

2010-02-09

有色金属/铜冶炼

公司研究 / 深度研究

铜陵有色 (000630)

经营稳健，资源略缺

中性/ 首次评级

股价: RMB17.89

分析师

叶洮

+755-82492171

yetao@lhqz.com

王茜

+755-82364392

wangqianys@lhqz.com

张勇

+755-82125160

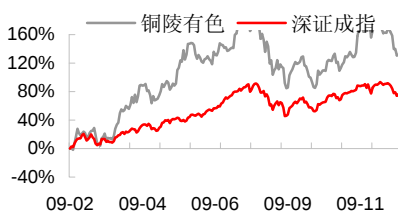
zhangyong@lhqz.com

- 铜陵有色经过多年发展，构建了铜矿采选，精铜冶炼，铜材深加工的完整产业链，已形成 5 万吨铜精矿，80 万吨精铜、10 吨黄金、300 吨白银和 180 万吨硫酸的年生产能力，成为中国铜冶炼行业的龙头企业。
- 公司经营稳健，管理高效，成本控制能力强。外购铜精矿“M+3”定价，自产铜精矿高比例套保，加之冶炼技术先进和地处长三角的区位优势，公司在业绩稳定性和综合成本上较其他冶炼企业具有较明显的优势。
- 资源储量不足始终是公司发展瓶颈。大股东铜陵有色集团在海内外积极拓展铜资源，沙溪铜矿，赤峰铜矿，金寨钼矿，厄瓜多尔铜矿正在积极运作中，未来公司的资源扩张依赖于集团资产的注入和整合。
- 2009 年铜价涨幅 141%，但实体经济需求的恢复并不如价格一般强劲。虽难以就 2010 年铜消费作精确预估，但若与 07 年作比较，我们认为 2010 年消费很难显著超越 07 年，但其面对的将是自 07 年已有及其后形成的供应能力，逻辑上应大于 07 年。2010 年铜延续过剩应是大概率事件。
- 2010 年，预计铜价将在基本面供需情况好转和投资性需求收缩之间反复，我们倾向于认为，基本面的改善将弱于金融属性下降带来的影响。未来铜价大幅上涨的动力或将不足。
- 2010 年 TC/RC 降幅明显，冶炼业务将维持盈亏平衡，但预计黄金销售利润仍较可观，以及硫酸价格有望回升，副产品可望成为主营业务较好的补充。铜材深加工业务因处于初始阶段，成本高企导致目前仍然亏损，扭亏为盈尚需时日。
- 按照 2010-2011 年 TC/RC 46.5/4.65, 55/5.5 的假设，预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.59 和 0.79 元/股；对于铜冶炼企业而言，2010 年 30 倍 P/E 的估值并不具明显的投资吸引力，首次给予“中性”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	1294
流通 A 股 (百万股)	558
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)	10404

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	37342.2	19559.1	32276	44677	50101
(+/-%)	0.8	-36.9	-13.6	38.4	12.1
归属母公司净利润(百万元)	637.1	470.9	837	818	1079
(+/-%)	-38.2	-48.8	6.3	13.5	33.9
EPS(元)	0.49	0.36	0.52	0.59	0.79
P/E(倍)	37.9	51.3	35.09	30.91	23.09

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司概况：冶炼稳扎稳打，资源有望增加.....	3
主营为冶炼，但副产品和自产铜才是利润点.....	3
冶炼产量居全国前列，管理水平值得肯定.....	3
铜精矿产量稳中有升，集团资源注入值得期待.....	5
铜加工业务扭亏尚需时日	6
铜价：大幅上涨存在压力	7
价格维持高位，但需求落后于价格.....	7
主导因素转换，铜价大幅上涨压力渐显.....	8
各项业务保持平稳，未来有望逐步增长.....	9
加工费下降影响公司利润，副产品可望成为补充.....	9
铜加工继续拖累公司业绩	10
减税、直购电提升长期盈利能力	10
估值探讨和投资分析	10
主要的经营性假设	10
盈利预测及敏感性	11
估值与投资评级	11
风险提示	11

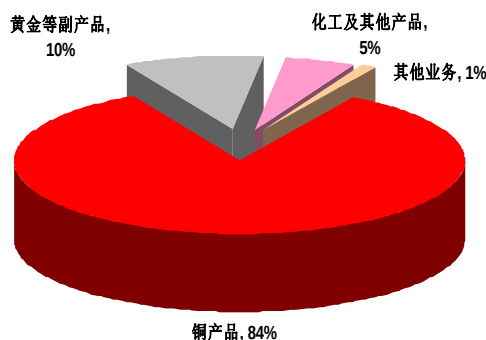
公司概况：冶炼稳扎稳打，资源有望增加

铜陵有色是中国三大铜企之一，业务涵盖铜采选，冶炼，加工，贸易。旗下有 6 座矿山，4 家冶炼厂和 6 家铜材加工厂。经过多年的发展，公司构建了铜矿山采选、精铜冶炼、铜材深加工的完整产业链。已形成 5 万吨铜精矿，80 万吨阴极铜冶炼，10 吨黄金，300 吨白银，180 万吨硫酸和 10 万吨铜材深加工的生产能力。

主营为冶炼，但副产品和自产铜才是利润点

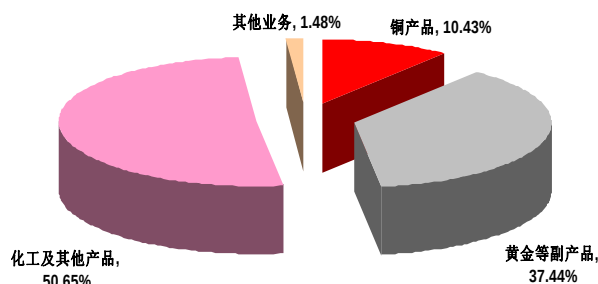
铜产品是公司主要收入来源，占主营业务收入的 84%。但从利润构成来看，自产铜，副产品硫酸，黄金贡献了大部分利润。冶炼业务由于加工费的下滑，2010 年将处于盈亏平衡状态，盈利能力有所下滑。

图 1 2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究

图 2 2008 年公司利润构成



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究

冶炼产量居全国前列，管理水平值得肯定

冶炼产能，技术居全国前列

公司现有阴极铜产能 80 万吨，2009 年产量 71.9 万吨，下属金昌，金隆，张家港，金剑四家冶炼厂。

金隆冶炼厂是中国最先进的铜冶炼厂之一，技术先进，生产成本低，吨铜冶炼成本 1800 元（折合 TC/RC 约 42/4.2），相比行业平均水平的 2200 元/吨（折合 TC/RC 约 55/5.5），具有明显的成本优势。

冶炼板块的最大看点是金昌公司的技术改造。金昌冶炼厂成立时间较长，存在设备老化，生产成本较高等问题，目前公司准备用募集资金对金昌冶炼厂进行双闪技术改造，预计 2012 年完成，其后阴极铜产能预计达到 40 万吨/年，硫酸 151 万吨/年。铜冶炼成本和硫酸的生产成本也将从现在的 2200 元/吨、170 元/吨降低到 1700 元/吨、100 元/吨。届时，金昌可望成为另一个金隆，成为公司新的盈利增长点。

张家港冶炼厂主要以废铜为原料冶炼精铜，2009 年受到废铜供应紧张的影响，开工率有所下降，全年产量约 13 万吨，预计未来产量将保持平稳增长。

金剑冶炼厂是公司 08 年新收购的冶炼厂，地处内蒙，在电价及人力成本方面具有优势，生产成本与金隆冶炼厂相当。目前正在进行二期扩建，预计 2010 年铜产能有望从 7 万吨提升至 12 万吨。

表 1 铜陵有色电解铜产能（万吨）

冶炼厂	电解铜产能	股权比例	原料来源	回收率	09 年产量
金隆	40	61.4%	进口铜精矿	98.5%	34
金昌	18	100%	自产+国内+国外进口铜精矿	98%	18
张家港	20	85%	粗铜+废铜	—	13
金剑	7	51%	进口铜精矿	98%	5

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所整理

稳健经营，高效管理提升增长稳定性

公司经营稳健，有效规避了铜价波动带来的经营风险，保持了业绩的稳定增长。先进的冶炼技术、高效的管理，便利的交通使公司能够赚取较其他冶炼厂更多的超额收益。

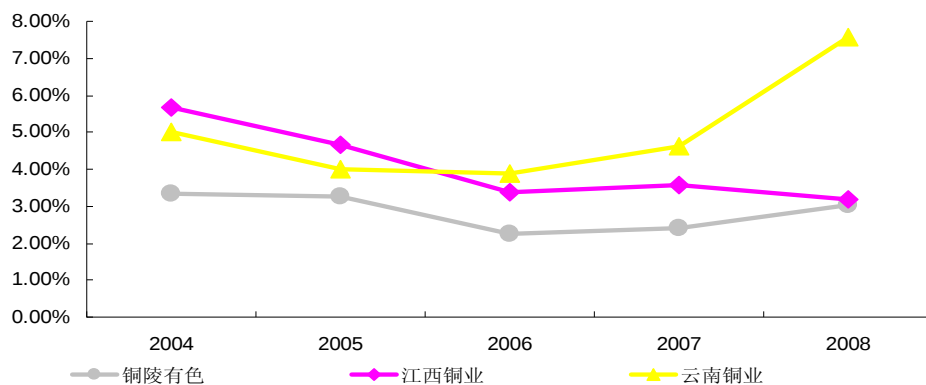
（1）在国外采购原料上，采取了符合周转周期的“M+3”的作价方式（“M+3”是指铜精矿采购价格以发货月份后 3 个月的 LME 铜价为基准，再乘以相关系数计价。在铜价下跌时，可以降低原材料采购的风险）。基本能够消除掉周期内的铜价波动，降低经营风险。

（2）对自产铜精矿进行了大比例的套期保值，有效锁定了利润。公司根据市场情况对自产铜进行了不同比例的套保，2009 年套保比例在 50%左右。此举能有效的锁定精铜生产利润，规避铜价大幅下跌带来的损失。

（3）公司的冶炼技术全球领先，尤其是金隆的冶炼回收率全球领先，可达到 98.5%，这个水平较铜精矿定价时采用的 96.5%高两个百分点，即冶炼每吨铜精矿可以多赚取 17.3kg 精铜的超额收益。

（4）公司所处铜陵地区位于长江黄金水道，临近长江三角洲，交通便利，运输成本低廉，与内地的铜冶炼企业相比，吨铜运输成本低 400-500 元/吨。

在管理上，国内三家铜企上市公司中，公司三项费用率一直小于其他两家公司，公司成本控制，内部管理水平可圈可点。

图 3 公司三项费用在三家铜企中处于较低位置


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究

我们认为，公司稳健的经营风格和高效的管理水平将使公司规避业绩的大幅波动，保证公司稳定，高效的运营。

铜精矿产量稳中有升，集团资源注入值得期待

铜资源储量不足始终是公司软肋

铜资源储量不足一直是制约公司发展的桎梏。相比 80 万吨的阴极铜产能，公司铜精矿产量 2009 年只有 4.4 万吨。相比另外两家大型铜企——江西铜业，云南铜业，公司的资源储量处于劣势。

表 2 公司资源储量存在劣势（吨）

公司	股本（百万）	铜储量	黄金储量	单位铜储量 （千克/股）	单位黄金储 量（克/股）
铜陵有色	1294	1580000	14	1.221	0.1
江西铜业	3023	13850000	326	4.582	0.11
云南铜业	1257	1550000	—	1.233	—

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

公司现有矿山 6 座，分别为冬瓜山铜矿、安庆矿业、铜山铜矿、金口岭铜矿，凤凰山铜矿、天马山硫金矿，铜权益金属储量 158 万吨，预计 2009 年铜金属产量 4.4 万吨，2010 年将达到 5 万吨。

冬瓜山铜矿是公司的主要矿山，铜矿品位超过 1%，为地下开采，2009 年产量约为 2.95 万吨。此外，冬瓜山铜矿每年还有 104 万吨的硫精矿、15 万吨的铁精砂产能。

安庆铜矿年处理矿石 115.5 万吨，年产铜金属约 1 万吨左右，铁精砂约 45 万吨。

天马山硫金矿主要从事硫金矿的采、选，每年生产黄金约 500 千克。

铜山铜矿铜精矿产量约 2000 吨/年，铁精矿 3 万吨/年。

凤凰山铜矿铜精矿产量为 3200 吨/年，铁精矿 5 万吨/年。金口岭铜矿铜精矿约 500 吨/年。

通过自有矿山深掘和回收技术改造，使矿产铜产量能够保持年均 10% 增长，但这并不足以致公司的矿铜产量显著提升，未来资源的增加仍然需要依靠公司海内外收购和整合来完成。

表 3 公司资源储量较小（万吨）

矿山	品位	权益	铜金属储量	金（吨）	银（吨）
冬瓜山	1.02%	100%	132.6	-	-
安庆	0.95%	51%	25.9	5	162
铜山	1.21%	100%	7.1	-	-
凤凰山	1.05%	100%	4.3	2	94
金口岭	1.60%	100%	1.2	-	12
天马山	-	56.85%	-	17	-
权益储量			158	14	188

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

安徽省有色资源整合受益者，大股东铜矿资源注入值得期待

公司对自身的不足也有清晰的认识，铜矿资源拓展始终是公司的重点工作之一。最近几年公司在铜矿资源方面拓展动作频频。在 2007 年，公司就通过定向增发，收购大股东铜陵有色集团持有的凤凰山、铜山和金口岭铜矿。

2009 年有色金属行业调整振兴规划和皖江城市规划的实施，可望构成公司整合省内的铜矿资源的推动力和契机。铜陵有色作为安徽省第二大工业企业，有望成为该省有色资源整合的最大受益者。据了解，在安徽省政府的支持下，已有数个铜矿山被公司大股东铜陵有色集团收购，其中沙溪铜矿，铜储量约为 70 万吨，品位 0.65%；金寨铜矿，铜储量约 40 万吨，品位 0.14%；赤峰铜矿（51%），已探明铜储量约 70 万吨。

除了省内资源整合外，公司海外资源拓展的工作也始终未停止。2009 年 12 月 29 日，公司公告大股东铜陵有色集团与中铁建合资要约收购 Corriente Resources Inc 的股权。Corriente Resources Inc. 的主要资产的厄瓜多尔的大型铜矿山，铜储量约为 1154 万吨，品位 0.4%，矿山开采条件较好，为露天矿，临近海边，运输较为便利。目前日产矿石 3 万吨，如果转由公司经营，预计日产矿石量将能达到 20-30 万吨。该项目目前仍在谈判过程中，主要的问题在于环保和就业，公司方面估计胜算较大。

上述矿产资源目前仍在大股东铜陵有色集团层面运作，但基于同业竞争和关联交易的限制，估计未来陆续注入上市公司将是大概率事件。届时，有望改善公司的资源禀赋，为公司长期发展提供动力。

铜加工业务扭亏尚需时日

为了完善铜产业链，增强铜板块盈利能力，公司最近几年把铜材深加工作为重点发展的项目。2009 年，公司的 6 万吨的高精度铜板带项目，7.5 万吨的黄铜棒，1 万吨高精度铜箔项目陆续进入了试生产阶段。但由于处于初始阶段，较高的成本导致加工业务目前仍然亏损，对公司整体业绩产生一定的拖累，预计未来扭亏为盈尚需时日。

表 4：铜陵有色的铜材加工项目（万吨）

公司	权益	项目	2009E	2010E
铜陵金威铜业	75%	6 万吨铜板带	3.5	5
铜材公司	100%	3 万吨漆包线	1.8	2.2
合肥铜冠公司	100%	1 万吨高精度 电子铜箔	0.3	0.8
芜湖金奥微细漆包线公司	75%	细漆包线	建设期	—
铜陵铜都黄铜棒材公司	75%	7.5 万吨黄铜 棒	3	4
合计			8.6	12

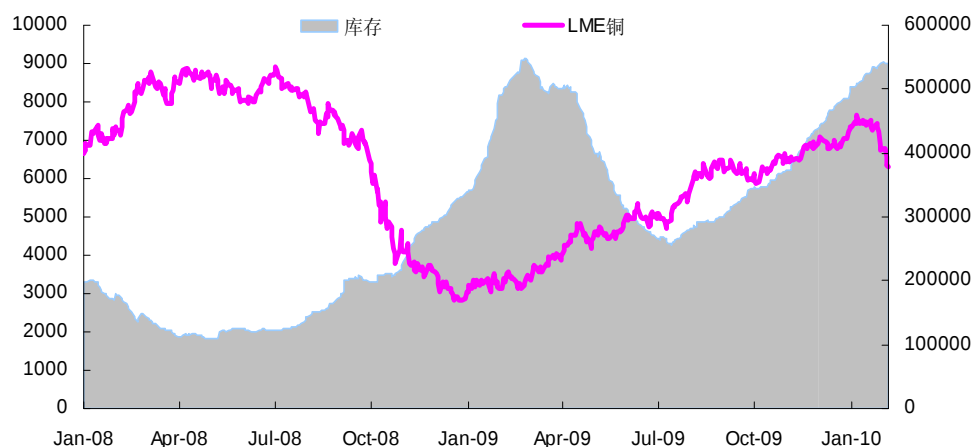
资料来源：公司资源，华泰联合证券研究所整理

铜价：大幅上涨存在压力

价格维持高位，但需求落后于价格

经历了 2008 年 4 季度的崩盘式下跌和 2009 年的快速翻转，铜价在 1 年的时间内走出了有如过山车一般的 V 型走势。目前铜价仍处涨势，但走势趋缓。按 2 月 5 日 LME 市场 3 月期铜 6285 美元的收盘价计算，铜价从最低点已经上涨 123%。

图 4 LME 现货铜价及库存



资料来源：华泰联合证券研究

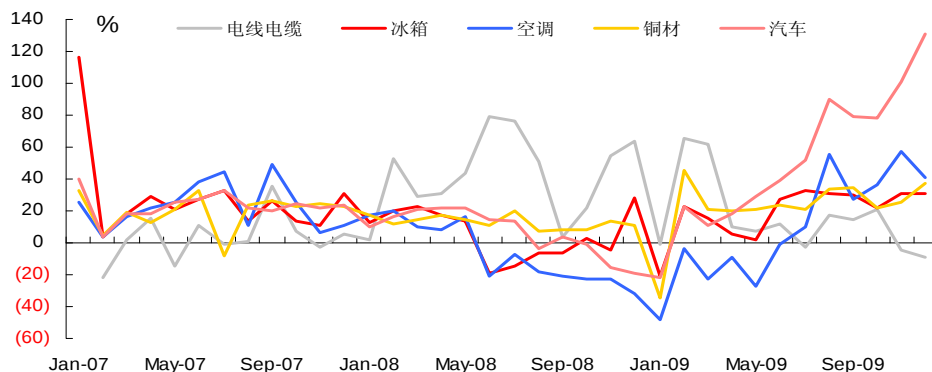
然而，我们观察到，铜的终端消费情况却不如价格走势那么强劲。从消费区域来看，中国需求仍是主要支撑力量，欧美需求虽已触底，但增长缓慢。

东风压倒西风，中国是 2009 年支撑铜消费的主要力量

相信因政府和民间的收存，致精铜的表现需求被显著放大。

2009 年上半年的基建投资、收储，下半年家电、汽车、房地产等下游行业的复苏，拉动了铜材及其上游精铜的消费需求。09 年 12 月，主要下游行业均保持产量同比增长，汽车增长 130%，空调增长 40.71%，冰箱增长 31.15%，铜材产量增长 36.95%。全年带动精铜需求 15% 左右。

图 5 下游行业产量数据同比向好



资料来源：wind，华泰联合证券研究

美欧等发达国家经济在 2009 年 3 季度渐次见底(美国 3 季度 GDP 环比增长 2.2%，欧元区 3 季度 GDP 环比增长 0.4%)，房地产行业 and 汽车行业触底企稳，新房开工和汽车产量的增长，成为铜需求的另一支撑。

根据 Brook Hunt 的统计，2009 年中国精铜需求增长了 23%，欧美等发达国家则下降了 15.1%。中国的强劲复苏弥补了欧美的需求下滑，但总体而言，2009 年全球精铜的需求下降了 5.1%，消费并不像价格那般强劲。

表 5，世界铜供需平衡预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
精矿产量	14942	15139	15576	15597	15833	15832	16686
回收铜	2644	2763	2989	3097	3317	3285	3543
供给总量	16597	17310	18040	18361	18314	18406	19246
需求量	16959	17500	17977	18019	17103	18138	19397
平衡	-362	-190	63	342	1211	269	-151

资料来源: Brook Hunt, MBR, 华泰联合证券研究整理

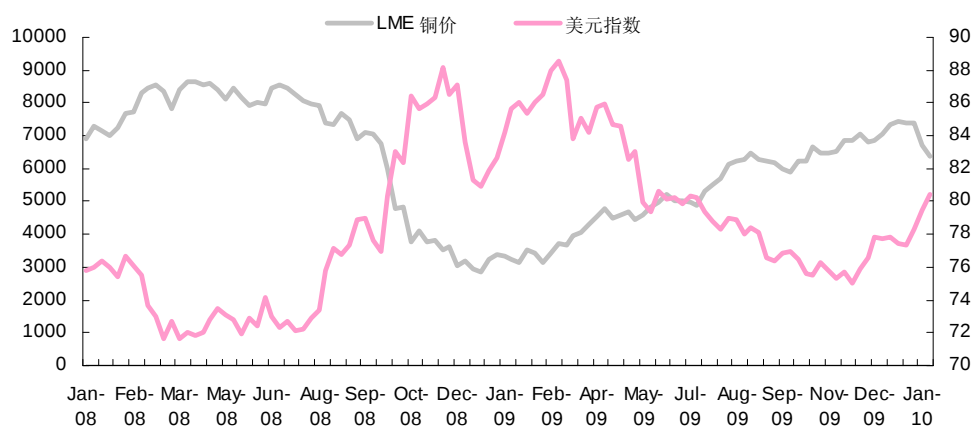
主导因素转换，铜价大幅上涨压力渐显

作为大宗工业原材料，铜兼具商品属性和金融属性。前者反映铜的实体经济供需，而后者则主要体现为投资性需求。历史上，铜的定价由实体经济供需状况主导，但进入 21 世纪后，在充裕的流动性因素推动下，投资性需求的影响力显著提升，成为铜定价中不可忽视的因素。在流动性高涨的时期，投资性需求甚至成为价格主导因素。

2009 年金融属性主导铜价

相信 2009 年投资性需求是铜价的主导因素。我们观察到的是，2009 年全球精铜需求下滑 5.1%，下半年库存也出现明显上升，但铜价却从 2009 年初的不到 3000 美元涨到了最高的 7800 美元，涨幅高达 176%。

图 6 铜价与美元指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

2010 年商品属性主导铜价

2010 年流动性的收缩或由预期走向现实，我们在年度策略报告《退一步，海阔天空》(09/12/01) 中已作较为详细的论述。在资金宽裕不再的情况下，金融属性对

铜价的影响力将下降，而实际经济供需状况对铜价的影响力则相应得到提升。我们认为，2010 年铜价将更多地受基本面供需的指引。

我们认为，2010 年铜延续供应过剩应是大概率事件。我们很难对 2010 年铜的终端需求作出精确预估。但若以 2007 年作比较，我们认为 2010 年终端需求很难显著超越 2007 年，但其面对的将是自 2007 年已有及其后形成的供应能力，逻辑上应大于 2007 年。从供给看，全球铜矿的产能利用率在 80% 左右水平，相信仍有一定的提升空间。短期虽存在罢工等因素干扰，但无碍铜精矿产量增长。

转换之间，上涨动能渐失

2010 年，铜的商品属性和金融属性间的博弈仍将继续。预期铜价将在基本面供需情况好转和投资性需求收缩之间反复，我们倾向于认为，供需基本面的改善将弱于金融属性下降带来的影响，铜价上涨的动能逐渐失去，继续大幅上涨的概率较低。

我们在年度策略报告《退一步，海阔天空》（09/12/01）及铜行业报告《转换之间，动能渐失》（10/1/22）中已经指出铜价大幅上涨存在压力，近期走势也初步验证了我们的观点，目前铜价相比上月初最高点的 7800 美元下跌已接近 20%。

各项业务保持平稳，未来有望逐步增长

加工费下降影响公司利润，副产品可望成为补充

公司的主要业务是电解铜冶炼，冶炼收入主要来自加工费，TC/RC 的变化对公司主营业务盈利有着重要影响。2010 年 TC/RC 冶炼费的谈判结果为 46.5/4.65，折合人民币约 1855 元，公司冶炼的平均成本也在 1800 元的水平，我们认为，2010 年铜矿冶炼业务将保持盈亏平衡。

展望长期，我们预计 TC/RC 未来仍将在低位徘徊。2006 年以来，中国铜冶炼产能快速扩张，2008 年中国铜冶炼产能为 456 万吨，2009 年新增了 60 万吨产能，加上目前在建的项目，未来中国铜冶炼产能将达到 650 万吨，相比 2006 年，产能接近翻倍。对比上游精矿产量，由于中国产能的快速扩张，铜冶炼行业已经出现产能过剩，TC/RC 持续下降也在情理之中了，而大部分冶炼厂冶炼业务也将处于盈亏平衡甚至略有亏损的状态中。

图 7 TC/RC 未来仍将在低位徘徊



资料来源：安泰科

在此情形下，冶炼的盈利将主要来自副产品硫酸和黄金。预计黄金销售利润仍较可观，以及硫酸价格有望回升，副产品可望成为主营业务较好的补充。

公司黄金主要来源有外购铜原料中含有的黄金，自产的黄金以及公司代加工的黄金。利润主要来自自产的黄金以及冶炼的铜精矿中不计价的黄金。预计 2010 年，公司将生产黄金 10 吨，其中自产黄金约 4.5 吨。预计贵金属仍是公司重要利润来源。

冶炼的另一个副产品硫酸的价格在经历了 08 年的大幅下跌之后，始终在低位徘徊，09 年下半年受到国际磷肥和硫磺价格上涨的带动，硫酸价格也逐渐走出低位，到 2010 年初，硫酸的市场销售价格已经达到 350 元/吨。我们认为未来硫酸价格有望稳步回升。对公司而言，金隆冶炼厂的硫酸成本较低，仅为 100 元/吨，其他冶炼厂的生产成本约为 160 元/吨，在现在 350 元/吨的价格水平下，利润相当丰厚。2010 年，公司预计将生产硫酸 185 万吨。

铜加工继续拖累公司业绩

近年来，公司虽然大力发展铜材深加工，但目前此项业务仍处于初始阶段，前期的研发、设备投入导致生产成本较高，且铜材产量较低，导致加工业务的整体亏损。2009 年铜箔项目进展良好，目前已经实现盈利，但铜板带项目进展较为缓慢，现仍处于亏损中。我们认为未来铜深加工业务必将成为公司的核心业务之一，但目前由于规模，成本等原因，加工业务形成盈利尚需时日。

减税、直购电提升长期盈利能力

根据公司网站的公告，铜陵有色已经被授予国家创新型企业，公司所得税率将从 25% 降低至 15%，将能明显提高 2010 年的净利润。

此外，公司作为安徽省直购电的示范企业，有望能获得 0.398 元/度的电厂电价，根据公司年耗电 12 亿度计算，每年将能节省成本约 1.58 亿元。

估值探讨和投资分析

主要的经营性假设

由于公司采取稳健经营的策略，加之现有矿山资源提升能力有限，在不考虑集团公司资源注入的情况下，我们预计各项业务有望保持稳定增长。

表 6 主要经营性假设

	单位	2009	2010E	2011E
主要产品产量				
铜精矿	吨	44000	50000	55000
阴极铜	吨	719000	800000	870000
铜材	吨	85900	100000	130000
副产品产量				
硫酸	吨	1760000	1850000	1850000
黄金	千克	9300	10000	11000
白银	吨	310	320	330
铁精砂	吨	560000	600000	650000

产品价格

阴极铜	元/吨	41500	52000	53000
硫酸	元/吨	257	380	400
黄金	元/克	210	210	220
白银	元/克	3.1	3.15	3.3
铁精砂, 铁球团	元/吨	800	850	850

资料来源：华泰联合证券研究所整理

盈利预测及敏感性

基于以上假设，预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.52、0.59、0.79 元/股。

由于公司冶炼长单比例高达 80%-90%，冶炼收益在年初已基本确定，影响盈利的主要因素是铜价和黄金的价格，此外硫酸的价格对业绩也有较大的影响。

表 7 2010 年业绩对金价，铜价敏感性分析

金价/铜价	30000	40000	52000	60000	70000
180	-0.08	0.14	0.41	0.58	0.80
200	0.05	0.27	0.53	0.71	0.93
210	0.11	0.33	0.59	0.77	0.99
230	0.23	0.45	0.72	0.90	1.12
250	0.36	0.58	0.84	1.02	1.24

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 8 2010 年业绩对硫酸价格敏感性分析

硫酸价格	100	200	380	500	600
	0.32	0.42	0.59	0.71	0.81

资料来源：华泰联合证券研究所整理

估值与投资评级

我们认为，铜陵有色由于资源的限制，公司业绩对铜价的敏感性不如江西铜业和云南铜业等资源型铜业公司，但稳健的经营使公司能够保持业绩稳定增长，属于稳健的投资标的。对于铜冶炼企业而言，2010 年 30 倍 P/E 的估值并不具明显的投资吸引力，加之铜价大幅上涨的可能性较低，首次给予“中性”评级。

风险提示

政策退出与经济复苏的博弈在 2010 年将会延续，金属价格也存在大幅波动的风险，铜陵有色虽然经营稳健，但金属价格大幅波动将不可避免对公司业绩产生影响，激进或保守的可能性均不容忽视。

铜价、金价的剧烈波动，是对行业内企业进行盈利预测所难以回避的问题，我们的盈利预测与实际结果出现较大偏差的可能性同样存在。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8557	14591	16611	17300	营业收入	37342	32276	44677	50101
现金	1594	3207	4278	4877	营业成本	34909	30535	42537	47502
应收账款	421	564	584	527	营业税金及附加	107	78	119	133
其他应收款	503	490	499	494	营业费用	93	77	107	121
预付账款	2358	2800	3100	3200	管理费用	510	377	540	625
存货	3167	7400	8000	8000	财务费用	519	420	436	414
其他流动资产	514	130	151	202	资产减值损失	366	-250	-50	0
非流动资产	10720	10815	10669	10798	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	100	100	100	100	投资净收益	-6	0	0	0
固定资产	7921	8694	9216	9525	营业利润	832	1038	988	1305
无形资产	882	872	862	852	营业外收入	40	70	40	40
其他非流动资产	1817	1148	491	321	营业外支出	31	35	30	30
资产总计	19277	25406	27280	28097	利润总额	841	1073	998	1315
流动负债	9758	15064	15902	16025	所得税	202	236	180	237
短期借款	4338	5500	5000	5000	净利润	639	837	818	1079
应付账款	1406	3000	3600	3600	少数股东损益	2	160	50	50
其他流动负债	4014	6564	7302	7425	归属母公司净利润	637	677	768	1029
非流动负债	2664	2778	3178	2978	EBITDA	1845	1845	1852	2181
长期借款	2578	2778	3178	2978	EPS (元)	0.49	0.52	0.59	0.79
其他非流动负债	86	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	12422	17843	19080	19004	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	1044	1204	1254	1304	成长能力				
股本	1294	1294	1294	1294	营业收入	0.8%	-13.6%	38.4%	12.1%
资本公积	1922	1922	1922	1922	营业利润	-46.2%	24.8%	-4.8%	32.1%
留存收益	2595	3143	3729	4573	归属于母公司净利润	-38.2%	6.3%	13.5%	33.9%
归属母公司股东权益	5811	6359	6946	7789	获利能力				
负债和股东权益	19277	25406	27280	28097	毛利率 (%)	6.5%	5.4%	4.8%	5.2%
现金流量表					净利率 (%)	1.7%	2.1%	1.7%	2.1%
单位: 百万元					ROE (%)	11.0%	10.6%	11.1%	13.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	8.2%	9.0%	9.7%	11.7%
经营活动现金流	2852	1523	2370	1989	偿债能力				
净利润	639	837	818	1079	资产负债率 (%)	64.4%	70.2%	69.9%	67.6%
折旧摊销	494	387	428	462	净负债比率 (%)	59.02%	47.40%	42.86%	41.98%
财务费用	519	420	436	414	流动比率	0.88	0.97	1.04	1.08
投资损失	6	0	0	0	速动比率	0.55	0.48	0.54	0.58
营运资金变动	924	-34	568	38	营运能力				
其他经营现金流	269	-87	120	-3	总资产周转率	1.91	1.44	1.70	1.81
投资活动现金流	-1500	-482	-402	-590	应收账款周转率	58	60	72	83
资本支出	1311	440	420	560	应付账款周转率	18.01	13.86	12.89	13.20
长期投资	-14	12	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-204	-30	18	-30	每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.52	0.59	0.79
筹资活动现金流	-2300	572	-897	-799	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.20	1.18	1.83	1.54
短期借款	269	1162	-500	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.49	4.91	5.37	6.02
长期借款	-16	200	400	-200	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.28	35.09	30.91	23.09
资本公积增加	255	0	0	0	P/B	4.09	3.74	3.42	3.05
其他筹资现金流	-2808	-790	-797	-599	EV/EBITDA	16	16	16	14
现金净增加额	-961	1613	1071	600					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

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

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
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：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
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com