶炼产能扩大项目，短期贡献利润可能性不大。贸易业务是公司采选冶业务在下游的延伸，收入规模近三年来增长较快，但是利润率较低。

图表 3: 公司组织结构



数据来源: 第一创业研究所

图表 4: 2010 年中期公司营业收入构成 VS 公司营业利润构成



数据来源: 第一创业研究所



1.2、公司资源储备丰富，开采技术领先

公司拥有覆盖铅、锌、铜、磷矿在内的 8 家大中型矿山。公司产业布局主要位于我国地质成矿条件好，矿产资源丰富的西部地区。根据国土资源部的统计数据，中国 59%的锌、55%的铅以及 65%的铜资源位于西部。公司主要拥有和控制锡铁山铅锌矿、获各琦铜矿、赛什塘铜矿、呷村银多金属矿、玉龙铜矿、双利铁矿及宜昌孙家墩磷矿。截止 2010 年 6 月底，公司保有金属资源储量为：360.09 万吨锌、238.08 万铅、773.35 万吨铜、3,746.07 万吨银和 25.51 万吨金。

图表 5：公司主要矿产资源分布图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

锡铁山矿是中国产量最大的铅锌矿。近三年来，锡铁山矿创造的营业收入在矿山板块主营业务收入中占比始终保持在 50%以上，铅锌品位稳定在 10%左右的高水平。2009 年随着锡铁山深部勘探及过渡衔接工程的完成，锡铁山增储矿石量 992.31 万吨且确保了矿山产出未来十年内稳定在预设产能 150 万吨/年。



图表 6: 公司主要矿产资源

矿山	权益	品种	单位	矿石储量	金属量	品位	矿石处理量
锡铁山	100%	锌	万吨	3,291.31	195.43	5.94%	150万吨/年
	100%	铅	万吨		116.29	3.53%	
	100%	银	吨		1,549.00	67.4g/t	
	100%	金	吨		19.97	0.87g/t	
获各琦矿	100%	铜	万吨	8,283.00	50.32	1.34%	目前200万吨/年, 200万吨扩建工程于2010年内完工
	100%	锌	万吨		70.46	1.55%	
	100%	铅	万吨		61.29	1.35%	
赛什塘矿	51%	铜	万吨	4,883.00	57.96	1.15%	75万吨/年
呷村矿	76%	锌	万吨	1,328.00	87.04	8.44%	新矿山 已达50万吨/年
	76%	铅	万吨		52.05	5.21%	
	76%	铜	万吨		8.07	1.04%	
	76%	银	吨		1,863.00	240g/t	
玉龙铜矿	58%	铜	万吨	42,165.00	320	0.76%	一期一步1万吨电解铜已试生产, 计划年开采量为111万吨
孙家墩磷矿	60%	磷	万吨	3,833.19	966.35	25.21%	
双利铁矿	50%	铁	万吨	7,000.00	1,960.00	28.00%	200万吨/年
夏塞银多金属矿	51%	银	吨		5,200.00	550g/t	年处理矿石量20万吨
		铅	万吨		72.00	4.50%	
		锌	万吨		39.00	2.80%	

数据来源: 第一创业研究所

公司拥有丰富的高海拔环境下矿山开采经验, 技术优势凸显。二十多年来公司通过对核心矿山锡铁山矿的开采积累了丰富的高海拔环境下的矿山采选技术和生产管理经验, 公司在高海拔地区的其它类似矿山的采选业务上具有明显的技术优势。

1.3、冶炼业务继续扩张, 成本优势明显

公司冶炼业务享有较低的运输成本和电力成本。公司冶炼业务大部分位于青海省境内, 铅锌类冶炼产品需要的大部分原料取自于公司锡铁山矿生产的铅锌精矿, 自给率较高的同时节省了运输成本。单位耗电量最大的电解铝吨铝耗电量稳定在 14,350 千瓦时左右, 适用青海省 0.33 元/千瓦时的低电价, 成本优势明显。

图表 7: 公司主要冶炼资产

产品	权益	公司	位置	产能/万吨	2008产量	2009产量	2010计划产量	中期进度
粗铅和电 解铅	100%	铝业分公司	青海甘河工业区	5				
	51%	西豫有色	青海格尔木市	10	0.56	0	6	滞后
锌锭	64%	西部铝业	青海甘河工业区	5				
	100%	锌业分公司	青海甘河工业区	6	4.73	6.16	6.1	正常
电解铝	100%	保靖锌锰冶炼公司	湖南湘西自治州	1.4				
	100%	百河铝业	青海甘河工业区	11.2	10.99	9.92	10	正常
电解铜	92%	天津大通公司	天津东丽区	3	2.19	2.75	3.6	滞后
锰片	100%	保靖锌锰冶炼公司	湖南湘西自治州	1.5	1.34	1.63	0.51	正常
总计产能				43.1				

数据来源: 第一创业研究所



公司有计划扩张冶炼产能。公司计划扩大冶炼产能，使其和本公司自有矿山产量的增长相匹配。目前公司在建 5 个冶炼扩张项目，其中西豫有色 10 万吨粗铅冶炼项目已开始试生产，投产以后可以为公司贡献 5 万吨的粗铅产能（公司与豫光金铅平分）。巴彦淖尔西部铜业 5 万吨/年电解铜项目预期 2011 年可以投产，公司电解铜产能会在目前 3 万吨的基础上翻番。5.5 万吨/年铅冶炼项目和 10 万吨电锌氧压浸出工程考虑到市场因素，公司放缓了工程进度。

图表 8: 公司主要在建冶炼项目

	权益	品种	建设规模 万吨/年	项目进展
5.5 万吨/年铅冶炼项目	100%	粗铅	5.5	滞后，处于基建阶段
西豫有色格尔木粗铅冶炼	51%	粗铅	10	于2010年5月开始试生产，公司粗铅产能达到15万吨
巴彦淖尔西部铜业5万吨/年电解铜项目	100%	电解铜	5	现处于基建收尾阶段
甘河电锌氧压浸出工程	100%	电解锌	10	滞后，处于基建阶段
20万吨/年磷酸一胺及配套项目	100%	磷酸一胺	20	现处于基建阶段

数据来源：第一创业研究所



2、产量扩张，注入可期

2.1、获各琦矿产量翻番，玉龙铜矿期待腾飞

获各琦铜矿产量 2 年内翻番。获各琦矿是我国储量排名第六的铜矿，含铜、锌、铅金属储量分别为 50.32、70.46、61.29 万吨。目前获各琦矿矿石处理能力为 200 万吨/年，铜精矿产量为 2 万吨/年。随着获各琦矿 200 万吨采矿扩建工程于 2010 年内竣工完成，预计该矿的选矿产能在 2012 年内将达到 400 万吨/年，铜精矿产量增至 4.4 万吨/年。

玉龙铜矿有潜力成为中国最大的铜矿。玉龙铜矿初步探明的铜金属储量达 650 万吨，远景储量达到 1000 万吨以上，为超大型斑岩型铜钼矿床。伴生的钼、银、金、铋、钴、锌和铂族等金属均有探明储量，其中钼 10 余万吨、铁矿储量达 8000 多万吨、金约 26 吨。目前一期一步 1 万吨电解铜已试生产，计划年开采量为 111 万吨。但是由于矿区所处青藏高原开采环境存在不确定性，出于环境保护，交通运输等多方面原因目前工程进度滞后，短期贡献利润的可能性不大。

2.2、会东铅锌矿注入可期

控股东西矿集团以 21.67 亿元收购四川会东铅锌矿 80%股权。2010 年 11 月西矿集团公司与相关各方签署《四川省会东铅锌矿国有产权转让及股份制改造协议》，西矿集团受让改制后新设公司 80%的股权，价款为人民币 21.76 亿元，

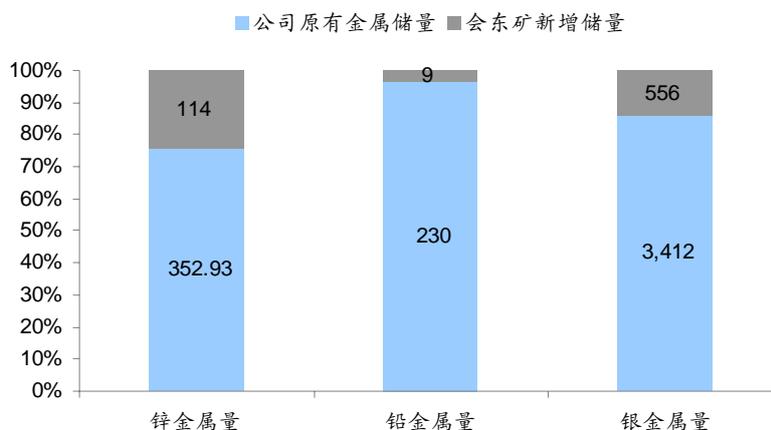
会东铅锌矿资源储量大。会东铅锌保有矿石资源储量为 1,155.9 万吨，其中锌金属量 114.06 万吨，铅金属量 8.8 万吨，伴生组份银 556.34 吨、镉 15,674 吨、镓 151 吨、锗 173 吨、硫 617,460 吨。会东矿具备处理原矿 45 万吨/年、电锌 4 万吨/年和硫酸 6.5 万吨/年的生产能力

由于涉及到同一控制人控制下的同业竞争，未来会东铅锌矿会注入公司。公司与西矿集团签署《不竞争协议》，西矿集团不会以任何形式从事与本公司主营业务直接或间接竞争关系的业务活动，并授予本公司优先购买西矿集团有关竞争业务的权利。未来会东铅锌矿极大可能会注入到上市公司。由于存在当地政府对会东矿国有控股的要求等不确定因素，注入时间尚不能确定。

按照会东铅锌矿年产电锌 4 万吨的产量假设，我们预计会东铅锌矿注入上市公司会增厚 EPS0.16 元（未摊薄）。



图表 9: 会东矿注入, 有利于做大做强公司铅锌类采矿业务



数据来源: 第一创业研究所

2.3、大场金矿, 新的诱惑

大场金矿, 新的诱惑。 西矿集团与青海地矿局联合勘查开发的大场金矿处于青海省的“金腰带”——巴颜喀拉山金锑成矿带的中段, 为 2010 年国土资源部评选的全国十大新资源基地之一。大场金矿控制金矿资源量达 150 万吨, 预测远景超过 300 万吨, 有望成为青海省最重要的黄金生产基地。此番西矿集团与青海地矿局联合勘查开发大场金矿, 在采矿权之争中占得先机, 前景看好。



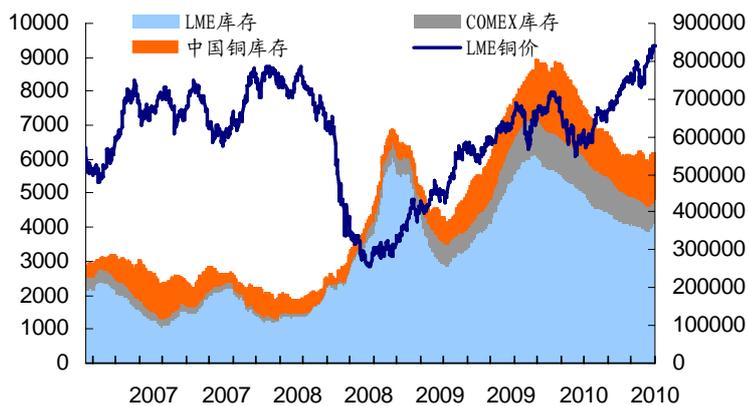
3、行业景气度持续向上

3.1、铜价破万指日可待

美联储定量宽松的货币政策引发流动性泛滥。美联储史无前例的定量宽松货币政策造就当前极其宽松的货币流动性，导致所有金融资产价格水涨船高。全球货币供应量的增加推动了全球的通胀预期，通胀预期将继续推动金属价格上涨。

铜 ETF 已于 2010 年 12 月推出，推动铜价屡创新高。铜 ETF 基金允许散户投资于存放在 LME 仓库的现货铜，这意味着 ETF 交易必须有实物铜作为后盾。目前每发行 1 单位 ETF 需储备了 0.005 吨金属于 LME 的仓库中，使得本已严峻的铜供需缺口进一步拉大。自铜 ETF 推出以来，铜价已上涨至历史新高，LME 铜价破万指日可待。

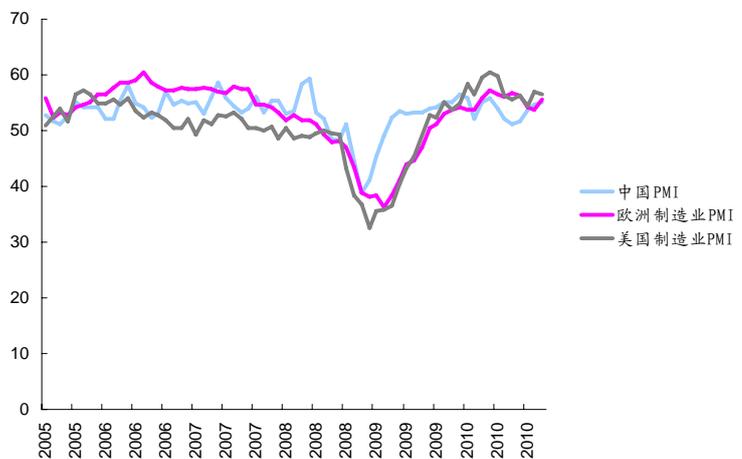
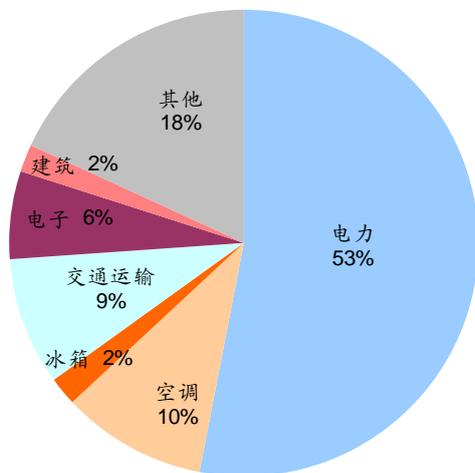
图表 10: 铜库存及价格走势



数据来源：第一创业研究所

供需紧张，未来铜价再攀升。铜下游为电线电缆、空调和变压器等。随着制造业的强劲复苏，有色金属需求反弹，支撑金属价格维持上扬态势。

图表 11: 中国铜消费结构及主要经济体 PMI 指数反弹



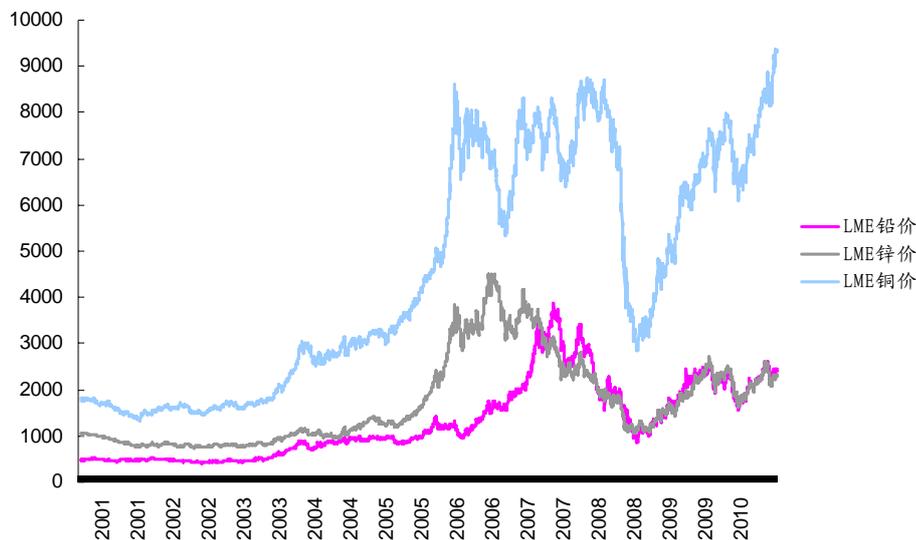
数据来源：第一创业研究所



3.2、铅锌价格稳步上升

铜价上行拉动铅锌价格上涨。分析铜铅锌历史价格数据，我们发现铜期货价格和铅锌期货价格有较强的联动性，可以推导铜价的大幅上涨将会带动铅锌价格稳步上涨。

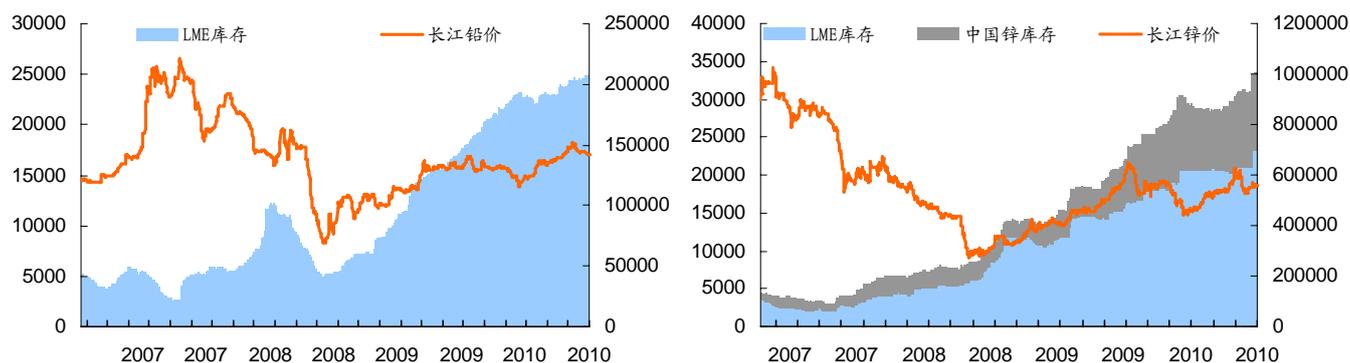
图表 12：铜价与铅锌价格具有较强的联动性



数据来源：第一创业研究所

铅锌 ETF 即将推出，供给趋紧推动铅锌价格上涨。英国 ETF Securities 预期铝、锌和铅 ETF 将于 2011 年 1 季度上市。预计铅锌 ETF 推出后，会与上述铜 ETF 运行机制类似，即一部分库 LME 的铅锌金属库存将被吞噬掉。这将改变目前铅锌供给偏充裕的基本面，供给趋紧将推动铅锌价格上涨。

图表 13：铅、锌库存及价格走势



数据来源：第一创业研究所



4、盈利预测

4.1、盈利假设

图表 14: 公司主要产品产量假设

一, 采矿业务产量		2010E	2011E	2012E
产品名称	单位			
铅精矿含铅	万吨	6.67	8.00	8.50
锌精矿含锌	万吨	8.53	10.24	11.26
铜精矿含铜	万吨	2.60	4.60	5.00
二, 冶炼业务产量		2010E	2011E	2012E
产品名称	单位			
铝锭	万吨	10.00	11.00	12.10
粗铅	万吨	6.00	7.2	8.64
铅锭	万吨	3.00	3.6	4.32
锌锭	万吨	6.66	7.99	9.59
电解铜	万吨	5.50	6.60	7.92

数据来源: 第一创业研究所

图表 15: 金属价格假设

一, 采矿业务		2010E	2011E	2012E
产品名称	单位			
铅精矿含铅	元/吨	11,244	12,368	12,987
锌精矿含锌	元/吨	9,928	10,921	11,467
铜精矿含铜	元/吨	44,525	53,430	64,117
二, 冶炼业务		2010E	2011E	2012E
产品名称	单位			
铝锭	元/吨	13,398	14,738	15,475
粗铅	元/吨	13,057	14,362	15,081
铅锭	元/吨	13,744	15,118	15,874
锌锭	元/吨	14,818	16,300	17,115
电解铜	元/吨	50,025	60,030	72,037
电解铝	元/吨	13,398	14,738	15,475
电解锌	元/吨	14,818	16,300	17,115

数据来源: 第一创业研究所

4.2、盈利预测

图表 16: 盈利预测表

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,261,923	1,688,651	2,370,371	3,064,033	3,794,127
同比 (%)	44.9%	33.8%	40.4%	29.3%	23.8%
营业毛利	152,160	177,972	249,299	380,673	472,124
同比 (%)	-51.8%	17.0%	40.1%	52.7%	24.0%
归属母公司净利润	57,007	60,159	116,154	173,573	238,874
同比 (%)	-67.0%	5.5%	93.1%	49.4%	37.6%
总股本 (万股)	238,300.0	238,300.0	238,300.0	238,300.0	238,300.0
每股收益 (元)	0.24	0.25	0.49	0.73	1.00
ROE	5.7%	5.8%	10.4%	13.4%	15.6%
P/E (倍)	73.3	69.4	36.0	24.1	17.5

数据来源: 第一创业研究所



4.3、估值中枢在 30-35 元

结合公司 2011 年、2012 年每股收益 0.73 元、1.00 元，若按 2012 年 30-35 倍 PE 估值，对应公司合理股价为 30-35 元。

5、风险提示

5.1、公司风险提示

公司估值以及盈利预测均假设于一定的产量预测、金属价格预测之下，如果公司产能释放、金属价格不如预期乐观，该估值面临风险。



图表 17: 模拟资产负债表、利润表和现金流量表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7,415.2	10,614.1	18,060.4	23,588.7	一、营业收入	16,886.5	23,703.7	30,640.3	37,941.3
货币资金	3,616.9	4,197.4	5,352.3	8,090.9	减: 营业成本	15,106.8	21,210.7	26,833.6	33,220.0
交易性金融资产	30.1	262.3	262.3	262.3	营业税金及附加	57.6	60.5	67.3	83.5
应收款项	1,692.9	2,157.4	5,776.7	7,053.7	销售费用	138.6	180.4	232.6	288.0
预付款项	432.1	1,412.9	3,637.4	4,503.1	管理费用	522.9	663.4	766.0	718.1
存货	1,181.0	2,234.5	2,682.0	3,329.1	财务费用	191.3	256.1	340.0	337.9
其他流动资产	462.2	349.5	349.5	349.5	资产减值损失	-37.6	47.6	75.7	102.7
非流动资产	11,657.1	11,833.9	11,393.2	10,952.4	加: 公允价值变动收益	-31.9	13.2	0.0	0.0
股权投资	2,008.5	2,211.9	2,211.9	2,211.9	投资收益	-104.8	182.4	0.0	0.0
债权与公允价值资产	160.7	163.1	163.1	163.1	其中: 联营企业收益	73.4	51.0	0.0	0.0
固定资产	5,623.3	5,619.4	5,129.0	4,638.6	二、营业利润	770.1	1,480.6	2,325.2	3,191.0
在建工程	1,371.6	1,540.9	1,590.6	1,640.3	加: 营业外收入	70.6	16.4	0.0	0.0
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	27.8	42.3	0.0	0.0
无形及递延性资产	1,976.4	1,905.1	1,905.1	1,905.1	三、利润总额	812.9	1,454.8	2,325.2	3,191.0
其它非流动资产	516.7	393.5	393.5	393.5	减: 所得税费用	188.5	247.2	534.8	733.9
资产总计	19,072.3	22,448.0	29,453.5	34,541.1	四、净利润	624.4	1,207.6	1,790.4	2,457.1
流动负债	5,183.1	7,301.1	12,516.2	15,146.8	归属母公司净利润	601.6	1,161.5	1,735.7	2,388.7
短期借款	2,685.6	4,615.7	4,615.7	4,615.7	少数股东损益	22.8	46.1	54.7	68.3
应付账款	419.9	1,176.9	3,029.8	3,750.9	五、总股本(百万股)	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0
预收帐款	203.9	798.3	2,164.8	2,680.6	EPS (元)	0.25	0.49	0.73	1.00
其它流动负债	1,873.8	710.2	2,705.9	4,099.6					
非流动负债	2,780.9	3,162.9	3,162.9	3,162.9	主要财务比率				
长期借款	3,157.3	2,279.2	2,279.2	2,279.2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	-376.4	883.7	883.7	883.7	营业收入	33.8%	40.4%	29.3%	23.8%
负债合计	7,964.0	10,464.0	15,679.1	18,309.7	营业毛利	17.0%	40.1%	52.7%	24.0%
少数股东权益	746.2	724.4	779.0	847.4	主业盈利	53.3%	49.8%	72.5%	32.5%
股本	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0	母公司净利	5.5%	93.1%	49.4%	37.6%
资本公积与其它	5,910.6	5,851.5	5,851.5	5,851.5	获利能力				
留存收益	2,018.7	2,942.0	4,677.7	7,066.4	毛利率	10.5%	10.5%	12.4%	12.4%
股东权益合计	10,312.3	11,176.5	12,912.2	15,300.9	主业盈利/收入	6.3%	6.7%	8.9%	9.6%
负债和股东权益	19,072.3	22,448.0	29,453.5	34,541.1	ROS	3.7%	5.1%	5.8%	6.5%
					ROE	5.8%	10.4%	13.4%	15.6%
					ROIC	3.9%	6.7%	9.0%	11.1%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	41.8%	46.6%	53.2%	53.0%
经营活动现金流	417.2	923.7	1,544.6	3,126.2	利息保障倍数	3.3	4.7	5.3	7.3
净利润	624.4	1,207.6	1,790.4	2,457.1	速动比率	1.11	1.10	1.20	1.31
折旧摊销	473.6	699.3	566.0	593.1	经营现金净额/当期债务	0.16	0.20	0.33	0.68
财务费用	176.8	256.1	340.0	337.9	营运能力				
投资损失	136.8	-195.6	0.0	0.0	总资产周转率	0.89	1.06	1.04	1.10
营运资金变动	-1,030.5	-3,778.0	-1,151.9	-261.9	应收款天数	36.09	32.77	67.87	66.93
其它变动	36.1	2,734.3	0.0	0.0	存货天数	28.14	37.93	35.98	36.08
投资活动现金流	-1,998.8	-459.6	-49.7	-49.7	每股指标(元)				
资本支出	-1,729.4	-566.2	-49.7	-49.7	主业盈利/股本	0.45	0.67	1.15	1.52
长期投资	-857.2	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.18	0.39	0.65	1.31
其它变动	587.8	106.5	0.0	0.0	每股净资产	4.01	4.39	5.09	6.07
筹资活动现金流	281.3	116.3	-340.0	-337.9	估值比率				
债务融资	734.2	651.6	0.0	0.0	P/E	69.44	35.96	24.07	17.49
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	4.37	4.00	3.44	2.89
其它变动	-452.9	-535.3	-340.0	-337.9	P/S	2.47	1.76	1.36	1.10
汇率变动影响	-0.7	0.2	0.0	0.0	EV/EBITDA	29.11	19.51	13.17	9.63
现金净增加额	-1,301.0	580.6	1,154.9	2,738.6					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL: 010-68059588 FAX: 010-68059099

P. R. China: 100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P. R. China: 200120

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL: 010-68059588 FAX: 010-68059099

P. R. China: 100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P. R. China: 200120