

增持 维持

宝钛股份（600456）

2009 年 04 月 08 日

股票价格

20090407 收盘价	20.49 元
6 个月内目标价	23.50 元
52 周内股价波动	9.00-49.00 元

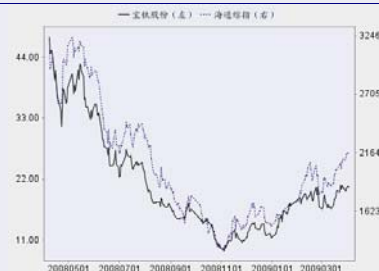
主要估值指标

	2008	2009E	2010E
市盈率	29.29	30.58	20.59
市净率	2.14	2.00	1.86
PEG	1.19	1.24	0.84
EV/EBITDA	17.42	16.54	10.94

股本结构

总股本（万股）	43026.57
流通 A 股（万股）	20254.47
B 股/H 股（万股）	0.00/0.00

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

有色金属行业 2009 年投资报告 2008.12.25

有色金属行业分析师

杨红杰

电话：021-23219406
Email：yanghj@htsec.com

短期发展面临困难 长期前景依然看好

公司目前面临需求不足的困难，原料价格下跌以及民用钛材市场竞争加剧降低了公司的盈利能力。但从长期看，由于我国钛材需求仍处于起步阶段，军工、航空以及民用钛材需求的高峰期还没有到来，所以公司长期发展前景依然看好。我们认为，公司在 2010 年之后将进入快速发展阶段，维持公司“增持”评级。

主要财务数据及预测

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率（%）	-40.92	-4.23	48.51	29.60
毛利率（%）	23.74	21.90	24.66	25.98
净资产收益率（%）	7.87	7.01	9.74	11.71
每股经营性现金流（元）	-0.10	2.26	1.80	2.14
每股收益（元）	0.70	0.67	0.99	1.29

资料来源：海通证券研究所

- **公司目前面临需求不足的困难。**公司自 2008 年四季度以来一直面临着市场需求不足以及海绵钛价格下跌的双重压力，公司的盈利能力也出现了大幅下滑。我们认为，2009 年全球钛材需求市场难以有效复苏，尤其是航空钛材的需求低于预期，将增加公司出口的难度。国内市场需求目前还没有复苏的迹象，我们认为下半年有可能回升，但公司面临的竞争也较为激烈。我们看好未来军工钛材的需求，并认为军工钛材市场最有可能实现快速增长。
- **公司高附加值产品生产项目大都在 2010 年竣工。**公司 2009 年竣工项目较少，大部分高附加值产品生产项目都在 2010 年及之后竣工。未来能够给公司带来快速发展的项目主要是钛带和万吨快锻机生产线，公司废料回收项目能够提高公司废料的回收能力，对公司盈利能力的提升也不容忽视。
- **海绵钛价格已经触底，但仍然面临过剩压力。**海绵钛价格从 2006 年最高的 20 多万元/吨，一直下降到 5 万元/吨左右，下降的幅度居有色金属品种前列。我们认为，海绵钛价格已经触底，不会进一步下降，这有利于公司稳定钛材价格和安排生产经营。但是，我们认为海绵钛价格很难快速回升，主要原因是目前我国海绵钛产能严重过剩，而且这种状况短期内难以改变。
- **公司 2010 年之后将进入发展快车道。**我们判断公司能够进入快速发展周期的主要原因：一是我国军工尤其是空军发展非常落后，其核心设备——发动机仍然没有实现自主供应，但这是我国必须解决的难题，一旦我国空军发动机实现批量生产，钛材需求量将获得快速提升；二是我国大飞机项目将为公司 2015 年之后的发展提供了庞大的市场需求。
- **盈利预测与投资建议。**根据市场需求状况以及公司自身的生产能力，我们预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.67 元、0.99 元和 1.29 元。综合 PE 相对估值法和海通 DCF 绝对估值结果，我们认为公司增发以后的合理股价区间为 20.10—23.63 维持公司“增持”的投资评级。
- **主要不确定因素。**公司新建项目竣工情况、原料和产品市场价格的变动、军工、出口等市场的突然变动等。

目 录

投资要点.....	3
1. 公司未来钛材产能及产量分析	4
2. 公司新建项目进展情况分析.....	4
3.全球钛材生产和需求简析	5
4.公司主营业务分析	6
5.公司盈利预测	8
5.1 公司钛材产销量的预测	8
5.2 公司钛材盈利能力预测	8
6.公司估值.....	9
6.1 公司 DCF 估值.....	9
6.2 公司 PE 估值	9
6.3 合理价格区间	10
财务报表分析和预测	11

投资要点

我们近期对宝钛股份进行了调研,主要了解公司目前的盈利能力以及2009年的市场需求状况。综合了解,我们认为,公司在2009年确实面临着产品价格较低、盈利能力下降等问题。公司在军工和出口方面全年的情况仍然难以看清,但我们认为军工需求不会出现回落,并且有可能保持增长,而出口状况上半年不容乐观。民用钛材价格能否回升仍然是公司盈利能否好转的重要因素。

我们预测认为,公司2009年净利润不会出现较大幅度的下滑,主要原因是:军工钛材需求不会出现下降,而且有可能出现上升;出口虽然因波音和空客生产不顺而减少,但对其他国家的钛材出口有望弥补一部分损失;民用钛材市场受到的影响较大,但我们认为目前应该是我国民用钛材市场最差的时期,未来有望逐步好转。我们预测公司2009-2011年每股收益为0.67元、0.99元和1.29元,维持公司“增持”评级,依然看好公司2010年之后的发展趋势。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 军工钛材需求将保持稳定增长,而且公司在军工钛材供应中处于绝对优势地位,军工钛材需求能够保证企业的盈利底线。
- 公司目前的盈利能力应该处于周期底部,未来有望获得稳步提升,尤其是在2010年之后,高附加值产品比重的增加将明显提高公司的盈利能力。
- 出口市场将由于公司产品价格较低而保持相对稳定,长期看有可能保持小幅增长。

不确定因素

- 军工订单目前仍然不稳定,批量小,批次多,给公司带来较大的压力。
- 海绵钛价格虽然处于历史低位,但是何时能够回升仍然无法确定。
- 出口市场受经济危机影响萎缩严重,能否继续靠价格打开市场还有待观察。
- 新建项目竣工情况。

1. 公司未来钛材产能及产量分析

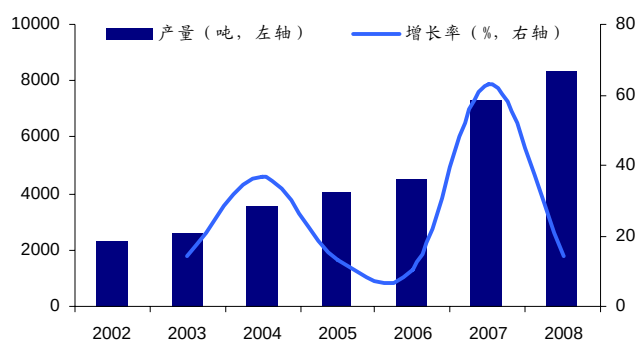
2010 年公司钛材产能有望达到 16000 吨，为 2008 年的两倍。根据调研情况，2009 年公司钛材生产能力将上升到 12000 吨，主要是公司钛棒丝材生产线改造项目以及钛合金板材扩能技术改造项目的完成所致。而到 2010 年，公司募集资金项目将会陆续投产，公司钛材产能将达到 16000 吨。

公司 2009 年钛产品销售量难以获得增长，基本保持在 8480 吨左右。公司 2009 年上半年钛产品订货情况基本正常，但下半年订货情况目前还无法确定。我们对民用、军工和出口三部分产品进行分析如下：民用钛材需求在 2009 年面临较大困难，公司无论从生产能力方面还是从加工成本方面都具有较大优势，根据公司的战略，只要是值得跟踪的较大订单，公司就要想方设法争取到，因此公司民用钛材订单是否饱满主要是看下游行业的需求量；军工钛材需求目前仍然处于起步阶段，2009 年订单量应该不会低于 2008 年，我们预计 2009 年-2010 年军工订单量有望保持 6% 左右的增长速度；出口订单波音和空客生产推迟的问题，但是我们认为这些订单会逐步履行，只是时间无法确定，而公司对日本等国家的出口订单有望保持增长，总体来看，出口情况低于前期预测。

我们认为，2010 年公司产销量有望达到 10260 吨，低于前期的预测。我们对公司 2010 年的预测假设条件为：一、全球经济最困难的时期已过，钛材下游行业投资开始回升；二是军工需求加速；三是波音和空客大型飞机制造能够恢复。我们认为，到 2010 年公司设备产能完全能够满足市场需求，尤其是增发项目的实施，将为公司开辟新的应用领域。

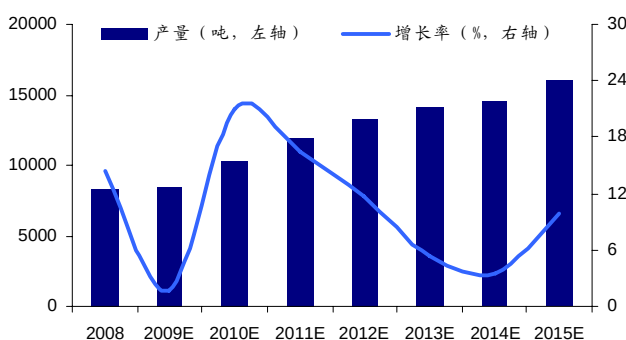
公司未来钛材需求增长将主要依靠于军工和大飞机制造项目，民用钛材及出口市场难以获得快速发展。在 2015 年之前，我们认为中国钛材需求的主要增量应该在航天和军工方面，民用钛材需求增量相对稳定，但是因竞争比较激烈，所以利润贡献有限。2015 年之后，由于我国大飞机项目进入了生产阶段，因此对钛材的需求将会逐步增加，公司将是大型飞机项目受益最大的钛材生产企业。

图 1 公司 2002 年以来钛材产销量及增长趋势



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

图 2 公司 2015 年之前钛材产量预测



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

2. 公司新建项目进展情况分析

到 2010 年，公司熔铸工序将形成 25000 吨的生产能力。公司募集资金项目部分已经建成投产，但高附加值产品生产项目目前还没有建成，这也是制约公司盈利能力提高的主要因素。公司目前拥有 10 吨真空自耗炉 9 台，未来继续增加 2 台，从而使得 10 吨真空自耗炉达到 11 台。公司 EB 炉目前已经进入了正常生产阶段，纯钛熔炼技术已经基本稳定。总体来看，公司熔铸工序产能“瓶颈”已经解决。

我们认为，钛带生产线和万吨自由锻压机项目是公司 2010 年之后的重要增长点。

目前我国还没有钛带生产线，宝钛股份本次投资的钛带生产线是目前国内唯一的一条生产线。钛带生产线建设项目计划投资 47500 万元，目前已累计投入资金 5667.25 万元，轧机等部分设备已签订订货合同，厂房及公共辅助系统已开始施工前准备工作。该项目投资总额为 47500 万元，经公司董事会决定，在建设内容不变的情况下，用自有资金增加投资 15000 万元，项目投资总额变更为 62500 万元。万吨自由锻项目是公司另一个重点项目，未来主要用作大型锻件生产，填补国内空白。该项目计划投资 32900 万元，本报告期实际投入资金 9952.14 万元，累计投入资金 9952.14 万元。目前主要机组设备已签订合同，该设备已处于制造阶段。

表 1 公司主要项目进展情况

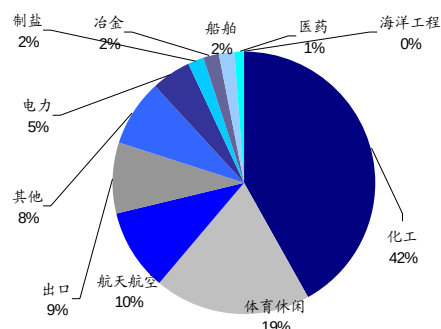
项目名称	投资总额 (万元)	已完成投资额 (万元)	预计投产年度
2006 年非公开增发募集资金项目			
5000 吨熔铸能力项目	14600.00	14075.22	大部分已投产
钛棒丝材生产线技术改造项目	16000.00	16264.51	2009 年二季度
钛合金板材扩能技术改造项目	13198.10	14361.68	已投产
钛及钛合金材料工程技术中心项目	5000.00	3640.75	已投入使用
钛及钛合金废料处理线项目	13000.00	7740.92	2009 年底
收购宝钛集团 2500 吨快锻机项目	11255.49	11255.49	已投产
2008 年公开增发募集资金项目			
钛带生产线建设项目	62500.00	5667.25	2010 年中期
万吨自由锻压机项目	32900.00	9952.14	2010 年中期
钛及钛合金熔铸扩能及辅助设施建设项目	21210.80	141.10	2010 年中期
收购宝钛集团为万吨自由锻压机项目配套的资产	7518.27	6324.14	已实施完毕
收购宝钛集团控股子公司陕西宝钛新金属有限责任公司钛棒丝材生产线	7345.87	8710.08	已实施完毕
增资控股锦州华神钛业有限公司	20000.00	20000.00	已实施完毕

资料来源：海通证券研究所

3.全球钛材生产和需求简析

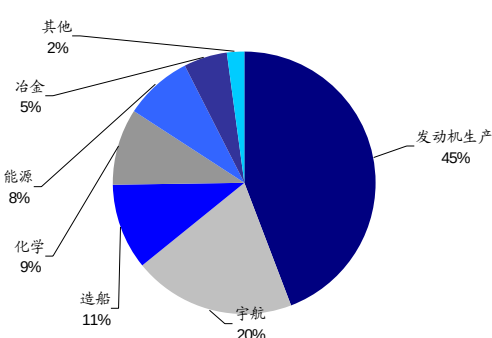
从全球来看，虽然受经济危机影响，钛材市场需求短期内出现疲软，但钛材需求总体仍将呈现增长态势。公司在 2009 年可能会受到市场需求不振的影响，但是从中长期看，中国对钛材的需求仍将呈现稳定增长态势，在 2010 年之后有望进入快速增长周期。我们得出这一结论的基本理由有三点：一是中国航天航空业将进入快速发展期；二是中国军工尤其是空军和海军装备落后，未来升级换代将消耗大量的钛材；三是大飞机项目将带动中国钛材需求迈上一个新的台阶。

图 3 我国钛材应用领域分布基本情况



资料来源：海通证券研究所

图 4 俄罗斯钛材应用领域分布基本情况



资料来源：海通证券研究所

从长远看,目前我国钛材需求仍处于起步阶段。钛材应用十分广泛,目前主要应用在石化、冶金、交通运输、生物工程、海洋工程与建筑、体育休闲用品、计算机、军工和船舶等。我国目前主要钛材需求领域是化工、体育休闲、航天航空等行业,在很多行业里面的应用还有待于推广。我国军工和航天航空占钛材总消费量的比重较小,在造船领域里面的消费比重微乎其微,而这些都是未来我国钛材需求的主要领域。从目前的市场开发情况看,我国钛材需求还处于起步阶段,真正的需求旺盛周期还没有到来。

表 2 俄罗斯钛材需求量持续增长 (吨)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
宇航	3406	2438	2010	1950	3240	5138
造船	301	850	1268	1260	970	2205
能源	258	401	290	500	380	188
石油天然气开采	0	100	59	0	0	0
化学	64	75	20	60	80	148
冶金	188	123	160	150	220	180
其他	71	70	214	129	500	141
内需合计	4288	4057	4051	4049	5390	7820

资料来源:海通证券研究所

全球钛材生产主要集中在俄罗斯、美国、日本和中国。从目前看,全球钛材生产主要集中在美国、俄罗斯、日本、中国、英国、法国、德国、意大利等 8 个国家。在俄罗斯,钛材生产主要集中在 VSMPO-AVISMA、VISL 以及 STC 三家公司,其中 VSMPO-AVISMA 有海绵钛和钛材生产能力,而 VISL 和 STC 以熔铸为主。

美国钛材生产企业主要为 TIMET、RTI 和 ATI,其产量占美国钛加工总量的约 90%。TIMET 公司是美国最大的钛加工企业,通过近几年的兼并和联合,现已控制了欧洲大部分钛材加工企业,也是波音公司最大的钛材供应商。日本海绵钛生产厂家主要是住友和东邦。中国海绵钛生产厂家不断增加,已出现产能过剩的状况;钛材生产企业主要有宝钛股份、西部钛业、沈阳钛镍、上海五钢等。

全球钛材需求在 2010 年仍然有望达到 10 万吨。我们认为,目前的全球经济危机对钛材的需求产生了重大影响,化工和航空业对钛材的需求出现了下降。但从长期看,未来全球化工和航空航天业对钛材的需求仍将有望增长,而钛材在体育休闲、交通运输以及建筑等行业里面的应用将会获得稳定增长。我们综合来看,在目前海绵钛生产工艺没有实现重大突破的情况下,钛材对相关材料(如不锈钢、铜等)的替代将会越来越广泛,一旦海绵钛生产成本能够继续降低,钛作为“第四金属”将有可能获得大范围的应用,当然这种趋势需要海绵钛生产技术的突破。

表 3 全球钛材需求量预测

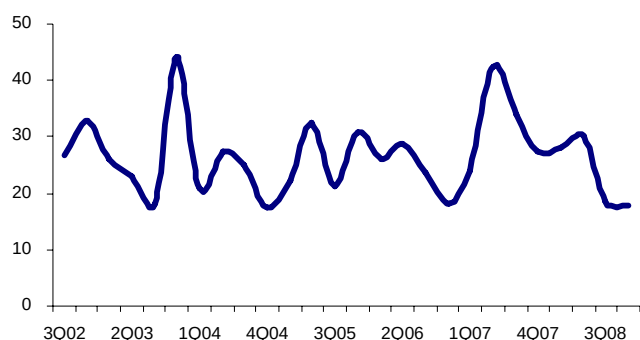
年份	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
数量(吨)	72873	79216	84287	88680	92898	107000

资料来源:海通证券研究所

4.公司主营业务分析

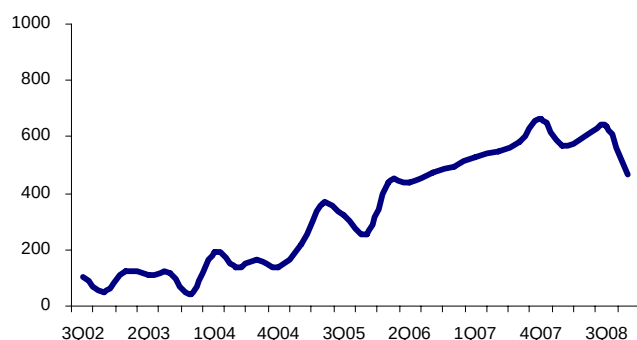
受市场需求低迷影响,公司 2008 年下半年盈利能力大幅下降。公司在 2008 年四季度盈利能力出现了大幅度下滑,根据公司的解释,主要原因是钛材价格大幅下滑所致,而高价原料也是公司盈利能力下降的主要因素之一。我们认为,由于公司钛材生产主要由三块业务组成:军工、民用和出口,而军工和出口在每个季度的销售量极不均匀,使得公司毛利率波动较大。2008 年公司整体毛利率出现了下滑,主要原因是市场价格下跌所致。

图 5 公司 2002 年以来销售毛利率的变化趋势 (%)



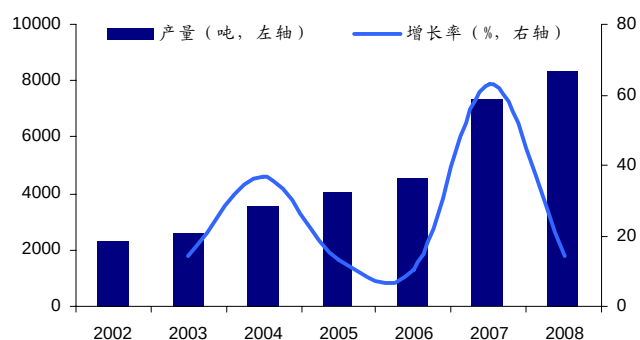
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 6 公司 2002 年以来营业收入的变化趋势 (百万元)



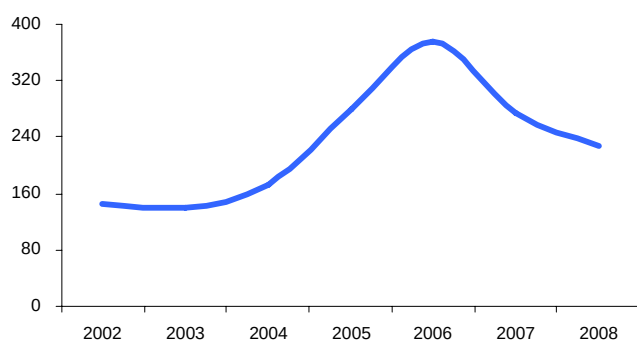
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 7 公司 2002 年以来钛材销量的变化趋势



资料来源: WIND, 海通证券研究所

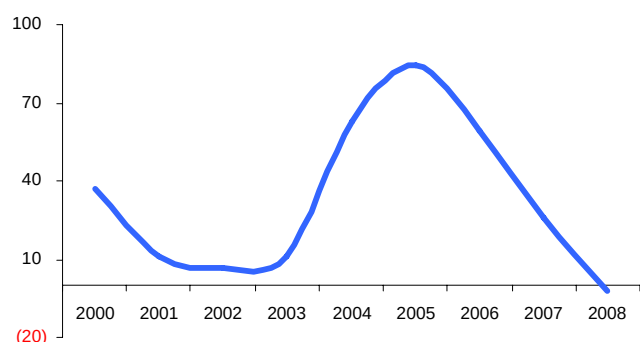
图 8 公司 2002 年以来钛材销售价格的变化趋势 (千元/吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

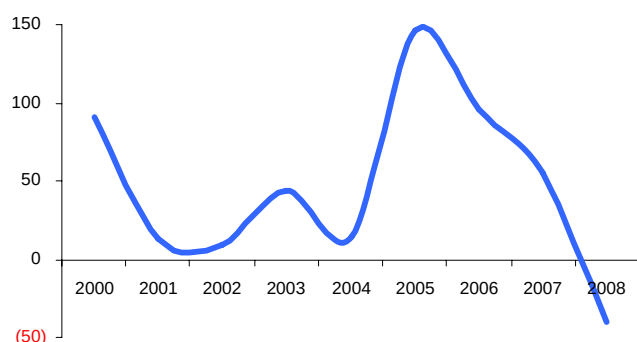
公司在 2008 年受钛材价格下滑影响, 公司营业收入、营业利润等指标均出现了同比下降的趋势。我们预计, 2009 年公司营业收入以及相关指标增幅仍然有限, 但每股净资产仍将保持稳定增长。

图 9 公司 2000 年以来营业收入同比增长率 (%)



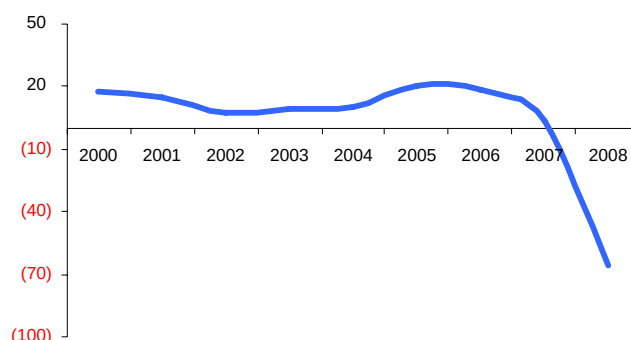
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 10 公司 2000 年以来营业利润同比增长率 (%)



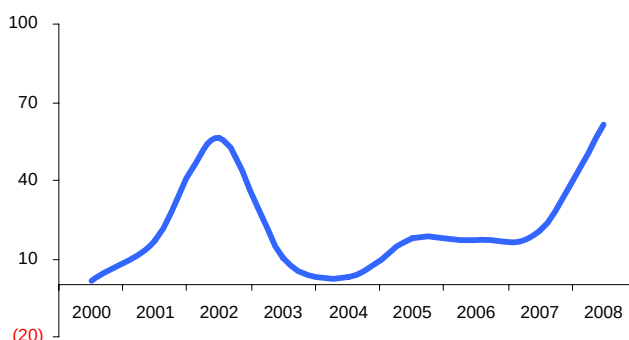
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 11 公司 2000 年以来净资产收益率同比增长率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 12 公司 2000 年以来每股净资产同比增长率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 公司盈利预测

为了较好的预测公司未来三年的盈利情况, 我们对公司做如下预测:

5.1 公司钛材产销量的预测

我们认为钛材价格较低有利于钛材在下游领域的推广, 未来随着经济的逐步复苏, 民用钛材需求量将快速提升; 军工钛材需求的快速增长主要是由于我国航天航空事业的发展所致; 出口订单增长相对缓慢, 我们认为国际需求将远低于国内需求增长速度, 但公司在钛材出口价格方面占有优势, 公司钛材出口仍然有可能保持稳定。

表 4 公司未来几年钛材产销量预测 (吨)

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
民品	3680	4560	5650	7000	7460	7800
军品	1950	2500	2950	3150	3350	3450
出口	2850	3200	3350	3200	3250	3300
合计	8480	10260	11950	13350	14060	14550

资料来源: 海通证券研究所

5.2 公司钛材盈利能力预测

我们根据未来几年我国及全球钛材需求情况以及供需情况, 预测公司未来几年钛材销售价格, 并根据海绵钛价格走势预测, 估计公司钛材销售毛利率。具体数据如下:

表 5 未来几年公司钛材销售价格及毛利率预测

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
价格 (万元)						
民用	16.50	17.50	18.00	18.50	18.30	18.50
军工	35.20	38.20	40.00	40.50	40.00	40.00
出口	18.70	19.20	20.00	21.00	21.00	21.00
毛利率 (%)						
民用	13.94	15.43	15.56	15.68	18.03	18.38
军工	42.61	44.50	45.50	46.42	48.00	48.50
出口	18.72	20.31	22.00	24.76	27.62	27.14

资料来源: 海通证券研究所

6. 公司估值

根据海通证券盈利预测模型,我们测算出公司 2009-2011 年的摊薄每股收益分别为 0.67 元、0.99 元和 1.29 元。关于宝钛股份未来三年的预测报表,可以参见本文后的附表。

6.1 公司 DCF 估值

表 6 海通证券 DCF 估值模型的基本假设

无风险收益率 (%)	3.50	现值总额 (万元)	211055.14
风险溢价 (%)	8.00	终值现值 (万元)	557347.56
海通贝塔值	1.25	企业核心价值 (万元)	768403
股权成本 (%)	13.50	现金余额 (万元)	125662.69
债权成本 (%)	6.00	成本法投资 (万元)	3955.66
目标资产负债率 (%)	40.00	短期投资 (万元)	--
边际税率 (%)	16.00	资产价值 (万元)	898021.06
加权资本成本 (%)	10.12	债务价值 (万元)	53302.98
永续增长率 (%)	1.00	内在股权价值 (万元)	844718.08
		总股本 (万股)	43026.57
		内在每股价值 (元)	19.63

资料来源: 海通证券研究所

表 7 DCF 估值敏感性分析 (元)

		g					
	19.63	0.00%	0.50%	0.75%	1.00%	1.50%	2.00%
	7.00	26.79	28.40	29.30	30.28	32.50	35.16
	8.00	23.30	24.47	25.12	25.81	27.36	29.16
	9.00	20.61	21.49	21.97	22.48	23.60	24.88
WACC(%)	10.00	18.46	19.14	19.51	19.89	20.74	21.69
	11.00	16.71	17.25	17.53	17.84	18.49	19.22
	12.00	15.26	15.69	15.92	16.16	16.68	17.25
	13.00	14.04	14.39	14.58	14.77	15.19	15.64

资料来源: 海通证券研究所

取折现率 9% - 11%, 永续增长率 0.75% - 1.50%, 利用海通估值模型计算, 宝钛股份的内在价格在 17.53 - 23.60 元之间。基于以上假定以及 10.12% 的贴现率、1% 的永续增长率和 40% 的目标资产负债率, 用海通 DCF 估值模型计算公司内在价值。DCF 估值模型结果显示, 宝钛股份的每股内在合理价格为 19.63 元。

6.2 公司 PE 估值

我们认为, 公司作为高端产品的加工企业, 其产品的不可替代性决定了其应该享有估值溢价。目前, 国内上市公司没有与该公司品种相同或者相近的可比公司, 我们选取有色金属加工类上市企业作为参考, 再考虑公司的优势, 对公司做出相对合理的估值水平, 对公司的合理股价进行预测。

我们选取南山铝业、新疆众和、海亮股份、栋梁新材、东方钽业以及包钢稀土作为

参照公司，基于公司独特的优势，我们给予宝钛股份 2009 年 30 倍和 2010 年 25 倍的 PE 来进行计算，得出公司的目标价应该在 20.10 元-24.75 元之间。

表 8 国内相关公司的业绩及 PE 预测

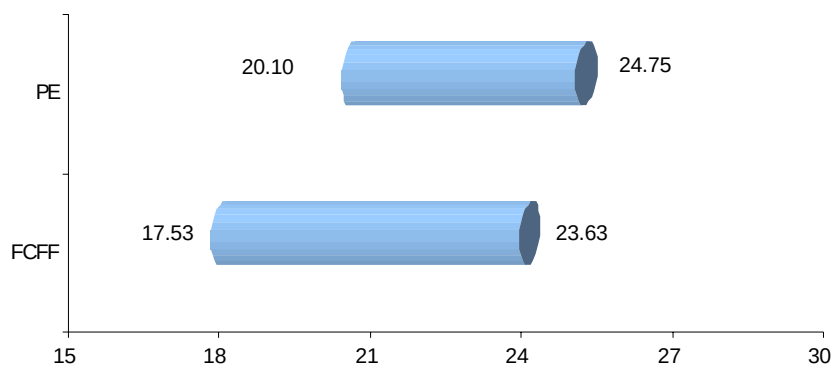
公司名称	4 月 7 日收盘价 (元)	2009E		2010E	
		EPS (元)	PE (X)	EPS (元)	PE (X)
包钢稀土	19.30	0.44	43.86	0.54	35.74
南山铝业	10.05	0.56	17.95	0.82	12.26
海亮股份	11.45	0.52	22.02	0.67	17.09
栋梁新材	7.85	0.48	16.35	0.55	14.27
东方钽业	10.55	0.18	58.61	0.29	36.38
新疆众和	11.29	0.76	14.86	0.93	12.14
		平均:	28.94		21.31

资料来源：海通证券研究所

6.3 合理价格区间

在对宝钛股份做 DCF、PE 分析之后，我们可以得到公司股票合理价值区间。

图 13 各种估值方法结果比较 (元)



资料来源：海通证券研究所

综合 DCF、PE 的估值结果，我们认为公司股票合理价值区间为 20.10—23.63 元，公司 4 月 7 日的股价为 20.49 元，综合考虑维持公司“增持”评级。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	29.29	30.58	20.59	15.89
P/B	2.14	2.00	1.86	1.73
P/S	3.88	3.97	3.19	2.70
EV/EBITDA	17.42	16.54	10.94	8.09

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	0.27	0.32	0.37	0.39
借款/股东权益	0.11	0.12	0.14	0.15
已获利息倍数	35.91	20.14	24.34	28.92
流动比率	4.06	3.17	2.83	2.90
速动比率	2.53	2.13	1.96	2.17
现金比率	1.35	1.32	1.29	1.56

盈利能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	23.74	21.90	24.66	25.98
息税摊销折旧利润率	20.13	21.25	25.13	26.30
净利润率	13.23	12.99	15.51	16.97
净资产收益率	7.87	7.01	9.74	11.71
资产回报率	6.03	5.17	6.92	8.14
投资回报率	6.91	6.06	8.31	9.89

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	5.32	5.46	6.10	6.30
存货周转率	1.32	1.41	1.69	1.90
总资产周转率	0.43	0.38	0.42	0.46
固定资产周转率	1.64	1.20	1.45	1.83

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	-2.06	-2.45	24.40	18.48
营业利润增长率	-39.58	-6.26	49.24	29.90
EBIT 增长率	-39.41	-9.67	47.23	27.89
EBITDA 增长率	-29.89	2.95	47.15	23.99
净利润增长率	-40.92	-4.23	48.51	29.60

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	227232.15	221655.00	275740.00	326700.00
营业成本	173285.18	173116.14	207733.35	241826.75
销售费用	2724.00	2659.86	3308.88	3920.40
管理费用	13481.16	11082.75	13787.00	16335.00
财务费用	1049.53	1690.19	2059.62	2216.44
投资收益	1090.99	1990.99	3190.99	4690.99
营业利润	36635.65	34342.91	51252.79	66575.66
EBIT	37685.18	34042.11	50121.42	64101.10
折旧摊销	8062.58	13055.41	19182.10	21831.38
EBITDA	45747.76	47097.52	69303.52	85932.48
利润总额	37150.90	34858.16	51768.04	67090.90
所得税	6153.71	5228.72	7765.21	10063.64
少数股东损益	924.69	829.62	1232.08	1596.76
归属母公司的净利润	30072.50	28799.81	42770.75	55430.51
每股收益 (元)	0.70	0.67	0.99	1.29

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	125662.69	153770.34	184730.60	257598.63
应收款项	109369.74	93927.20	96694.67	101614.01
存货	142176.83	121181.30	124640.01	120913.37
流动资产	377209.27	368878.84	406065.28	480126.01
固定资产	105223.13	171978.86	196165.14	184962.14
总资产	498568.88	556939.28	618258.66	681064.62
应付帐款	10414.47	8655.81	10386.67	12091.34
长期借款	10000.00	15000.00	20000.00	25000.00
总负债	105097.93	133838.89	165555.36	192719.42
少数股东权益	11302.98	12132.60	13364.68	14961.44
股东权益	393470.94	423100.38	452703.31	488345.20
付息负债	42000.00	52000.00	62000.00	72000.00
每股净资产 (元)	8.88	9.55	10.21	11.00

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	30997.19	29629.44	44002.83	57027.27
折旧摊销	8062.58	13055.41	19182.10	21831.38
营运资金变动	52584.31	-57819.47	11712.09	9599.82
经营活动现金流	-4454.96	97433.99	77433.97	91914.28
固定资产投资	29153.40	79775.29	43365.05	10226.60
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	56733.78	79775.29	43365.05	10226.60
投资活动现金流	-66265.78	-77784.30	-40174.06	-5535.61
公司自由现金流	-69812.55	20035.38	6708.17	56490.90
股权自由现金流	-68688.23	28598.72	14957.49	64606.93
债务变化	2000.00	10000.00	10000.00	10000.00
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	128047.29	8457.95	-6299.65	-13510.64
现金净流量	56904.05	28107.65	30960.26	72868.03
每股经营性现金流 (元)	-0.10	2.26	1.80	2.14

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

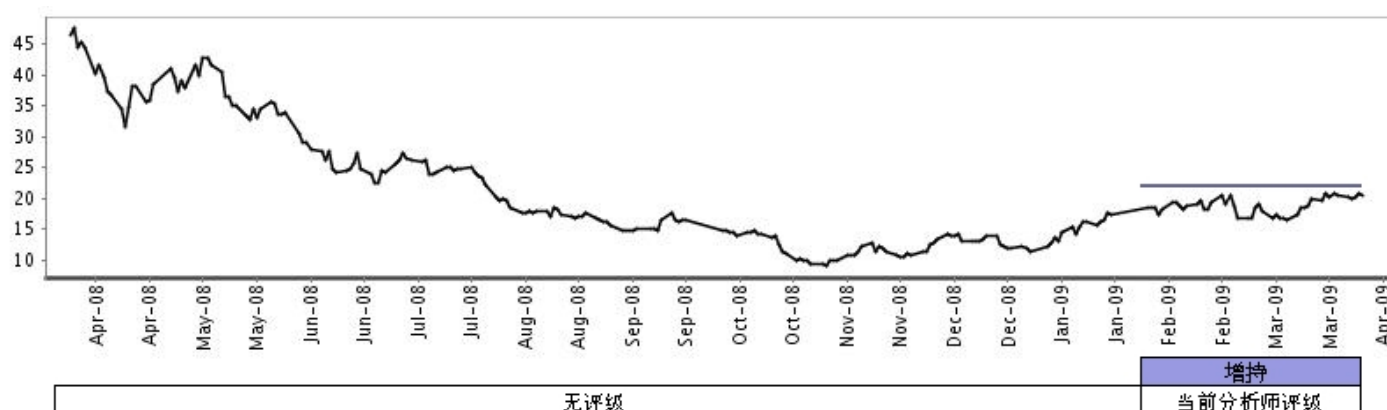
投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 4 月 8 日)

	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

股价表现与投资建议历史跟踪



资料来源: 海通证券研究所

分析师负责的股票研究范围

杨红杰: 有色金属行业分析师

重点研究上市公司: 中国铝业、紫金矿业、南山铝业、云南铜业、株冶集团、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、海亮股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈崢嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com