

包钢稀土

600111

增持/ 首次评级

股 价	2009/01/09
RMB8.55	

基础数据

总股本（百万股）	807
流通 A 股（百万股）	413
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）	3530

财务数据

市净率 (X)	3.92
TRACING P/E (X)*	16.94
EPS (元)	0.35
股息率 (%)	1.17

*最近四季盈利计算。

相关研究

《09 有色行业策略：顺流、逆流》

(2008/12/21)

《西藏矿业：期待“锂业”革命》

(2008/11/14)

分 析 师
 叶 涛
 0755-82492171
 yetao@lhzq.com

研究助理
 吴 凯
 0755-82080067
 wukaiys@lhzq.com

新技术、新需求、新时代

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2499.6	2482.8	2129.7	2509.8	2842.4
(+/-%)	55.3	40.2	-14.8	17.8	13.3
归属母公司净利润(百万元)	308.1	281.5	303.6	451.8	582.3
(+/-%)	325.8	54.6	-1.5	48.8	28.9
EPS(元)	0.38	0.35	0.38	0.56	0.72
P/E(倍)	22.4	24.5	22.7	15.3	11.9

■ 稀土金属因能改善、提高材料的性能而被广泛应用于冶金、玻璃、陶瓷等传统工业领域，而今，在新技术、新需求的驱动下，稀土金属在**磁性材料、发光材料、新能源材料**等新领域的应用正日益拓展和深化。2007 年应用量已相当于 2004 年的 2.1、3.1 和 2.1 倍。

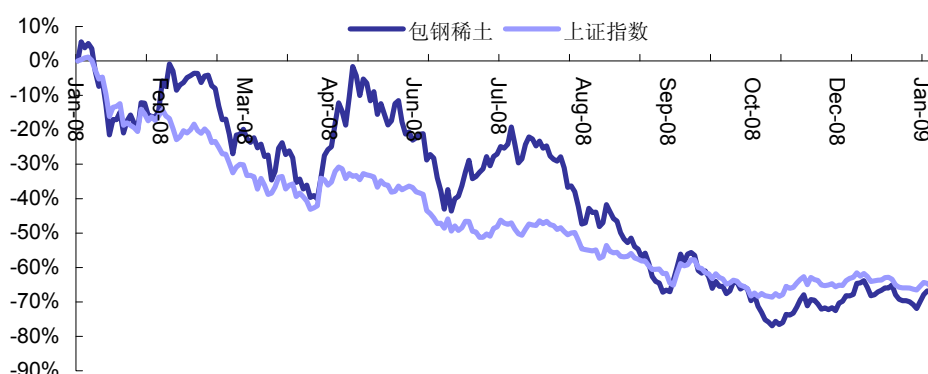
■ 新型动力电池主要两条路径：**锂电池**和**镍氢电池**。锂电池在性能上具有较大的优势，应属最终发展方向。镍氢电池虽然性能上与锂电池有一定的差距，但因起步早、技术较为成熟，具有一定的先发优势。我们认为，两者有望将在较长时间段里共生共荣。**储氢合金**被用作镍氢电池的负极材料，而稀土镧是储氢合金的重要原料。

■ **高端钕铁硼**制造的电机比普通电机效率高 8~50%、电耗低 10%、重量轻 50%以上，因此**丰用电机**是粘结钕铁硼永磁材料的主要应用领域。**风电**发展的趋势是单机容量大型化，而大容量机组需采用更加高效、节能的直驱永磁电机，直驱永磁电机的应用，将增加钕铁硼永磁体的需求。

■ **节能灯**比普通白炽灯节能 80%，欧、美、澳、中等国均有明确的推广计划。随着节能灯的推广，灯用三基色荧光粉产量从 2004 年的 1900 吨上升至 2007 年的 6400 吨，占我国**稀土荧光粉**总产量的 75%。谨慎估计未来每年可新增约 4000 吨需求。

■ 价格中枢 13.64 元/股，合理区间 12.40~14.00 元/股，首次评级“增持”。

最近 52 周股价表现



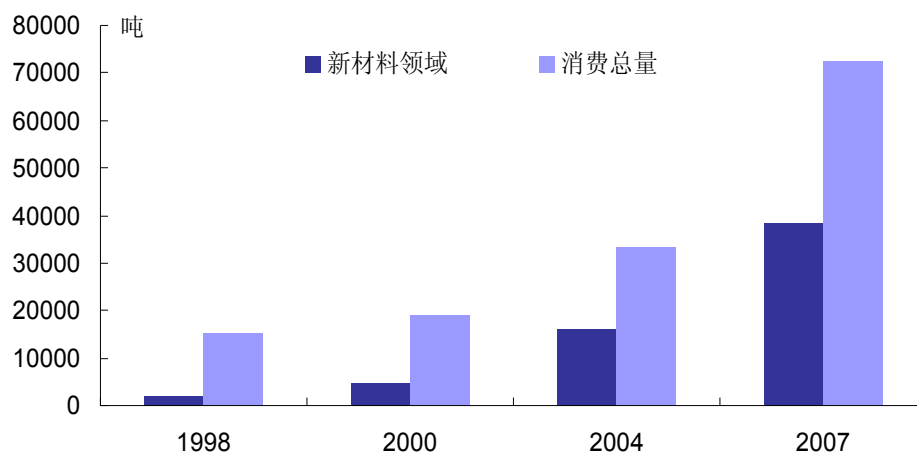
稀土应用走向“新时代”	3
稀土镧于受益镍氢电池发展	4
高端钕铁硼市场空间广阔	5
钕铁硼在电动车领域的应用	6
钕铁硼在风电领域的应用	7
节能灯推广推动稀土荧光粉需求	8
全球及中国稀土资源概况	9
公司的资源控制力日益加强	10
公司正加强对稀土产品的控制	10
包钢稀土的主要产品	11
估值分析及投资建议	12
盈利预测	12
相对估值	13
绝对估值	13
投资建议	14
风险提示	14
财务预测	15

稀土应用走向“新时代”

稀土金属因能改善、提高材料的性能而被广泛应用于冶金、玻璃、陶瓷等传统工业领域，而今，在新技术、新需求的驱动下，稀土金属在**磁性材料、发光材料、新能源材料**等新领域的应用正日益拓展和深化。

1998年稀土金属在新材料领域的应用量，仅占我国总稀土消费总量的13%；2007年新材料领域的稀土消费量已经达到3.85万吨，占我国稀土消费总量的53%，已经超过了传统材料的占比，稀土应用正走向新的时代。

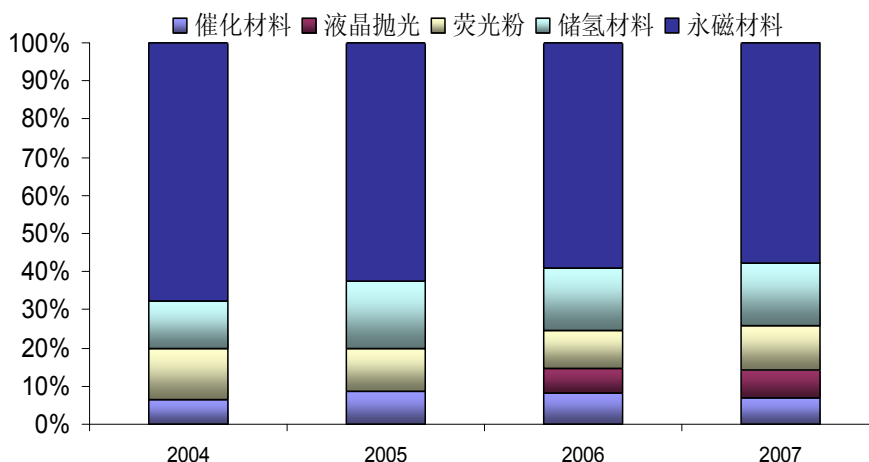
图 1、新材料领域稀土消费量占稀土消费总量比例 吨（REO）



数据来源：《稀土信息》，联合证券研究所

能源和环境提出了新问题、新需求，使得永磁材料、储氢合金及灯用荧光粉等新材料消费量不断上升，2004年我国上述三种材料的应用量分别为10756吨、2000吨和2135吨，而到2007年应用量已达：相当于2004年的2.1、3.1和2.1倍。

图 2、稀土新材料应用结构 %



数据来源：《稀土信息》，联合证券研究所

稀土镧于受益镍氢电池发展

镍氢电池具有一定
先发优势

新型动力电池主要是两条路径：**锂电池**和**镍氢电池**。锂电池在质量比功率、质量比能量、寿命、安全性及环保等方面具有较大的优势，是动力电池的最终发展方向。镍氢电池虽然性能上与锂电池有一定的差距，但因起步早、技术较为成熟，具有一定的先发优势。我们认为，在传统汽车向新型动力汽车转化的过程中，镍氢电池仍将在较长时间内与锂电池**共生共荣**。

表 1、新型电池性能比较

技术参数	镍氢电池	磷酸铁锂电池
工作电压 (V)	1.2	3.2
质量比能量 (Wh/kg)	50~80	120
体积比能量 (Wh/L)	200	210
寿命	500	2000
单位价格 (RMB/Wh)	6	3-5
单位价格/寿命('1000)	12	1.5-2.5
环保	略有污染	无毒
安全性	好	优秀

数据来源：联合证券研究所整理

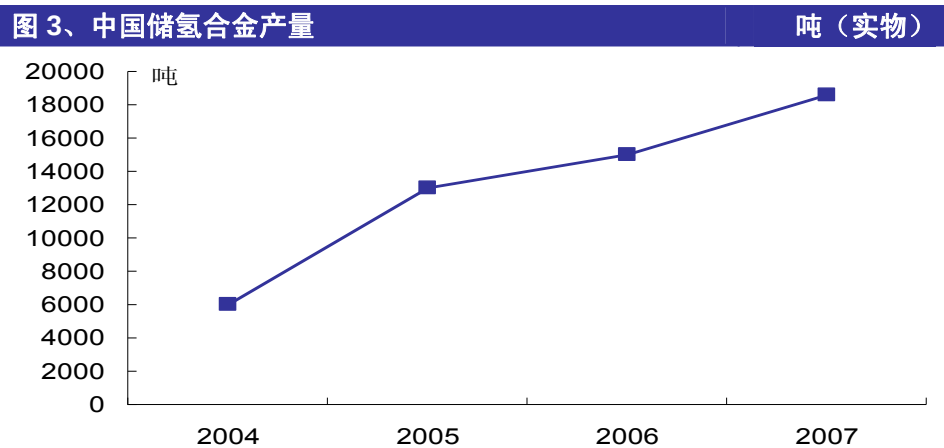
采用镍氢混合动力的丰田普锐斯已经获得了较大的成功。丰田公司称，自 1997 年推出该车后到 2008 年 4 月，普锐斯全球累计销量已经超过 100 万辆。据日本汽车销售协会统计，普锐斯在日本的销量排名 2006 年为 22 名，2007 年 11 名，2008 年上升至第 5 名。

目前国内混合动力汽车大多数也是基于镍氢电池的技术路线。武汉市作为“十城千辆”电动车示范工程首批试点城市，所投放的 100 量混合动力汽车就是东风汽车公司生产的镍氢混合动力车，而宇通、中通、福田等企业也在积极推进混合动力汽车的进程。

稀土镧是储氢合金
的重要原料

储氢合金被用作**镍氢电池**的负极材料。国内外实现产业化生产的储氢合金仅有 MH5 型（主要是 LaNi5）稀土储氢材料。2004 年我国储氢合金产量为 6000 吨，到 2007 年则上升至 18600 多吨，是 04 年的 3.1 倍，增幅明显。快速增长的储氢合金需求将对稀土镧的价格构成强力支撑。

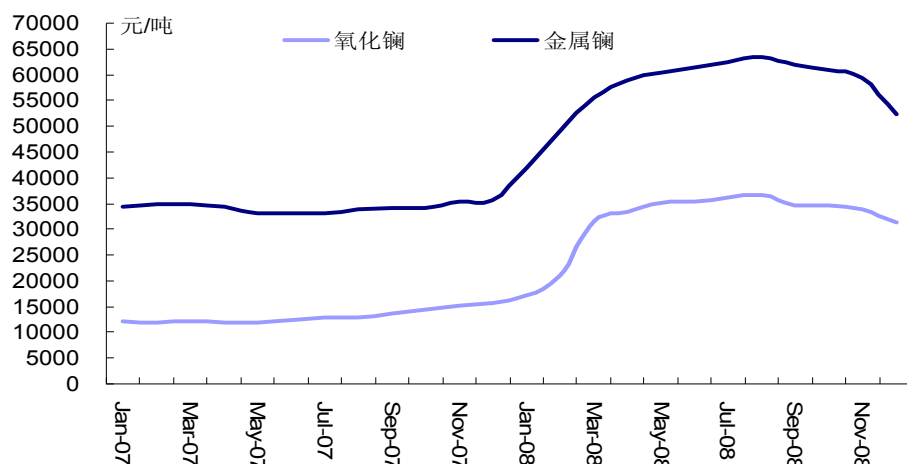
图 3、中国储氢合金产量



数据来源：《稀土信息》，联合证券研究所

图 4、氧化镧和金属镧价格走势

元/吨



数据来源：中国金属新闻网，联合证券研究所

包钢稀土相比更具 稀土资源优势

白云鄂博矿中镧的含量高达 26%，因此 06 以前公司有氧化镧有一定的存货，但是公司从 07 年开始实行了易货贸易政策，同时减少了镧的供应，加之石化、荧光粉领域对镧的需求不断增加，公司此前的存货已大大减少。

目前国内最大两家储氢合金粉生产商为厦门钨业和包钢稀土。厦门钨业拥有产能 3000 吨/年（可迅速扩大至 5000 吨/年），其目前供应比亚迪等电池厂商，已初步通过了松下和本田的质量认证，有机会进入动力电池领域。而包钢稀土拥有储氢合金粉产能 1500 吨/年，但包钢稀土相比更具资源优势。

高端钕铁硼市场空间广阔

钕铁硼是第三代稀土永磁材料，具有体积小、重量轻和磁性强等特点，广泛应用计算机、电声器材、汽车等领域，是现代工业和电子技术的基础材料。

根据生产工艺的不同，钕铁硼永磁体分为烧结钕铁硼和粘结钕铁硼。烧结钕铁硼生产工艺较简单，虽然磁性很高，但仍存在矫顽力偏低、抗腐蚀性能和加工性能差等缺点，因此，一般用于低端低品质音响等磁体。而粘结钕铁硼虽然工艺较复杂，但是具有比重小、易成型以及精度高等特性，因此，广泛应用于小型精密电机、硬盘驱动器 VCM（音圈电机）、电动自行车、混合动力汽车、风力发电机等高端产品。

表 2、中国钕铁硼永磁体产量统计

吨，%

品种	2004		2005		2006		2007	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比	产量	占比
烧结钕铁硼磁体	25000	93.0	33000	93.8	39000	94.3	48000	94.5
粘结钕铁硼磁体	1500	5.6	1800	5.1	1900	4.6	2300	4.5
其它	390	1.5	400	1.1	400	1.0	500	1.0
总计	26890	100	35200	100	41350	100	50800	100

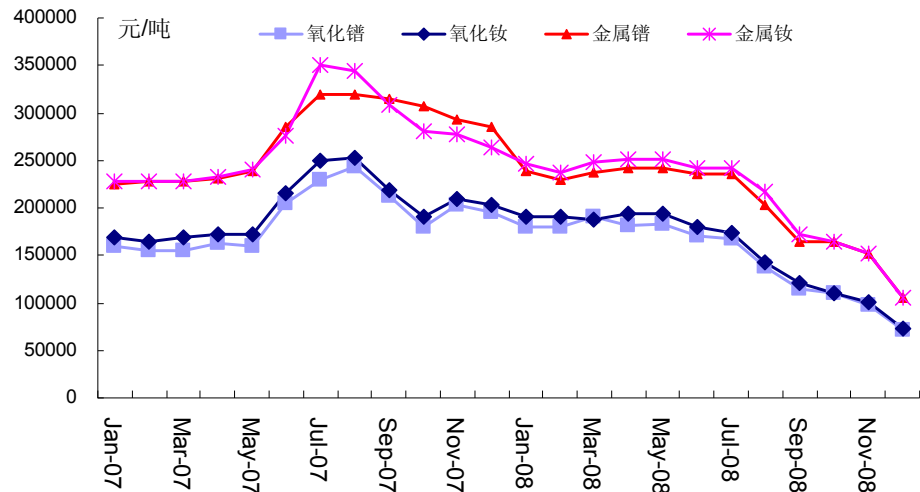
数据来源：稀土信息，联合证券研究所

目前我国稀土永磁体仍以较低端的烧结钕铁硼永磁体为主，所占比例一直维持在 90%以上，而粘结钕铁硼虽然总产量不断上升，但是所占比例不仅未提高，

反而有所降低。但我们认为，随着市场需求的转变、企业生产技术的提高，以及稀土产业的不断升级，我国钕铁硼产品将向 VCM、精密电机等高端方向发展，粘结钕铁硼面临较大的发展机遇。

图 5、镨、钕价格走势

元/吨



数据来源：中国金属新闻网，联合证券研究所

钕铁硼在电动车领域的应用

车用电机是粘结钕铁硼永磁材料的主要应用领域之一，随着节能环保的不断深入以及全球能源价格日益高涨，未来汽车必然也向节能方向发展，对车用磁体的性能要求也将越来越高，高端钕铁硼制造的电机比普通电机效率高 8~50%、电耗降低 10%、重量减少 50%以上，因此，其在汽车领域的应用量也将不断上升。

据统计，每辆普通轿车所用微电机数量在 20~30 只，每台电机所需钕铁硼为 30g~60g，我们以每辆车 25 只微电机、每台电机使用 50g 钕铁硼，及 2007 年全球汽车 7000 万辆为基础推算每年新增粘结钕铁硼需求量。

表 3、新增钕铁硼敏感性分析

吨

采用永磁电机的汽车比例	5%	7%	9%	10%	12%
新增粘结钕铁硼磁体汽车数	350	490	630	700	840
全球粘结钕铁硼增量	4375	6125	7875	8750	10500

数据来源：联合证券研究所

电动自行车的永磁电机发展势头迅猛

值得注意的是，由于近年电动自行车在我国发展迅猛，占比从 2003 年的 5.7% 上升至 2007 年的 24.5%，因此，电动自行车领域也是稀土永磁电机未来发展的主要领域之一。

2006 年我国自行车永磁电机的产量为 740 万台，分别占全国电动自行车和永磁电机总产量的 37.9% 和 19.8%，而到 2007 年这一比例则分别上升至 42.9% 和 22.2%。

表 4、中国自行车产量统计

	2003	2004	2005	2006	2007
电动产量	400	676	1209	1950	2138
自行车产量	7053	7296	8073	8500	8713
电动自行车占比	5.7%	9.3%	15.0%	22.9%	24.5%

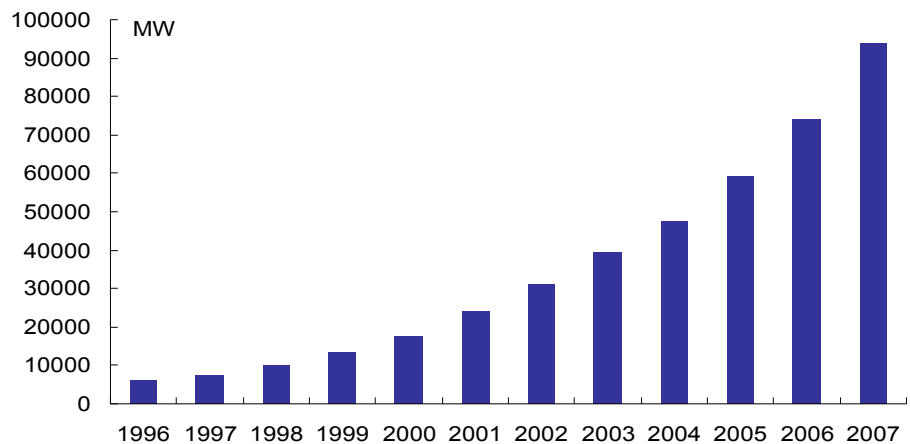
信息来源：中国自行车，联合证券研究所

钕铁硼在风电领域的应用

风电是钕铁硼的又一需求引擎

风能的利用为世界各国节能能源和环境为题提供了新的途径。据全球风能理事会 (GWEC) 统计, 截止到 2007 年底, 全球风能累计装机容量为 9412 万千瓦, GWEC 预测, 2020 年全球风电累计装机量预计达 10~12 亿千瓦, (为 07 年的 10.6~12.8 倍), 届时可占全球电力总装机量的 10~12%。据 GWEC 预测, 2008~2009 年全球的新增风电装机量为 23.1GW~28.9GW, 如果永磁电机占新增装机容量的 15%, 全球每年新增高端钕铁硼需求将达到 3000~4000 吨。

图 6、世界风电累计装机容量



数据来源：GWEC，联合证券研究所

表 5、新增风电装机量致钕铁硼需求敏感性分析

	2008E				2009E				2010E	
新增装机容量	23100 MW				26000 MW				28900 MW	
永磁电机占比	10%	15%	20%	10%	15%	20%	10%	15%	20%	
新增钕铁硼需求	2310	3465	4620	2600	3900	5200	2890	4335	5780	

数据来源：GWEC，联合证券研究所

联合研究所电力设备及新能源研究员杨军认为, 世界风电发展的趋势是单机容量大型化, 目前国际风电主流机型是 1.5MW 机组, 但未来将向 2MW 方向发展, 而大容量机组一般会采用更加高效、节能的直驱永磁电机, 直驱永磁电机的应用, 将增加钕铁硼永磁体的需求。

钕铁硼永磁体使大容量风电机组更高效

永磁电机的应用会加大风电投资成本, 但随着风电制造技术提升和单机规模的增大, 风电成本将不断降低, 国内风电场单位造价目前处于 10000 元/千瓦左右。风能协会声称, 至 2020 年, 陆上风电的总体造价可以下降 20%-25%, 海上风电

造价可以降低 40%以上。

节能灯推广推动稀土荧光粉需求

稀土荧光粉中金属
钇和铕用量最多

节能灯比普通白炽灯节能 80%，为减少二氧化碳的排放和降低能源消耗，世界各国均加紧“绿色照明”工程的实施。欧盟规定 100 瓦以上的白炽灯自 2009 年 9 月起退出市场，40 瓦以上的白炽灯自 2010 年初退出市场，2012 年后所有白炽灯将由节能灯替代，美国、澳大利亚也出台了相应的政策。我国《“十一五”城市绿色照明工程规划纲要》中提出，到 2010 年城市照明中高效节能灯具的使用率将达 85% 以上。

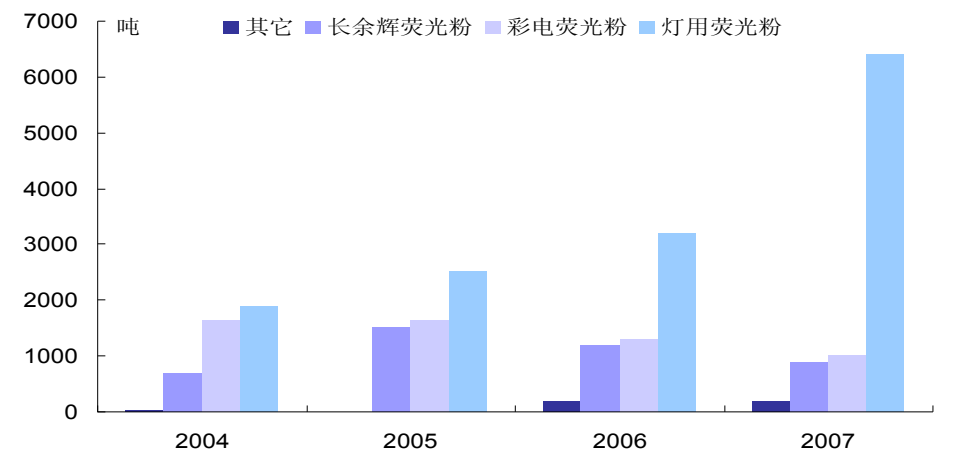
随着节能灯的推广，灯用三基色荧光粉产量从 2004 年的 1900 吨上升至 2007 年的 6400 吨，占我国稀土荧光粉总产量的 75%。2006 年，我国普通白炽灯泡的产量约 44 亿只，出口量为 24 亿只，假设我国每年所使用的 20 亿只白炽灯泡有 5% 转产为节能灯，按每只荧光灯使用 4.5g 稀土荧光粉计算，每年仅我国稀土荧光粉需求量将增加 4500 吨。

表 6、不同转产比例下的荧光粉需求敏感性				千万只，吨
转产比例	4%	5%	7%	8%
新增荧光灯产量	8	10	14	16
新增荧光粉需求量	3600	4500	6300	7200

数据来源：《中国照明电器协会》，联合证券研究所

注：新增荧光灯产量以 2006 年国内白炽灯泡使用量 20 亿只为基础

图 7、稀土荧光粉产品结构 元/吨



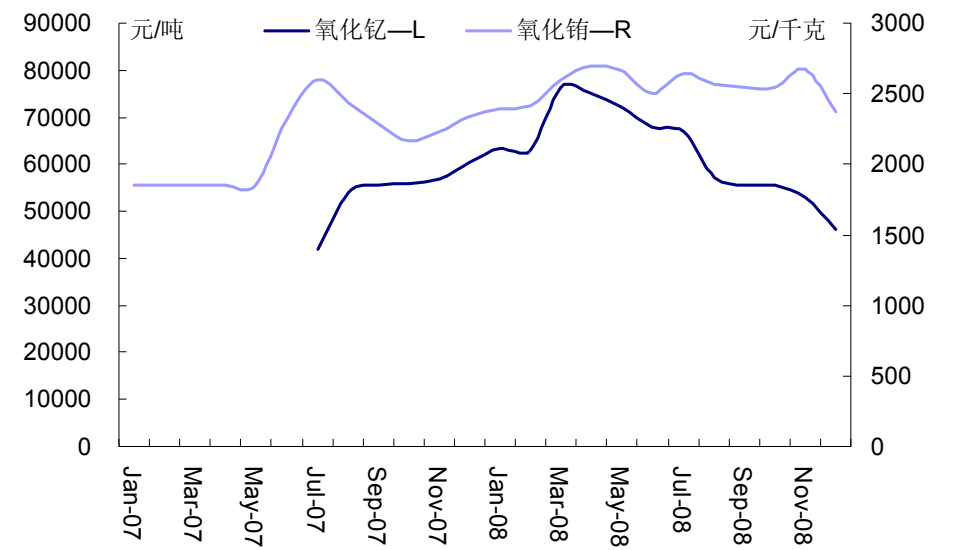
数据来源：稀土信息，联合证券研究所

表 7、2006 稀土在荧光粉领域的消费结构 %

稀土元素	重量占比	价值占比
钇	71~80	15~20
铕	6~8	40~45
铽	1~3	30~40
钆	1~2	1~5
其它（镧、铈、镨、钕）	20~25	1~5
总计	100	100

数据来源：稀土信息，联合证券研究所

图 8、氧化钇和氧化铈价格走势



数据来源：中国金属新闻网，联合证券研究所

全球及中国稀土资源概况

“中东有石油，我们有稀土”——邓小平

我国稀土资源丰富，储量占全球的 30.7%，按资源类型大致可以分为轻稀土和重稀土两类，轻稀土以北方白云鄂博（储量约 2100 万吨）、四川冕宁（储量约 220 万吨）的氟碳铈矿为主，重稀土以广东、福建地区的离子型稀土矿（储量约 100 万吨）为主。

表 8、全球稀土资源分布

	中国	独联体	美国	澳大利亚	印度	其它国家	总计
储量	2700	1900	1300	520	110	2270	8800
占比	30.7	21.6	14.8	5.9	1.3	25.8	
储量基础	8900	2100	1400	580	130	1890	15000
占比	59.3	14.0	9.3	3.9	0.9	12.6	

数据来源：USGS，联合证券研究所

由于无序开采，南方的离子型稀土矿遭到了较大破坏，储量急剧下降，国家已经降低了离子型稀土开采量，加进了对离子型稀土的保护。而内蒙白云鄂博矿属于铁稀土混合矿，在筛选铁矿后，可以进一步利用稀土矿，因此，属于国家鼓励开采的稀土资源，这从国家的稀土开采指标分配中也可以进一步得到验证。

表 9、中国稀土开采指标

分类	省（自治区）	控制指标 REO（吨）	吨
		2006	2007
	内蒙	46000	46000
	四川	31000	31000
轻稀土	山东	1200	1200
	合计	78200	78200
中重稀土	广东	700	700

广西	200	200
湖南	100	100
江西	7000	7400
云南	200	200
福建	220	220
合计	8320	8820
总计	86620	87020

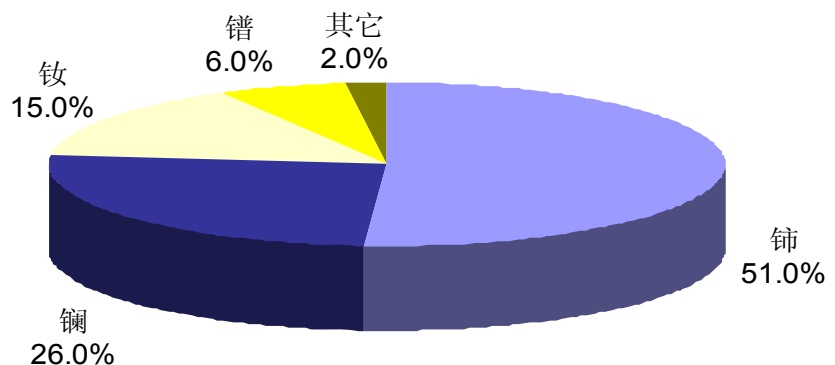
数据来源：国土资源部，联合证券研究所

公司的资源控制力日益加强

目前包钢是公司强劲资源后盾。公司本身并不拥有稀土资源，但其控股股东包钢集团拥有稀土储量占全国 80% 以上的铁稀土混合矿—白云鄂博矿。公司稀土原矿主要来源于包钢集团选矿后的强磁中矿和强磁尾矿，资源供应协议三年一签，该协议具有排他性。

图 9、白云鄂博矿稀土成分

吨



数据来源：联合证券研究所

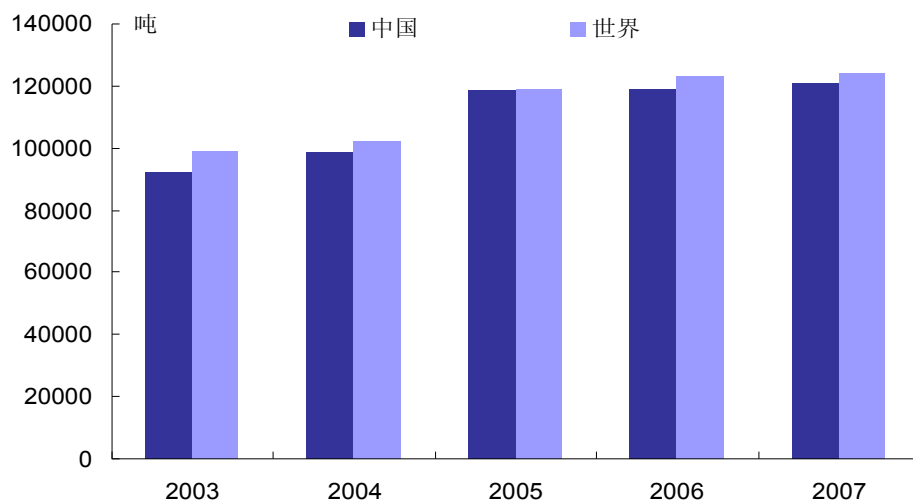
稀土精矿储备库将有效化解资源来源的不确定性风险。为提高稀土资源的回收率，并保证公司原材料供应的稳定性，公司 2008 年决定投资 6.75 亿元建设 30 万吨的稀土精矿（REO 含量 50%）储备库，30 万吨的稀土精矿将分 5 年储备。

公司正加强对稀土产品的控制

中国不仅是稀土资源大国，而且是世界稀土的主要供应国，产量一直占全球的 90% 以上，而内蒙古又是中国最大的稀土产地，从国家的开采配额可以看出，其占比一直维持在 53% 左右，可以这样说，世界稀土看中国，中国稀土看内蒙，因此，内蒙稀土供应会对中国、全球产生巨大影响。

图 10、中国和世界稀土产量

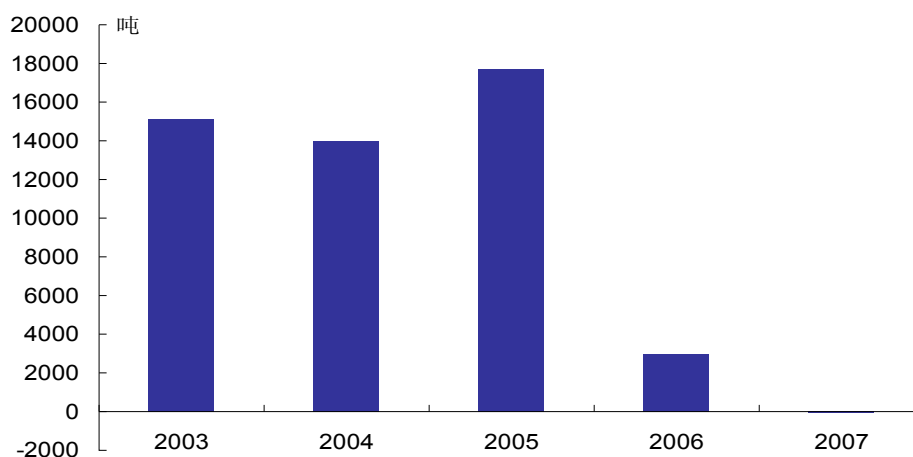
吨



数据来源: USGS, 稀土信息, 联合证券研究所

图 11、全球稀土供需平衡状况

吨



数据来源: USGS, 稀土信息, 联合证券研究所

公司新成立的包钢稀土国际贸易有限公司 08 年 12 月正式开始运营, 并将此前的易货贸易政策 (即每百吨稀土精矿需返还 6 吨氧化钕或 6.2 吨氧化镨钕, 以及 3 吨氧化镧和 9 吨氧化铈, 公司将给下游客户 40 万元加工费) 调整为直接销售碳酸稀土, 以公司碳酸稀土为原料的企业生产的全部稀土分离产品及金属, 将有国贸公司统一收购, 统一销售。

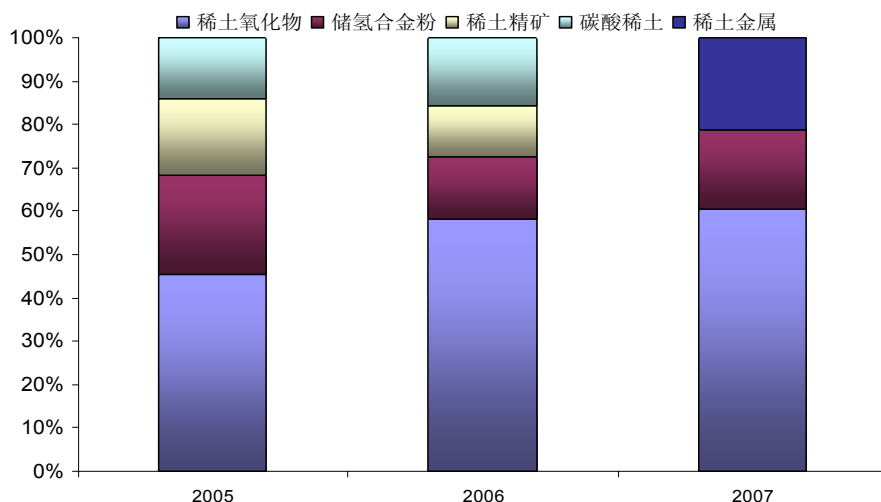
公司这一举措既保证了下游企业的正常运行, 防止小企业对资源的破坏性开采, 又通过统一收购和销售, 加强了对市场的控制, 有利于改变此前稀土行业无序开采的状况, 进而改善全球稀土供应过剩的局面。

包钢稀土的主要产品状况

目前公司主营业务仍以稀土氧化物为主, 但是储氢合金和稀土金属所占比重不断上升, 可以预见, 未来公司走深加工道路的步伐将更加坚定。

图 12、主营业务结构

%



数据来源：公司年报，联合证券研究所

在新能源材料领域，公司拥有稀土资源充足—初级产品—储氢合金粉—镍氢电池完整的产业链，优势得天独厚。子公司内蒙古稀奥科储氢合金有限公司拥有 1500 吨/年的储氢合金粉产能，内蒙古稀奥科电池极板有限公司具有 1500 万套镍氢电池极板产能，内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司拥有 700 万只 D 型动力电池或 1000 万只 C 型动力电池的产能。

估值分析及投资建议

盈利预测

由于公司 09 年起将改变此前的易货贸易政策，向下游加工企业直接出售碳酸稀土，并全部回收其分离产品，提高了稀土氧化物的回收率，因次，2009 年以后稀土氧化物较 08 年有加大的提升。

表 10、公司盈利预测及相关假设

吨，元/吨，百万元

	2008E	2009E	2010E
精矿产量	90000	90000	92000
氧化镧产量	9000	11700	11900
氧化铈产量	18500	23000	23400
氧化镨钕产量	6300	6750	6900
储氢合金粉产量	1000	1500	1500
氧化镧价格	27000	23000	25000
氧化铈价格	10000	10000	11000
氧化镨钕价格	14000	150000	172000
储氢合金粉价格	180000	200000	220000
营业收入	2130	2510	2842
营业成本	1330	1409	1489
营业利润	534	802	1023
净利润	409	616	785
EPS	0.38	0.56	0.72

数据来源：联合证券研究所

相对估值

中国是全球稀土界翘楚，包钢稀土是中国稀土业的老大。作为国内唯一的稀土类上市公司，拥有无以伦比的市场地位，将支撑其高估值水平。

稀土子行业亦存在较强的反周期因素作用，符合我们“逆流”子行业的定义（敬请参阅我们的 09 策略报告《顺流、逆流》）。在新技术、新需求的驱动下，稀土在磁性、发光、储能等新材料领域的应用前景乐观，有机会摆脱宏观经济周期的束缚。

稀土行业未来趋势将以向上为主，而向下风险相对较小。相比传统的“顺流”子行业，稀土业在行业趋势上存在着明显的比较优势。我们认为，包钢稀土跑赢行业指数的概率较大，并且有机会跑赢大盘。

相对估值，建议以 $P/E=22\sim 25$ 倍为估值区间，根据我们对公司 2009 年的盈利预测 0.56 元/股，我们认为其定价区间应在 12.40~14.00 元/股之间。

绝对估值

表 11、包钢稀土 DCF 估值			百万元
估值假设		估值过程	
贝塔值 (β)	1.3	公司核心评估价值	11368.98
无风险利率 (%)	4.5%	公司非核心价值	555.18
市场的预期收益率 (%)	10.0%	公司评估总价值	11924.52
股权资本成本 (K_e)	11.66%	减：少数股东权益	396.70
债务成本 K_d (%)	3.83%	减：债务	512.94
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	6.92%	公司内在评估价值	11014.52
WACC	11.12%	总股本	807.35
永续增长率	1.0%	每股价值	13.64

数据来源：联合证券研究所

在 DCF 估值模型下，我们得到的公司股价为 13.64 元/股。敏感性分析显示，当 WACC 在 10%~12% 之间，永续增长率在 0~2% 之间时，公司股价合理区间应在 12.82~14.74 元/股之间。

表 12、估值结果对 WACC 和永续增长率敏感性分析				
WACC		永续增长率		
6.12%	27.48	31.40	37.22	46.76
7.12%	22.86	25.45	29.05	34.39
8.12%	19.41	21.21	23.59	26.90
9.12%	16.75	18.04	19.69	21.88
10.12%	14.63	15.59	16.78	18.30
11.12%	12.92	13.64	14.52	15.62
12.12%	11.51	12.07	12.73	13.54
13.12%	10.33	10.76	11.27	11.89
14.12%	9.33	9.67	10.07	10.55
15.12%	8.47	8.74	9.06	9.43

16.12%	7.73	7.95	8.21	8.50
17.12%	7.08	7.26	7.47	7.71

数据来源：联合证券研究所

投资建议

除锂之外的又一个
“逆流”子行业

稀土行业未来趋势将以向上为主，而向下风险相对较小。相比传统的“顺流”子行业，稀土业在行业趋势上存在着明显的比较优势。我们认为，包钢稀土跑赢行业指数的概率较大，并且有机会跑赢大盘。

综合考虑相对和绝对估值方法的结果，我们认为，包钢稀土的价格中枢应为 13.64 元/股，合理区间处于 12.40~14.00 元/股之间。根据 2010 年每股收益预测 0.72 元/股，股价 13.64 元/股对应的 P/E 为 18.94 倍。

我们认为现公司股价存在低估，首次评级为“增持”。

风险提示

新技术、新需求推动的需求，尤其是新型动力汽车的推广是一种革命性的变化，没有历史数据可以借鉴，预测的难度是显见的。预测与实际结果相比，过于乐观或过于谨慎的可能性不仅存在，且概率较大。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2090	1952	2550	3360	营业收入	2500	2130	2510	2842
现金	474	433	1034	1651	营业成本	1592	1330	1409	1489
应收账款	360	475	439	528	营业税金及附加	27	18	22	26
其它应收款	97	67	84	96	营业费用	34	31	36	41
预付账款	232	163	182	193	管理费用	185	154	182	207
存货	812	714	695	760	财务费用	38	25	24	16
其他	115	100	115	131	资产减值损失	45	38	35	42
非流动资产	1613	1898	1856	1812	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	49	44	45	45	投资净收益	3	1	1	2
固定资产	1328	1548	1537	1531	营业利润	582	534	802	1023
无形资产	109	180	174	171	营业外收入	38	22	25	26
其他	127	127	100	64	营业外支出	105	28	33	38
资产总计	3703	3850	4405	5172	利润总额	515	528	794	1011
流动负债	1626	1423	1386	1425	所得税	112	119	178	226
短期借款	452	565	456	453	净利润	403	409	616	785
应付账款	501	328	361	391	少数股东损益	95	106	164	203
其他	672	530	569	581	归属母公司净利润	308	304	452	582
非流动负债	162	143	168	187	EBITDA	779	675	955	1174
长期借款	61	77	96	112	EPS (元)	0.76	0.38	0.56	0.72
其他	102	66	73	75					
负债合计	1788	1567	1554	1612	主要财务比率				
少数股东权益	397	502	666	869	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	404	807	807	807	成长能力				
资本公积	519	317	317	317	营业收入	55.3%	-14.8%	17.8%	13.3%
留存收益	595	657	1060	1566	营业利润	261.7%	-8.3%	50.3%	27.5%
归属母公司股东权益	1517	1781	2184	2690	归属于母公司净利润	325.8%	-1.5%	48.8%	28.9%
负债和股东权益	3703	3850	4405	5172	获利能力				
					毛利率	36.3%	37.6%	43.9%	47.6%
现金流量表					净利率	12.3%	14.3%	18.0%	20.5%
单位: 百万元					ROE	20.3%	17.0%	20.7%	21.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	25.5%	17.4%	27.7%	34.0%
经营活动现金流	299	266	894	833	偿债能力				
净利润	403	409	616	785	资产负债率	48.3%	40.7%	35.3%	31.2%
折旧摊销	159	116	129	136	净负债比率	28.68%	41.16%	35.57%	35.08%
财务费用	38	25	24	16	流动比率	1.29	1.37	1.84	2.36
投资损失	-3	-1	-1	-2	速动比率	0.79	0.86	1.33	1.81
营运资金变动	-435	-353	135	-109	营运能力				
其它	138	70	-8	6	总资产周转率	0.80	0.56	0.61	0.59
投资活动现金流	-278	-426	-108	-112	应收账款周转率	9	5	5	5
资本支出	196	319	76	83	应付账款周转率	4.53	3.21	4.09	3.96
长期投资	-30	-17	4	-0	每股指标 (元)				
其他	-112	-125	-27	-28	每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.38	0.56	0.72
筹资活动现金流	-18	119	-185	-104	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.37	0.33	1.11	1.03
短期借款	-36	113	-109	-3	每股净资产 (最新摊薄)	1.88	2.21	2.71	3.33
长期借款	7	16	19	16	估值比率				
普通股增加	0	404	0	0	P/E	22.40	22.74	15.28	11.85
资本公积增加	44	-202	0	0	P/B	4.55	3.88	3.16	2.57
其他	-32	-212	-94	-117	EV/EBITDA	9	11	8	6
现金净增加额	3	-41	602	617					

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。