

赵春
 0755-82960824
 zhaoc@cmschina.com.cn

2009年2月17日

厦门钨业(600549.SH)/12.31元

能源新材料产业发展形势喜人

原材料·有色金属

目标估值: 12 元

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2321
总股本(万股)	68198
已上市流通股(万股)	44626
总市值(亿元)	80.4
流通市值(亿元)	52.6
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	12.1
资产负债率	64%
主要股东	福建省冶金(控股)有限
主要股东持股比例	33.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	37	36	-33
相对表现	14	37	17



相关报告

- 《厦门钨业(600549) - 电池材料业务将成为公司业绩新增长点》 2009/1/5
- 《厦门钨业(600549) - 费用大幅结算为未来业绩提供保障》 2008/10/28
- 《厦门钨业(600549) - 对五矿长期供货将达成双方共赢》 2008/10/29
- 《厦门钨业(600549) - 大股东二级市场增持点评》 2008/9/8
- 《厦门钨业(600549) - 下半年非经营性因素消除有利公司提升业绩》 2008/8/14
- 《厦门钨业(600549) - 业绩增长的高峰期即将到来》 2008/6/6

近期,我们拜访了厦门钨业的董事长,参观了公司的能源新材料生产线,认为公司能源新材料业务发展形势喜人,即将成为公司新的业绩增长点。

- **能源新材料产业正成为公司新的增长点:** 公司是国内最具竞争力的电池材料生产企业之一,公司能够从行业后发者快速成为行业龙头主要得益于公司管理层高瞻远瞩的战略眼光、国内领先的材料研究能力和高效的经营管理能力。
- **混合动力车用贮氢合金粉订单可期。** 公司混合动力车用贮氢合金粉认证进入尾声,公司贮氢合金粉产品已经被日本松下、三洋认证试用达 3 年(松下、三洋生产混合动力车用电池给丰田配套),我们认为公司产品在 09 年通过认证的可能性非常大,届时公司车用贮氢合金粉订单将出现爆发式增长,产品毛利率预期将由目前的 10% - 15% 提升到 20% 以上。
- **福建稀土产业的整合者。** 公司发展稀土产业是出于完善能源新材料产业链考虑。福建是我国南方离子型稀土储藏的主要省份,占全国储量的 10%。公司在长汀拥有稀土矿,富含铈、铽、镱等价值较高的稀土元素,公司自主申请的稀土采矿证预期将于 09 年下半年得以批复。
- **仍看好钨资源价格。** 看好五矿对国内钨资源的整合能力。五矿通过整合江西钨资源和参股湖南有色基本控制了全球 50% 左右的钨供应,对国际钨价格已经具备较大的定价能力。此外,国家收储将支撑钨产业景气。
- **钨业务平稳过冬。** 保护性开采钨精矿导致短期产量低于预期,但不影响公司内在投资价值,钨加工业务 09 年除硬质合金仍能维持 30% 的增长外其他业务预期仍将维持 08 年产量水平。
- **房地产 09 年将大额结算。** 预期 09 年公司房地产业务结算收入在 24 亿左右,其中公司权益比重为 60% 的成都项目结算 7 亿元左右,贡献业绩 0.10 元。权益比重为 36% 的厦门项目结算 17 亿元左右,贡献业绩为 0.18 元。
- **预期 08 - 10 年 EPS 分别为 0.30 元、0.59 元和 0.70 元。** 其中房地产分别贡献 0.10 元、0.28 元和 0.20 元。08 年四季度公司对存货跌价作了较充分的计提。
- **重申“强烈推荐”投资评级:** 我们认为应该分业务对公司进行估值,给予钨业务 09 年业绩 25 倍市盈率水平,能源新材料 2 倍 PB 水平,房地产每股 2.5 元的市值,暂维持 12 元目标价位,公司是极具核心竞争力优质企业,非常具备长期投资价值,在目前市场环境下,买入并持有是最好的投资策略。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4410	4625	5296	6708	7077
同比增长	643%	5%	15%	27%	5%
营业利润(百万元)	420	339	400	854	945
同比增长	575%	-19%	18%	114%	11%
净利润(百万元)	251	201	204	400	479
同比增长	366%	-20%	2%	96%	20%
每股收益(元)	0.37	0.29	0.30	0.59	0.70
PE	34.9	43.7	42.9	21.9	18.3
PB	6.3	3.7	4.4	3.8	3.2

资料来源: 招商证券

一、能源新材料产业成为新增长点

1、公司是国内目前最具核心竞争力的电池材料生产企业之一

经过 3 年的布局和完善，公司能源新材料产业已经步入收获期，特别是贮氢合金粉业务由原先市场的新进入者成长成为行业的龙头，市场占有率达到 30%，并且仍在进一步快速增长中。

我们认为厦门钨业是国内最具竞争力的电池材料生产企业之一，公司能够从行业后发者成功成为行业的龙头，主要是原因是：

- 1、**管理层的高瞻远瞩**，公司电池材料业务布局于 3 年以前，经过两年的市场培育、技术积累和生产整合，已经形成较为完善的产业链。“机会总是给有准备的人”，厦门钨业就是那个“有准备的人”。
- 2、**材料研究技术国内领先**，公司在硬质合金粉末材料行业具备成功的经验，这些经验和技能将有助于公司在电池新材料行业取得突破。
- 3、**高效的经营管理能力**，高效的管理能力是公司低成本扩张和在其进入的所有产业获得成功的关键，基于厦钨的企业文化和管理能力，我们有理由相信他们也将能源新材料行业获得巨大成功。

此外，公司除了目前发展的贮氢合金粉、钴酸锂、磷酸铁锂外，未来还有发展荧光粉、稀土磁性材料的计划。

2、高速发展的国内贮氢合金粉行业的龙头

由于锂电池的不稳定和快速充电技术尚待解决，我们认为短期内**油电混合动力汽车仍是节能环保汽车的主流，而贮氢合金粉是汽车用电池材料的主流。**

贮氢合金粉行业发展空间巨大。一台混合动力汽车需要 70 公斤的贮氢合金粉材料，如果按未来 50 万辆的规模计算，仅车用贮氢合金粉年需求量就达 3.5 万吨。而目前中国国内贮氢合金粉需求量在 1 万吨左右，国际市场总体需求量也仅在 2 万吨左右。汽车用电池材料行业发展空间巨大。

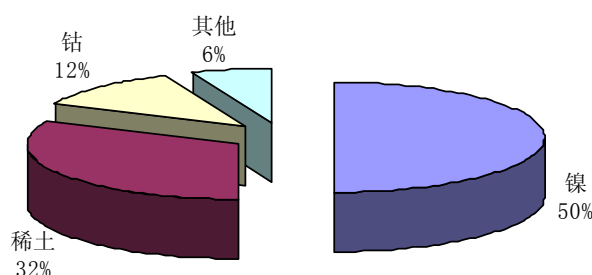
公司混合动力车用贮氢合金粉认证进入尾声，随时可能出现大额订单。混合动力车用电池材料需要经过较长时间认证，一般在 3 年左右，公司贮氢合金粉产品目前正在被日本松下、三洋认证试用（松下、三洋生产混合动力车用电池给丰田配套），认证期已达 3 年，已经将处于认证的末期，我们认为公司产品在 09 年通过认证的可能性非常大，到时公司车用贮氢合金粉订单出现爆发性增长。

预期车用贮氢合金粉材料毛利较高。混合动力车用贮氢合金粉是贮氢合金粉的高端用途，需要对产品质量、稳定性等的长期跟踪检测和认证，一旦通过认证，订单一般不会轻易改变，因此后来者具有较高的进入壁垒，产品毛利率水平也较高。公司目前贮氢合金粉下游主要为普通电池厂商，行业进入壁垒较低，毛利相对较低，特别是 08 年在镍价大幅下跌的背景下，高价镍库存的消耗也拉低了产品的毛利率水平，我们预期正常毛利率水平在 10% - 15%。

贮氢合金粉主要的原材料是镍、稀土和钴，按总量构成比例如图 1，目前生产成本在 10

万元左右，销售价格在 11 - 12 万元。

图 1：贮氢合金粉原料构成结构



资料来源：招商证券

公司目前贮氢合金粉产能为 5000 - 6000 吨，08 年产量预期在 2200 左右，09 年产量预期较 08 年增长 20% 左右。

表 1：公司贮氢合金粉产量及预测

吨	2007	2008E	2009E	2010E
贮氢合金粉	2000	2200	2600	3200

资料来源：招商证券

3、锂电池产业发展空间巨大

锂离子材料是未来电池材料行业发展的趋势，锂电池具有重量轻、储电容量大、无记忆性、使用寿命长等优点，因此成为全球电池发展的主流方向，但是由于其不稳定易爆炸，因此在应用领域也受到了一定的限制，比如混合动力车用电池材料目前主流使用的是镍氢电池。但是随着科技的发展，锂离子电池性能将不断改进、应用领域将不断扩大。

表 2：锂电池与其他电池比较

	优点	缺点	当前发展趋势
锂离子电池	比镍氢电池轻、储电容量较大、无记忆性、使用寿命长	不耐过充电，不稳定易爆炸、成本高、污染环境（因此锂电池一般需要回收）	当前国际发展的主流，性能不断改进中
镍氢电池	成本较低、稳定、环保	微有记忆性、不耐过充电、总量较重且储电容量较锂电池小、使用寿命短	发达国家正在逐步淘汰中，中国处于快速发展中
镍镉电池	成本低、稳定、耐过充电	记忆性较强、总量较重且储电容量较锂电池小、污染环境、使用寿命短	发达国家已经淘汰，中国正在淘汰中

资料来源：招商证券

公司锂电池材料业务主要是钴酸锂和磷酸铁锂，其中钴酸锂主要用于手机电池的阳极，08 年公司钴酸锂产量在 600 吨左右，预期 09 年锂电池材料产量在 1000 吨左右，目前钴酸锂产能为 1500 吨。

钴酸锂主要原料是碳酸锂和钴，1 吨钴酸锂需要 0.4 吨碳酸锂和 0.6 吨钴，目前国内钴

酸锂市场需求在 7000 吨左右，厦门钨业的市场占有率在 10% 左右。

表 3: 公司钴酸锂产量及预测

吨	2007	2008E	2009E	2010E
钴酸锂	600	600	800	1000

资料来源：招商证券研发中心

磷酸铁锂目前尚处于小批量生产，处于调整产品性能和改进生产流程的过程中，而且公司目前是比亚迪公司的锂电池材料供应商（包括钴酸锂和磷酸铁锂），已经进入比亚迪公司的供货体系，未来必将得益于比亚迪公司节能电动汽车的规模化和全球化。

4、福建稀土产业的整合者

我们认为公司发展稀土业务是出于完善能源新材料产业链考虑。06 年底，公司以 905 万元全资收购福建长汀金龙稀土。该公司主要从事稀土冶炼、加工销售草酸硫铵以及其它稀土采选原辅材料经营等。07 年公司对金龙稀土增资 6000 万元用于年处理离子型稀土矿 2000 吨生产线的技术改造，公司电池材料用稀土完全自给。

福建是我国南方离子型稀土储藏的主要省份，占全国储量的 10%。不同于包头富含钕的轻稀土，南方稀土以离子型中重稀土为主，重稀土主要应用于电池材料、催化剂等领域。公司的稀土业务目标为成为福建省稀土产业的整合者。

公司自主申请的稀土采矿证预期将在近期得以批复。由于国家对稀土资源的保护，发放采矿权证，严禁无证开采，公司拥有的长汀稀土矿，矿区面积 6.5 平方公里，富含铕(Eu)、铽(Tb)、镝(Dy)等价值较高的稀土元素，公司目前已经申请办理稀土采矿证，我们预期 09 年下半年将得以批复。

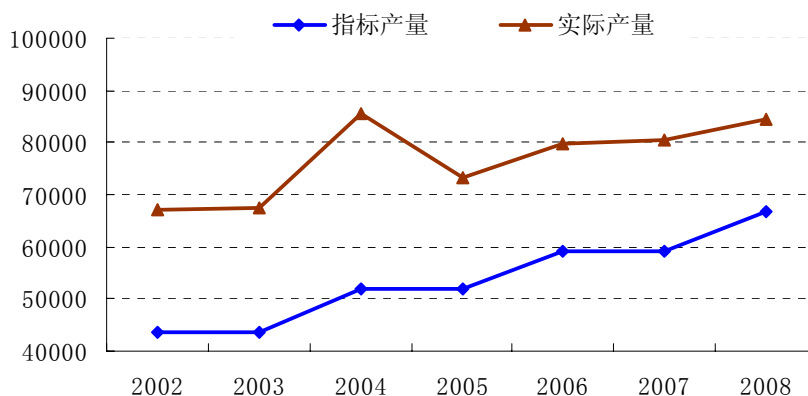
二、钨业务平稳过冬

1、仍看好未来钨精矿价格

整治走私和偷采乱采成为行业整顿的关键。中国是钨资源优势国家，钨产量占全球的70%以上，在钨价格上中国理应具备绝对的定价权。但是前期由于国内行业较为混乱，乱采、偷采、价格战、走私等行为屡见不鲜，严重影响了钨的价格。

我们从图2中可以看出，中国实际钨产量远远高于国土资源给出的指标产量。05年在前期低钨价和产业整顿力度加大的作用下，中国的实际产量出现下滑，这导致了当年价格的快速提升，而后由于高钨价的诱惑使得产业整顿逐失成效，实际钨产量有所反弹，钨价逐步走向疲软。我们认为钨产业的整治需要国家政策支持 and 行业内具备很强实力的企业出来进行整顿，而我们认为五矿有色就是这样的企业。

图2：中国钨精矿指标产量及实际产量

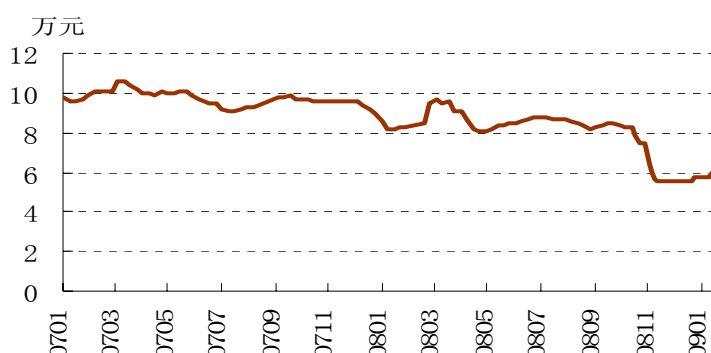


资料来源：安泰科

看好五矿对国内钨资源的整合能力。钨资源行业经过近期的整合目前产业格局已经比较明确，五矿有色在完成对江西省钨资源整合以后，再次参股40%湖南有色，已经成为全球钨资源行业的绝对龙头，基本控制了全球50%左右的钨供应，五矿已经对国际钨价格已经具备较大的定价能力。

国家收储将支撑钨产业景气。国储收储主要资源的力度正在逐步加大，这也将成为钨价格的强力支撑。虽然短期钨价仍较为低靡，但钨矿山惜售，钨矿资源收购现象频有发生，我们对未来钨价格持乐观态度。

国际钨加工企业的安全钨库存行为是导致短期钨需求低迷的主要原因之一。国际主要的钨加工企业如山德威克等之前建立了钨原料的安全边际，最低库存够公司生产经营18个月，这导致了在经济下滑的初期，这些企业通常会消耗一部分库存而非采购，因此，我们认为短期内国内钨需求低迷的情况并不能反应实际需求情况，未来随着企业补库存行为的发生，钨资源行业产业景气将提升。

图3：湖南钨金矿价格（白钨精矿（I级一类））


资料来源：安泰科

2、保护开采钨精矿导致短期产量低于预期

公司钨原料来自于控股 60% 的洛阳豫鹭矿业、控股 98.47% 的宁化行洛坑矿业和控股 90% 嘉鹭底下的废钨回收生产线。

洛阳豫鹭矿业：栾川钼业集团以一次选钼后的尾矿和技术入股，占总股份的 40%。栾川白钨储量 69 万吨，居全国第二位，原矿日处理量将上升到 15000 吨/天，钨精矿年产能（折合 65% WO₃ 钨精矿）为 4000 吨，由于豫鹭矿采用保护性开采，从矿顶的分化矿开始开采，使得 2-3 年内无论钨精矿产量和品味均下降。豫鹭矿 08 年产量为 1800 吨左右，预期 09 年产量为 2000 吨。

宁化行洛矿：该矿储量为 15 万吨，为黑白混合钨精矿，我国的黑钨矿储量已日渐稀缺的情况下，公司高层较有远见地从 1999 年起着手对白钨矿冶炼的研发，目前的冶炼生产线采用碱法分解黑钨矿，远红外热压分解处理高杂白钨矿（该技术属国内首创），能处理黑钨和白钨二种不同的矿资源。该矿设计年产能（折合 65% WO₃ 钨精矿）4000 吨，与豫鹭矿一样，行洛矿也采用保护性开采，08 年产量为 1900 吨左右，预期 09 年产量为 2600 吨。

由于采取了保护性开采，影响了公司短期内钨精矿产量、增加了采矿成本，导致公司业绩增长低于预期。但我们认为这些有利于企业的长期和谐发展，并不影响公司的内在投资价值。

表4：厦门钨业钨精矿产量及预测

	2007	2008E	2009E	2010E
洛阳豫鹭	1500	1800	2000	2500
宁化行洛坑	600	1900	2600	3500
废钨回收	1000	1500	2000	3000
钨金矿需求量	17050	21300	21300	21300
自给率	18.18%	24.41%	30.99%	42.25%

资料来源：招商证券

 注：以上钨资源均为折算成含 65% WO₃ 钨精矿

3、受金融危机影响，细钨丝业务发展低于预期

细钨丝行业全球绝对的龙头。公司掌控了全球高端节能灯 80% 的市场份额，照明 33% 的市场份额，厦门钨业“四虹”（虹鹭、虹波、虹飞、虹广）为中国第一、第二、第四和第六大钨丝制造企业。四家的产量占到了国内钨丝市场的 70% 以上。

受金融危机影响，细钨丝行业全球市场萎缩。公司作为细钨丝行业的绝对龙头，必然受到行业整体萎缩的影响。08 年公司细钨丝产量为 110 亿米左右，我们预期 09、10 年公司细钨丝产量分别为 110 亿米和 130 亿米。

表5：厦门钨业中间产品及细钨丝产量

	2007	2008E	2009E	2010E
APT（吨）	12000	15000	15000	15000
钨粉（吨）	3500	3500	3500	3500
细钨丝（亿米）	100	110	110	130

资料来源：招商证券

4、硬质合金业务仍将维持 30% 以上的增长

硬质合金业务一直是公司业务发展的重中之重，公司目前硬质合金产品主要停留在棒材等中端产品，PCV 和铣刀等高端产品占比较小，但随着 09 年公司 1000 吨 PCV 和铣刀等高端产品新增产能的投产，公司硬质合金产量大幅增加。由于公司硬质合金产业市场占有率较小，所以对行业景气程度敏感相对较小。

硬质合金业务未来几年仍将保持高速增长。08 年公司硬质合金产量在 1200 吨左右，预期 09、10 年产量分别为 1600 吨和 2200 吨。

表6：厦门钨业硬质合金产量及预测

吨	2007	2008E	2009E	2010E
混合料	500	500	500	500
硬质合金	1000	1200	1600	2200

资料来源：招商证券

三、房地产业务 09 年将大额结算

厦门滕王阁房地产公司是厦门市十大房地产公司之一，房地产业务虽然不是公司主业，但是公司控股 60% 的厦门滕王阁房地产开发有限公司经过 10 余年发展，公司在地产市场上已经形成一定的品牌。

房地产业务并不影响公司的定位，公司的战略定位是依靠硬质合金业务把企业做强，依托能源新材料业务把公司做大，房地产作为辅助发展产业不会影响公司钨深加工业务的发展。

09 年房地产业务贡献业绩为 0.28 元。公司 08 年房地产结算收入达 9 亿元左右，由于计提了较多的费用，贡献业绩在 0.1 元左右。09 年预期公司房地产业务结算收入将达 24 亿左右，其中公司权益比重为 60% 的成都项目结算 7 亿元左右，按 50% 的毛利率和 15% 的净利率计算，贡献业绩 0.10 元。公司权益比重为 36% 的厦门项目结算 17 亿元左右，按 20% 的净利率计算，贡献业绩为 0.18 元。

四、盈利预测及估值

按上述分析和假设,我们给予公司 08-10 年的业绩预测分别为 0.30 元、0.59 元和 0.70 元。其中房地产业务分别贡献 0.10 元、0.28 元和 0.20 元。

08 年四季度由于公司对高价存货的计提比较充分,因此钨业务基本不盈利,四季度业绩贡献主要来自 9 亿元的房地产收入结算产生的利润。

对于厦门钨业的估值我们认为应该采取分业务估值的方式:

钨业务是公司的核心业务,09 年行业处于低谷,预期业绩为 0.3 元,我们给予钨业务 09 年 25 倍市盈率的水平,折合股价 7.5 元。

能源新材料业务公司已经投入近 5 亿资本,我们按 PB 对该业务进行估值,给予公司 2 倍 PB 的估值水平,折合股价 1.5 元。

房地产业务我们按 RNAV 进行估值,折合市值 15 亿元,折合股价 2.5 元。

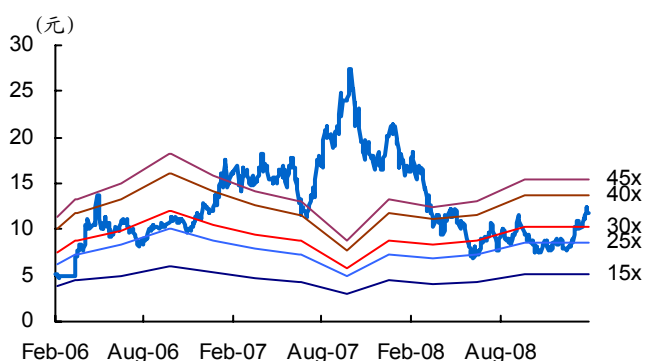
综合上述业务,我们暂维持公司 12 元的目前价格,我们认为厦门钨业是极具核心竞争力优质企业,非常具备长期投资价值,在目前市场环境下,我们认为买入并持有是最好的投资策略,维持公司强烈推荐-A 的投资评级。

表 7: 盈利预测简表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业总收入	4410	4625	5296	6708	7077
营业成本	3595	3902	4406	5273	5598
营业税金及附加	50	76	132	134	142
营业费用	61	75	106	134	106
管理费用	196	132	185	235	212
财务费用	93	90	66	78	74
营业利润	420	339	400	854	945
利润总额	432	379	400	854	945
减: 所得税	71	77	81	173	191
净利润	361	303	319	682	754
减: 少数股东损益	109	102	115	281	275
归属母公司净利润	251	201	204	400	479
每股收益	0.37	0.29	0.30	0.59	0.70

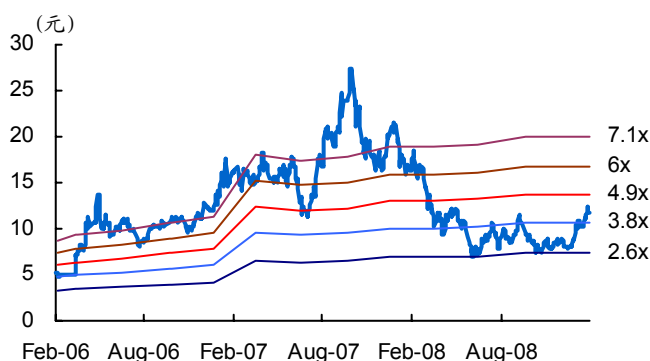
资料来源: 招商证券

图 4: 厦门钨业 PE - Band



资料来源: 招商证券

图 5: 厦门钨业 PB - Band



敬请阅读末页的重要说明

表 8: 公司季度盈利指标数据

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	1-3Q08
一、营业总收入	824	1326	1006	1469	951	1157	1342	3450
二、营业总成本	777	1245	950	1315	913	1064	1221	3198
其中：营业成本	714	1154	889	1146	824	942	1092	2858
营业税金及附加	4	10	4	58	14	28	50	92
营业费用	12	15	14	35	23	25	20	67
管理费用	27	32	27	47	38	40	43	121
财务费用	21	25	21	23	15	12	14	40
资产减值损失	-1	10	-6	8	0	18	2	20
三、其他经营收益	0	0	1	0	0	0	0	0
四、营业利润	48	81	56	154	39	93	121	253
加：营业外收入	2	7	3	30	2	1	9	12
减：营业外支出	0	0	0	1	0	2	4	7
五、利润总额	49	88	59	183	41	91	126	258
减：所得税	3	15	6	52	14	17	23	54
六、净利润	46	72	53	131	27	74	102	203
减：少数股东损益	14	20	20	47	10	16	39	65
七、归属母公司净利润	32	52	33	84	17	58	64	139
收入增长率	-10%	24%	-28%	51%	15%	-13%	33%	9%
毛利率	13%	13%	12%	22%	13%	19%	19%	17%
营业利润率	6%	6%	6%	10%	4%	8%	9%	7%
净利率	6%	5%	5%	9%	3%	6%	8%	6%
营业费率	1%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	2%
管理费	3%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	4%
实际税率	6%	18%	10%	28%	34%	19%	19%	21%

资料来源：公司公告

参考报告:

- 1、《厦门钨业（600549）- 电池材料业务将成为公司业绩新增长点》 2009/1/5
- 2、《厦门钨业（600549）- 费用大幅结算为未来业绩提供保障》 2008/10/28
- 3、《厦门钨业（600549）-对五矿长期供货将达成双方共赢》 2008/10/29
- 4、《厦门钨业（600549）- 大股东二级市场增特点评》 2008/9/8
- 5、《厦门钨业（600549）- 下半年非经营性因素消除有利公司提升业绩》 2008/8/14
- 6、《厦门钨业（600549）- 业绩增长的高峰期即将到来》 2008/6/6
- 7、《厦门钨业（600549）- 08 年步入业绩高速增长期》 2008/3/18
- 8、《厦门钨业（600549）- 四大业务拉动公司业绩快速增长》 2007/9/10
- 9、《厦门钨业（600549）--有色金属行业未来的“tenbagger”》 2007/3/15

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	5193	6726	6835	6561	6777
现金	278	1090	491	200	592
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	46	112	90	114	120
应收款项	490	530	570	723	762
其它应收款	64	102	106	117	123
存货	3963	4587	5287	5273	5038
其他	353	306	291	134	142
非流动资产	1373	1835	1939	2003	1968
长期股权投资	16	26	24	24	24
固定资产	839	1014	1638	1719	1698
无形资产	113	185	167	150	135
其他	405	609	111	111	111
资产总计	6567	8561	8774	8564	8745
流动负债	3455	3022	3493	2661	2159
短期借款	1473	613	300	369	300
应付账款	297	317	357	427	453
预收账款	833	1439	2027	1582	1120
其他	852	653	809	283	286
长期负债	739	2370	1824	1824	1824
长期借款	397	1870	1337	1337	1337
其他	342	500	487	487	487
负债合计	4194	5392	5317	4485	3983
股本	480	525	682	682	682
资本公积金	114	701	544	544	544
留存收益	477	574	747	1087	1494
少数股东权益	1301	1370	1485	1766	2042
母公司所有者权益	1071	1799	1973	2313	2720
负债及权益合计	6566	8561	8775	8564	8745

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	308	276	279	512	706
净利润			204	400	479
折旧摊销			112	135	136
财务费用			66	78	74
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(258)	(395)	(260)
其它			155	293	278
投资活动现金流	(1274)	(561)	(262)	(200)	(100)
资本支出			(300)	(200)	(100)
其他投资			38	0	0
筹资活动现金流	909	1082	(616)	(603)	(214)
借款变动			(509)	(464)	(69)
普通股增加			157	0	0
资本公积增加			(157)	0	0
股利分配			(31)	(60)	(72)
其他			(77)	(78)	(74)
现金净增加额	(57)	797	(599)	(291)	392

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4410	4625	5296	6708	7077
营业成本	3595	3902	4406	5273	5598
营业税金及附加	50	76	132	134	142
营业费用	61	75	106	134	106
管理费用	196	132	185	235	212
财务费用	93	90	66	78	74
资产减值损失	3	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	1	0	0	0
营业利润	420	339	400	854	945
营业外收入	14	42	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	432	379	400	854	945
所得税	71	77	81	173	191
净利润	361	303	319	682	754
少数股东损益	109	102	115	281	275
母公司所有者净利润	251	201	204	400	479
EPS (元)	0.37	0.29	0.30	0.59	0.70

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	643%	5%	15%	27%	5%
营业利润	575%	-19%	18%	114%	11%
净利润	366%	-20%	2%	96%	20%
获利能力					
毛利率	18.5%	15.6%	16.8%	21.4%	20.9%
净利率	5.7%	4.3%	3.9%	6.0%	6.8%
ROE	18.1%	8.6%	10.4%	17.3%	17.6%
ROIC	9.9%	5.9%	6.6%	12.9%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	63.9%	63.0%	60.6%	52.4%	45.5%
净负债比率	29.9%	31.3%	24.7%	19.9%	18.7%
流动比率	1.5	2.2	2.0	2.5	3.1
速动比率	0.4	0.7	0.4	0.5	0.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.8	0.8
存货周转率	2.1	1.1	1.1	1.3	1.4
应收帐款周转率	14.9	9.1	9.6	10.4	9.5
应付帐款周转率	17.9	12.7	13.1	13.5	12.7
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.29	0.30	0.59	0.70
每股经营现金	0.00	0.00	0.41	0.75	1.04
每股净资产	2.04	3.43	2.89	3.39	3.99
每股股利	0.00	0.05	0.04	0.09	0.11
估值比率					
PE	34.9	43.7	42.9	21.9	18.3
PB	6.3	3.7	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	28.8	32.9	27.5	14.9	13.7

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色行业研究员，4 年以上证券研究从业经验，2 年以上有色行业研究从业经验。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。