

有色金属冶炼 II

2009 年 9 月 14 日

中金岭南 (000060) 当前股价: 26.12 目标价: 29.7

收购捍卫龙头地位, 产量增长提升业绩弹性

投资要点:

- 2008 年四季度由于美国次贷危机的爆发, 主要有色金属品种的价格在极短的时间内迅速下跌。中金岭南抓住了行业低谷的机会, 成功收购了澳洲 PEM 公司。
- 随着铅锌价格恢复到合理水平以及 Perilya 矿生产成本的下降, 中金岭南的铅锌精矿产量将超出我们的预期。预计 2009-2011 年公司的铅锌精矿权益产量将分别达到 24.79、27.84、30.12 万吨。
- 公司天津的房地产项目“金康国际中心”已经进入销售阶段, 将从 2010 年开始为公司业绩做出贡献。我们预测此项目至少可以为公司带来约 5.8-5.9 亿元的净利润。
- 目前铅锌价格处于矛盾之中: 一方面经济回暖、美元走弱、通胀预期等经济上的因素支撑铅锌价格; 另一方面供求基本面的过剩依旧没有得到改变。铅锌价格的两难境地决定了其价格上涨必须等到需求根本好转之后才能实现。我们预计 2009 年将是铅锌价格的底部, 2010 年后价格将随着经济复苏的步伐而逐步上涨。
- 根据我们的预测, 中金岭南 2009 年-2011 年的 EPS 分别是 0.48 元、1.10 元、1.42 元。公司在 2008 年成功收购盘龙矿和 PEM 公司之后, 不仅成为铅锌资源储量最多的公司, 而且也是最具业绩弹性的公司。我们认为公司未来 12 个月的合理股价将对应于 2010 年 27-30 倍 PE, 合理价格区间为 29.7-33 元, 公司的投资评级为“推荐”。

研究员: 刘敏达

电 话: 025-84457777-348

E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	102379.20
流通 A 股 (万)	74474.91
52 周内股价区间 (元)	6.06-32.46
总市值 (亿)	267.41
总资产 (亿)	79.20
每股净资产 (元)	3.49

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	74.42	59.71	76.58	85.50
+/-%	-10.01	-19.76	28.25	11.64
净利润 (亿)	4.00	4.91	11.21	14.50
+/-%	-65.73	22.65	128.36	29.34
EPS (元)	0.39	0.48	1.10	1.42
P/E	66.79	54.45	23.85	18.44

中金岭南在行业低谷实施了最成功的资源收购

2008 年四季度由于美国次贷危机的爆发，主要有色金属品种的价格在极短的时间内迅速下跌。随着行业景气度的下降，矿产资源的价格也在不断下跌，这就为有实力、有准备的企业提供了低价获取资源的机会。中金岭南正是抓住了行业低谷的机会，成功实施了资源的收购。

公司在 2008 年 1 月 30 日公告计划通过新加坡的合资公司收购先驱公司股权，先驱公司的主要资产为位于印度尼西亚北苏门答腊省达里地区尚在高品位铅锌项目 80% 的权益，达里项目矿区已探明可采储量为 650 万吨，锌品位 14.4%，铅品位 8.7%。其报价相当于单位铅锌资源价值 611.54 元/吨，尽管中金岭南将对先驱公司的报价从最初的 2.50 澳元提高至 2.80 澳元，但还是低于竞争对手 Bumi 公司对先驱公司每股 2.85 澳元的报价，中金岭南在 2008 年 7 月 16 日宣布收购失败。

表 1：中金岭南收购先驱公司

先驱公司铅锌矿资源量	650 万吨
收购权益	80%
地理位置	印尼
品位	锌、铅品位分别为 14.4% 和 8.7%
伴生金属	未知
是否为开采中矿山	处于开采的前期阶段
报价	31.8 亿元
铅锌单位资源量价格	611.54 元/吨

资料来源：华泰证券研究所

2008 年 12 月，中金岭南宣布将 0.23 澳元/股认购 PEM 公司股权。PEM 公司拥有的主要矿山包括：新南威尔士布罗肯山地区的铅锌银矿，南澳大利亚的弗林德斯的高品位硅酸锌氧化矿和昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿。截至 2008 年 6 月 30 日，布罗肯山矿产资源量为 1936 万吨，内含 9.4% 的锌（折合锌金属 182 万吨），7.3% 的铅（折合铅金属 141 万吨），以及 90.8 克/吨的银。弗林德斯锌项目包括：贝尔塔纳高品位氧化锌矿，探明的矿产资源为 97.2 万吨，锌品位为 29.8%，含有锌金属约 30 万吨；昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿资源量为 1550 万吨，铜含量为 1.3%，钴含量为 0.05%，银含量为每吨 9 克，共计含铜金属约 20.3 万吨。经过计算，铅锌单位资源量价格为 100 元/吨、铜单位资源量价格为 300 元/吨。

表 2：中金岭南收购 PEM 公司

PEM 公司铅锌矿资源量	353 万吨
PEM 公司铜矿资源量	20.3 万吨
收购权益	50.1%
地理位置	澳大利亚
品位	锌、铅、铜品位为 9.4%、7.3%、1.3%
伴生金属	钴、银
是否为开采中矿山	处于开采的前期阶段
报价	2.01 亿元
铅锌单位资源量价格	100 元/吨
铜单位资源量价格	300 元/吨

资料来源：华泰证券研究所

从两次收购的对比我们可以清楚的看到：中金岭南抓住了行业低谷带来的扩张机遇，以极其低廉的价格收购了优质资源，而且 PEM 公司是在产的矿山，此次收购立刻为公司带来业绩上的推动。中金岭南对 PEM 公司的收购是中国有色金属企业“走出去”战略最成功的案例。

收购使未来两年矿产品产量稳步增长

在 2008 年下半年国内收购盘龙矿 55% 股权，以及 2009 年 2 月份国外收购 PEM 公司 50.1% 的股权后，公司的矿山扩大为三家：广东省韶关市仁化县的凡口矿、位于广西省武宣县的盘龙矿和主要业务位于澳大利亚新南威尔士州的 Perilya Limited (PEM)。中金岭南铅锌资源的权益储量约为 674 万吨，已经高于宏达股份的权益铅锌资源储量 650 万吨，居国内第一位。并且平均品位较高，采选成本较低。

凡口矿：储量 450 万吨，平均品位 12%-13%，矿山采选能力达 180 万吨/年，回收率达 90% 以上，2009 年计划产量为 18 万吨。凡口矿是公司品位最高的矿山，除了向自身冶炼厂供应原料以外，高品位精矿还直接在市场上出售。

盘龙矿：盘龙铅锌矿的铅锌资源储量合计为 86.15 万吨。其中，锌金属量 65.38 万吨，平均品位为 3.31%；铅金属量 20.78 万吨，平均品位为 1.05%。盘龙矿是公司 2008 年收购的矿山，权益比例 55%。该矿品位较低，生产不具备规模优势，公司已经通过技改使矿山采选产能从 30 万吨/年提升至 50 万吨/年，满产后每年将生产约 2 万吨精矿。由于铅、锌价格上涨，盘龙矿已可实现盈利，目前已经复产，公司计划 2009 年盘龙矿产量为 5000 吨。

澳洲 Perilya 矿：储量 353 万吨，平均品位 10% 左右，年矿石采选能力为 280 万吨。2006 年之前产量一直稳定在 20 万吨左右，2008 年在市场低迷的情况下产量下降至 15 万吨左右。2009 年公司计划产量为 11.5 万吨，随着铅锌市场好转，产量有望超预期。由于 Perilya 矿石行了大规模的人员裁减（从 700 人裁减至 300 多人），成本下降较快。收购前，Perilya 矿生产现金成本为 1 美元/磅，该矿承诺的现金成本为 0.65 美元/磅，而上半年现金成本已下降至 0.56 美元/磅（相当于 1235 美元/吨），好于预期。公司一季度仍为亏损，从二季度已开始逐步实现盈利。

公司发展的总体思想是“优先发展矿山，重点发展冶炼，保持 50% 以上的自给率”。通过收购澳矿 Perilya，公司在海外建立了优质的发展平台。Perilya 矿在澳洲拥有大面积的探矿权，因此公司在可预计的将来储量进一步增加的可能性非常大。另外公司正在盘龙矿进行地质勘探，预计未来将可能获得比较重大的资源储量。

我们认为：随着铅锌价格恢复到合理水平以及 Perilya 矿生产成本的下降，中金岭南的铅锌精矿产量将超出我们的预期，2009-2011 年公司的铅锌精矿权益产量将分别达到 24.79、27.84、30.12 万吨。

表 3：中金岭南未来三年精矿产量预测（单位：万吨）

	权益	2009 年	2010 年	2011 年
凡口矿	100%	18.00	18.00	18.00
盘龙矿	55%	0.50	1.50	2.00
澳洲 Perilya 矿	50%	13.00	18.00	22.00

权益产量	24.79	27.84	30.12
------	-------	-------	-------

资料来源：华泰证券研究所

丹霞冶炼厂氧压浸出一期项目建成

中金岭南旗下的两家冶炼厂分别为：韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂。

韶关冶炼厂：拥有两套 ISP 铅锌冶炼系统，所谓 ISP 工艺就是密闭鼓风炉工艺，韶关冶炼厂是世界上少数大型 ISP 冶炼厂之一。ISP 技术对原料适应性强，既可用铅锌混合精矿为原料，也可使用高铅的锌精矿和高锌的铅精矿为原料。韶关冶炼厂的冶炼技术适合冶炼混合金属矿，因此公司鼓励其在市场上以便宜的价格采购杂矿原料（外购原料国内和国外采购比例为 1:1，国外采购的原料为长单，国内采购的原料为现货市场购买），而将凡口矿生产的部分高品质精矿在市场上出售，以获得更高的利润空间。韶关冶炼厂拥有粗炼产能 30 万吨/年，精炼产能 35 万吨/年，其中铅占三分之一，锌占三分之二。2009 年计划铅锌冶炼产品产量为 36 万吨。

丹霞冶炼厂：原有锌生产能力 2 万吨。刚刚在 2009 年中期建设完成的锌氧压浸出镓锗回收技改工程，是锌氧压浸出项目的一期工程，今年下半年已开始试生产，设计规模为年产锌锭 10 万吨、硫酸 3.6 万吨、硫磺 5 万吨、电镓 30 吨、粗二氧化锗 25 吨。锌氧压浸出工艺是将硫化锌精矿在高压釜内通过氧进行高温高压浸出，得到硫酸锌溶液、硫磺和浸出渣混合物。前者经过净液后进行电积得出金属锌，后者分离成硫磺和铅、银渣。该厂主要由凡口矿供应原料进行生产，2009 年计划产量为 2.5 万吨锌。未来公司将根据实际情况继续建设丹霞冶炼厂，因此未来丹霞冶炼厂的产能将可能继续增加。

经济复苏、美元走弱、通胀预期支撑铅锌价格

目前铅锌价格处于矛盾之中：一方面经济回暖、美元走弱、通胀预期等经济上的因素支撑铅锌价格；另一方面供求基本面的过剩依旧没有得到改变。铅锌价格的两难境地决定了其价格上涨必须等到需求根本好转之后才能实现。我们预计 2009 年将是铅锌价格的底部，2010 年后价格将随着经济复苏的步伐而逐步上涨。

经济最悲观时刻已过

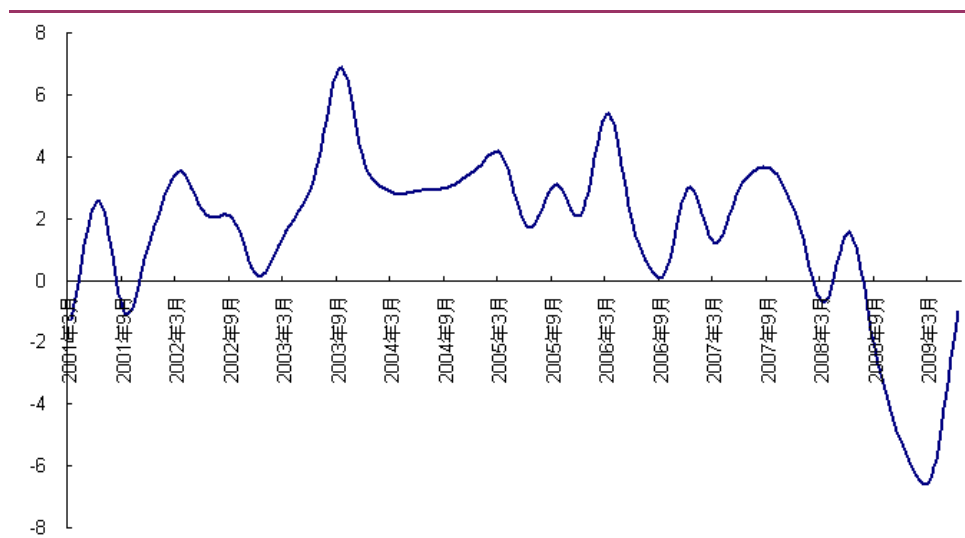
自 2008 年 10 月金融危机爆发以来，全球各主要经济体的政府面对危机提出并实施了各类救援方案。目前看，虽然经济数据有好有坏，但我们认为全球经济最悲观的时期已经过去，未来全球经济大萧条的不确定性已经消除。

IMF 上调了对美国经济前景的预期，今年美国 GDP 将下滑 2.5%，2010 年则将增长 0.75%。此前，IMF 曾在 4 月份公布的《世界经济展望》(World Economic Outlook)报告中预测，美国今年 GDP 将下滑 2.8%，明年则将出现零增长。

美商务部 27 日公布，美国第二季度 GDP 经修正后萎缩 1%，远好于市场普遍预期，显

示经济复苏势头更趋明显。2009 年一季度，美国经济萎缩 6.4%，为 1982 年来最大季度降幅。2008 年第三季度和第四季度经济萎缩的幅度则分别为 0.5%和 6.3%。

图 1：美国 GDP 季环比变化



资料来源：Bloomberg

占到美国经济 70%的消费开支在第二季度下降 1%，好于市场预期。业界估计，三季度美国的消费开支将恢复增长。美国耐用品订单和新屋销售等数据均发出向好信号：7 月份耐用品订单比上月增加 4.9%，增幅为两年来最高；7 月份新房销售量则比前一个月上升 9.6%，经季节调整按年率计算为 43.3 万套，为连续第 4 个月增长，增幅明显高于市场预期。

美元走弱、通胀预期支撑了金属价格

随着全球经济复苏的趋势愈加明显，随着市场风险承受能力的逐步增强，美元、黄金等避险类资产的需求逐步回落、美元指数也开始逐步下跌。未来一段时期，对未来流动性泛滥的预期，美元将在短期内维持弱势。

图 2：美元指数走势

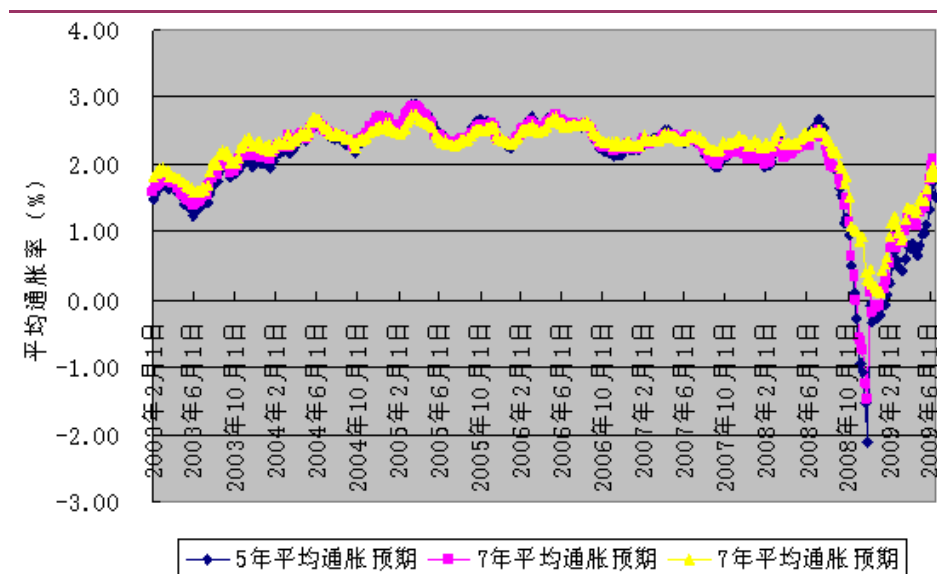


资料来源：Bloomberg

各国政府为了应对全球性的金融危机而向金融市场大量注资，增加市场的流动性，主要国家将目标利率降至历史最低点附近。这使得未来可能出现全球性通胀的可能，世界主

要货币存在贬值的风险。在流动性扩张的背景下，大宗商品仍是最具吸引力的投资标的之一。

图 3: 全球通胀预期显著提高



资料来源: Bloomberg

铅锌传统淡季消费不淡，但总体供给仍过剩

国家统计局的数据显示，6 月份镀锌板产量为 175 万吨，为 2007 年以来的最高单月产量以及今年以来的最高单月产量。1-6 月份累计生产镀锌板 830 万吨，同比增长 14.3%。从 3 月份开始镀锌板的产量稳步回升，跟国际市场一样，经过半年时间的消化，大部分库存消耗之后需要重建，加上市场行情转好，人们对需求也充满信心。由于上半年一季度镀锌板的生产情况太糟糕，因此在传统的消费淡季里市场显得相对活跃。受益于国家刺激内需的政策，我国发电量降幅收窄，房地产市场交易量扩大，宏观经济的好转带动钢铁下游需求逐步复苏，连续镀锌则一直保持良性增长状态。

汽车市场在近几个月都有不错的表现，对铅锌消费也有提振作用，因为汽车生产不仅要用到镀锌板，汽车用轮胎也氧化锌的重要消费领域，汽车蓄电池是铅的最大消费领域。数据显示，我国 7 月份的汽车产销延续了 3 月以来的良好发展态势，总体保持平稳增长，连续 5 个月产销超过百万辆。7 月汽车生产 110.96 万辆，环比下降 3.77%，同比增长 52.15%；销售 108.56 万辆，环比下降 4.95%，同比增长 63.57%。1-7 月，汽车产销 710.09 万辆和 718.44 万辆，同比增长 20.23%和 23.38%。

虽然铅锌的主要下游消费行业在逐步复苏，铅锌的消费也逐步回暖，但由于价格的上涨，供应也在同步增加，铅锌行业的供应依旧维持过剩状态。

表 4: 国际锌市场平衡表 (单位: 万吨)

	2006年	2007年	2008年	2009年E	2010年E
锌产量	1047.5	1116.2	1149.7	1062	1089
锌消费	1114.3	1133.4	1118.2	1033	1070
锌供求平衡	-66.8	-17.2	31.5	29	19
库存消费比(周)	8.7	4.4	5.8	8.6	8.6

资料来源: 安泰科

表 5：中国锌市场供求平衡（单位：万吨）

	2006年	2007年	2008年	2009年E	2010年E
锌产量	316.3	374.3	391.3	393	400
精锌进口	31.8	14.9	18.3	69.5	20
精锌出口	32.5	27.6	7.1	2.5	1
表观消费	315.8	361.6	402.5	460	419
消费	334.5	361	377	390	412
市场供求平衡	-18.7	18.9	25.5	70	7

资料来源：安泰科

表 6：国际铅市场平衡表（单位：万吨）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
锌产量	763.8	796.9	811.2	854	867
锌消费	783.1	815.8	818	829	841.8
锌供求平衡	-9.3	-18.9	16.8	25	25.2

资料来源：安泰科

表 7：中国铅市场供求平衡（单位：万吨）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
精铅产量	239	271	275.8	305.3	322
消费量	199	229	248.9	281.8	307
净出口量	40	50	21	0.27	-5.4
精铅产量	0	-8	5.9	23.2	20.4

资料来源：安泰科

房地产项目将为公司未来业绩锦上添花

公司控制的子公司众多，盈利能力不一。除公司主营业务之外，主要涉及金融、房地产、出租汽车、铝加工、高新材料等几个领域。其中金融领域主要有深圳市有色金属财务有限公司、深圳金汇期货经纪有限公司；房地产领域主要有深圳康发发展有限公司、天津金康房地产开发有限公司；出租汽车主要有深圳市金鹰出租汽车有限公司；铝加工领域主要有深圳华加日铝业有限公司、深圳市北方西林实业有限公司；高新材料等领域主要有深圳市中金高能电池材料有限公司、深圳市中金岭南科技有限公司、深圳市中金岭南先进材料有限公司。

表 8：公司经营其他业务的子公司

子公司名称	注册地	实际持股比例	
深圳市有色金属财务有限公司	深圳市	74.7%	同业拆借、成员单位内金融业务
深圳金汇期货经纪有限公司	深圳市	100%	期货经纪业务、咨询、培训
深圳康发发展有限公司	深圳市	100%	土地开发及商品房经营
天津金康房地产开发有限公司	天津市	100%	房地产开发
深圳市金鹰出租汽车有限公司	深圳市	93.93%	汽车出租及配件销售
深圳华加日铝业有限公司	深圳市	55%	生产经营铝门窗及铝合金制品
深圳市北方西林实业有限公司	深圳市	55%	铝型材、铝制品生产加工
深圳市中金高能电池材料有限公司	深圳市	85.92%	高能电池等新材料开发销售
深圳市中金岭南科技有限公司	深圳市	100%	纳米、稀贵金属等新材料

深圳市中金岭南先进材料有限公司

深圳市

100%

有色金属及相关粉体的生产

资料来源：华泰证券研究所

天津金康房地产公司开发的“金康国际中心”项目进展顺利：此项目位于天津市和平区敦仁里，项目总建筑面积 16.5 万平方米。项目总投资超过 9 亿元，其中土地出让金及税费合计 60792 万元，项目建设资金约 3 亿元。该项目位于天津市中心城区和最大的商业中心和和平区，地理位置优越，周边各类配套设施齐全，目前周围楼盘销售价格约为 1.5 万元/平方米。项目已经进入销售阶段，预计从 2010 年开始为公司业绩做出贡献。

我们保守按照土地、建筑总成本 10.5 亿，销售、财务、管理费用 2 亿计算，“金康国际中心”项目总成本为 12.5 亿元。销售均价保守按照 1.3 万元/平方米计算，考虑税收因素项目可以实现总收入 19.85 亿元。按照 25% 的所得税率，“金康国际中心”项目至少可以为公司带来约 5.8-5.9 亿元的净利润。

中金岭南是铅锌行业最具业绩弹性的公司

公司收购盘龙矿和 PEM 公司之后，不仅成为铅锌资源储量最多的公司，而且也是最具业绩弹性的公司。

我们综合比较了铅锌行业资源类上市公司的储量与产量情况，中金岭南在每万股资源储量、每万股精矿产量上均处于行业第一位。公司每万股资源储量为 65.82 吨、目前上市公司中只有宏达股份与之接近；每万股精矿产量为 2.42 吨，遥遥领先与其他铅锌资源类公司。

由于铅锌行业公司的主要利润均来自于自产铅锌精矿，每股精矿产量的多少就决定了企业的业绩弹性。因此，我们认为中金岭南是最具业绩弹性的铅锌行业公司，在未来铅锌价格上涨的预期之下，中金岭南无疑是我们投资的最佳选择。

表 9：铅锌行业资源类公司比较（单位：万吨）

	中金岭南	驰宏锌锗	宏达股份	西部矿业
权益铅锌资源量（万吨）	674.00	370.00	650.00	500.00
总股本（亿股）	10.24	7.80	10.32	23.83
2009 年精矿产量（万吨）	24.79	13.00	16.00	16.50
每万股资源储量（吨）	65.82	47.44	62.98	20.98
每万股精矿产量（吨）	2.42	1.67	1.55	0.69

资料来源：华泰证券研究所

公司 2009 年度的经营计划是：铅锌精矿金属总产量 30 万吨，冶炼金属产品铅锌金属总产量 38.5 万吨。上半年铅锌精矿产量超过 15 万吨，全年产量有望超过计划的 30 万吨；冶炼金属产品产量上半年未过半，下半年的工作任务比矿山任务重。总体上，公司年初制定的产量计划较为保守，下半年的生产经营情况可能会超出预期。

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测基于以下价格与产量假设：

表 10：公司产品产量与价格假设（单位：万吨）

	2009 年	2010 年	2011 年
凡口锌精矿(万吨)	12.20	12.20	12.20
凡口铅精矿(万吨)	5.80	5.80	5.80
盘龙锌精矿(万吨)	0.39	1.15	1.54
盘龙铅精矿(万吨)	0.12	0.35	0.47
Perilya 锌精矿(万吨)	7.80	10.80	13.20
Perilya 铅精矿(万吨)	5.20	7.20	8.80
锌精矿总产量(万吨)	20.39	24.15	26.94
铅精矿总产量(万吨)	11.12	13.35	15.07
锌产品产量(万吨)	26.00	30.00	32.00
铅产品产量(万吨)	12.50	14.00	16.00
锌价(元/吨)	13200	16000	17000
铅价(元/吨)	13500	16000	16500

资料来源：华泰证券研究所

根据我们的预测，公司 2009 年-2011 年的 EPS 分别是 0.48 元、1.10 元、1.42 元，对应动态市盈率分别为 54.45、23.85、18.44 倍。中金岭南在 2008 年成功收购盘龙矿和 PEM 公司之后，不仅成为铅锌资源储量最多的公司，而且也是最具业绩弹性的公司。敏感性分析表明当铅锌价格达到 1.9 万元/吨时，中金岭南 2010 年业绩可以达到 1.67 元。在未来铅锌价格上涨的预期之下，公司将成为我们投资铅锌类公司的首选。

表 11：中金岭南 2010 年业绩与铅锌价格的敏感性分析

锌价(元/吨)	13000	14000	15000	16000	17000	18000	19000
铅价(元/吨)	13000	14000	15000	16000	17000	18000	19000
2010 年 EPS	0.52	0.71	0.90	1.10	1.29	1.48	1.67

资料来源：华泰证券研究所

公司未来的业绩增长将主要来自盘龙矿和 PEM 公司矿产品产量的增长以及房地产项目的贡献。尤其是 2010 年业绩在铅锌业务量增价升、房地产项目进入结算期的推动下将出现较大幅度的增长。我们认为公司未来 12 个月的合理股价将对应于 2010 年 27-30 倍 PE，合理价格区间为 29.7-33 元，公司的投资评级为“推荐”。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3539	6399	7297	8494
现金	859	1107	1219	1354
应收账款	169	652	811	915
其它应收款	74	215	259	295
预付账款	371	656	735	778
存货	1915	3627	3167	2872
其他	152	142	1106	2280
非流动资产	4381	4732	5044	5241
长期投资	134	0	0	0
固定资产	2562	2983	3210	3336
无形资产	651	783	924	1060
其他	1034	967	910	845
资产总计	7920	11131	12341	13735
流动负债	2267	4804	4782	4823
短期借款	990	2736	2723	2854
应付账款	278	612	588	519
其他	999	1456	1471	1451
非流动负债	1677	1831	1980	2130
长期借款	1000	1150	1300	1450
其他	677	681	680	680
负债合计	3944	6635	6761	6953
少数股东权益	407	461	601	806
股本	1024	1024	1024	1024
资本公积	1061	1061	1061	1061
留存收益	1492	1886	2854	3844
归属母公司股东权益	3568	4035	4978	5976
负债和股东权益	7920	11131	12341	13735

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1630	-957	951	1034
净利润	405	545	1262	1655
折旧摊销	229	256	307	350
财务费用	257	137	187	196
投资损失	-102	-10	-20	-30
营运资金变动	572	-2094	-797	-1144
其它	268	210	12	7
投资活动现金流	-1334	-601	-596	-536
资本支出	1019	565	465	415
长期投资	-70	-82	0	0
其他	-385	-118	-131	-121
筹资活动现金流	-548	1806	-243	-363
短期借款	-751	1746	-13	131
长期借款	820	150	150	150
普通股增加	293	0	0	0
资本公积增加	-232	0	0	0
其他	-677	-90	-380	-643
现金净增加额	-370	248	112	135

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7442	5971	7658	8550
营业成本	5844	4373	4900	5187
营业税金及附加	90	78	100	111
营业费用	96	257	329	368
管理费用	531	478	605	675
财务费用	257	137	187	196
资产减值损失	220	-11	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0
投资净收益	102	10	20	30
营业利润	520	672	1558	2043
营业外收入	9	3	0	0
营业外支出	11	2	0	0
利润总额	518	673	1558	2043
所得税	113	128	296	388
净利润	405	545	1262	1655
少数股东损益	5	54	140	204
归属母公司净利润	400	491	1121	1450
EBITDA	1007	1064	2052	2589
EPS (元)	0.39	0.48	1.10	1.42

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-10.0%	-19.8%	28.3%	11.6%
营业利润	-62.7%	29.0%	131.9%	31.2%
归属于母公司净利润	-65.7%	22.7%	128.4%	29.3%
获利能力				
毛利率	21.5%	26.8%	36.0%	39.3%
净利率	5.4%	8.2%	14.6%	17.0%
ROE	11.2%	12.2%	22.5%	24.3%
ROIC	16.3%	11.4%	21.4%	23.6%
偿债能力				
资产负债率	49.8%	59.6%	54.8%	50.6%
净负债比率	50.45%	60.33%	60.65%	63.20%
流动比率	1.56	1.33	1.53	1.76
速动比率	0.65	0.51	0.81	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.63	0.65	0.66
应收账款周转率	37	13	9	9
应付账款周转率	21.76	9.82	8.17	9.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.48	1.10	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	-0.93	0.93	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.94	4.86	5.84
估值比率				
P/E	66.79	54.45	23.85	18.44
P/B	7.49	6.63	5.37	4.47
EV/EBITDA	28	26	14	11

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。