

世界铅锌巨子呼之欲出

报告关键点:

- 通过收购矿山资产，两年间中金岭南控制的矿产资源增加了一倍，成为国内拥有铅锌资源最多的企业，并成功走出海外；
- 预计到2012年，Perilya占中金岭南净利润的比例将上升至23%，成为其重要的盈利来源；
- 我们预计，公司有望以Perilya为平台，继续进行海外扩张，世界铅锌巨子正呼之欲出。

报告摘要:

- 中金岭南是国内铅锌行业的龙头企业之一。近年来，经过推广精细化管理和实施流程再造，公司的经营理念和管理能力已发生质的飞跃。公司并成功实施了矿产资源扩张战略，收购广西盘龙铅锌矿，并控股了澳大利亚上市公司Perilya，成功走出海外。仅仅两年间，公司控制的矿产资源储量翻了一番。至2009年底，控制的矿产资源包括：铅锌900万吨（权益715万吨）、铜22.4万吨（权益11.6万吨）、白银5,237吨（权益4,307吨）。公司现已成为国内控制铅锌矿产资源储量最多的企业。
- 中金岭南给Perilya带来了先进的矿山经营和成本控制理念。加上套期保值操作得当，Perilya已成为重要的盈利来源。我们预计，至2012年Perilya占中金岭南净利润的比例将上升至23%。同时，在我们的悲观情景假设下，如果澳洲政府对矿山企业征收资源租赁税，则2012年Perilya的盈利将下降36%，但中金岭南的盈利也仅减少8.7%，影响有限。
- 我们预计，随着矿山扩建和冶炼项目的投产，未来三年（2010年~2012年）中金岭南精锌和精铅产量有望分别实现20.3%和18.1%的年均复合增长率。同时，资源自有率仍将维持在60%以上的较高水平。
- 在避险情绪带动下，近期铅锌等基本金属价格走势低迷。但我们的宏观部门认为，美元汇率的反弹主要与希腊等国主权债务危机以及美国相对较强的经济表现有关；随着这两种力量的逐步削弱，美元汇率可能会重新回归长期趋势。加上通货膨胀的抬头，包括铅、锌等在内的大宗商品价格有望重新保持强势。
- 我们预计，中金岭南有望以Perilya为平台，继续进行海外扩张，世界铅锌巨子呼之欲出。我们看好公司的长期发展前景。三阶段DCF估值模型显示，公司合理股价为18.5元。我们维持“增持-A”的投资评级。
- 主要风险包括：1) 全球经济复苏放缓，包括铅锌在内的有色金属消费增长缓慢，价格低迷。敏感性分析表明，锌价每下降1,000元，中金岭南2010年每股收益将减少0.06元；铅价每下降1,000元，中金岭南2010年每股收益将减少0.04元。2) 澳大利亚政府继续对国内矿山企业实施严厉的税收政策。3) 经营海外矿山，面临更多政治、税收、环保等方面的不确定性。

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:
18.50 元

期限: 12 个月 上次预测: 18.40 元

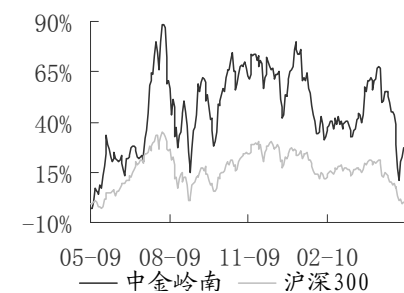
现价: 13.78 元

报告日期:
2010-05-13

市场数据

总市值(百万元)	21,867.17
流通市值(百万元)	21,844.29
总股本(百万股)	1,586.88
流通股本(百万股)	1,585.22
12 个月最高/最低	11.89/32.46 元
十大流通股东 (%)	30.08%
股东户数	137,977

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.70)	3.96	27.13
绝对收益	(23.61)	(9.36)	27.28

研究员

衡昆

 021-68766182
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450209090268

章小韩

021-68765163

助理行业分析师

zhangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,460	7,583	11,097	14,795	15,241
Growth(%)	-9.9%	1.7%	46.3%	33.3%	3.0%
净利润	346	414	997	1,916	1,388
Growth(%)	-70.4%	19.8%	140.7%	92.2%	-27.5%
毛利率(%)	21.7%	21.6%	25.7%	27.9%	23.4%
净利润率(%)	4.6%	5.5%	9.0%	12.9%	9.1%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.63	1.21	0.87
每股净资产(元)	2.20	2.47	2.83	3.43	3.87
市盈率	65.8	55.0	22.8	11.9	16.4
市净率	6.5	5.8	5.1	4.2	3.7
净资产收益率(%)	9.0%	11.0%	23.3%	36.1%	25.6%
ROIC(%)	15.7%	10.8%	20.3%	27.9%	21.0%
EV/EBITDA	16.1	27.3	12.3	7.5	8.9
股息收益率	0.0%	0.4%	2.2%	2.2%	4.2%

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

中金岭南: 盈利能力将继续改善

2009-08-21

中金岭南: 盈利有望首先走出行业低谷

2008-10-07

过去几年,中金岭南全面实施流程再造,推广精细化管理。加上收购的矿山开始进入盈利收获期,世界铅锌巨子正呼之欲出。

1. 世界铅锌巨子呼之欲出

随着全球铅锌行业自 2005 年以来走出低谷,中金岭南推广精细化管理,优化经营管理流程,提高经营效率,挖潜增效。经过流程再造,公司的经营理念和管理能力有了质的飞跃。“做不到,没有理由”已成为企业的核心价值观。

2008 年以来,公司成功实施了矿产资源扩张战略。在国内收购了广西盘龙铅锌矿 55% 股权,并投资控股了澳大利亚上市公司 Perilya 50.1% 的股权,成功走出海外。

2009 年以来,面对复杂的经济形势,中金岭南积极应对挑战,制定了“‘稳住’生产经营、‘顶住’巨大冲击、‘抓住’难得机遇”的应对方针。在行业的周期低谷中,做到了“有所作为”,公司经营逐步走出困境,综合竞争力进一步提升。2009 年 12 月,公司通过积极参与配股,将 Perilya 的持股比例提高至 52%。

2009 年 11 月,公司还与加拿大泰克公司 (Teck) 签署了爱尔兰波利纳拉克项目 (Ballinalack) 合作勘探协议。泰克公司是全球最大的铅锌精矿生产商,并以波利纳拉克项目勘探许可证及已完成的勘探成果与中金岭南合作设立合资公司,中金岭南出资 600 万美元持有合资公司 40% 的股权。目前,波利纳拉克项目拥有五个勘探许可证,总勘探面积 169.01 平方公里。项目已探明(控制)的铅锌储量约 56 万吨。

目前,中金岭南控制的主要有色金属矿产资源为:铅锌超过 900 万吨(权益 715 万吨)、铜 22.4 万吨(权益 11.6 万吨)、白银 5,237 吨(权益 4,307 吨)。仅仅两年间,公司控制的矿产资源储量实现了翻一番,相当于再造了一个中金岭南。公司现已成为国内控制铅锌矿产资源储量最多的企业。

表 1: 中金岭南旗下主要矿山

	矿山名称	所在地	性质	矿石资源量 (万吨)	原矿处理量 (吨/年)
	控股:				
1	凡口铅锌矿	广东韶关市	铅锌矿	3,500	168
2	盘龙铅锌矿	广西武宣县	铅锌矿	1,974	
3	Perilya 其中:				
	Broken Hill	澳大利亚	铅锌银矿	1,936	180
	Flinders	澳大利亚	硅酸锌氧化矿	48	出售原矿
	Mount Oxide	澳大利亚	铜钴矿	1,790	可研阶段
	Tampang	马来西亚	铜金矿		
	参股:				
1	Ballinalack	爱尔兰	铅锌矿	771	勘探阶段

数据来源:公司公告,安信证券研究中心

注: Perilya 数据截止 2009 年 12 月 31 日

表 2：中金岭南旗下矿产的资源情况

矿山名称	持股比例	金属量					品位				
		锌 (万吨)	铅 (万吨)	铜 (万吨)	钴 (万吨)	白银 (吨)	锌 (%)	铅 (%)	铜 (%)	钴 (%)	白银 (克/吨)
控股:											
1 凡口铅锌矿	100%	300	170			3,300	8.6	4.9			94.3
2 盘龙铅锌矿	55%	65	21				3.3	1.1			
3 Perilya	52%										
其中:											
Broken Hill		182	141			1,758	9.4	7.3			90.8
Flinders		14	1				28.4	1.4			
Mount Oxide				22	0.9	179			1.3	0.06	10.0
Tampang											
合计		561	333	22	0.9	5,237					
参股:											
1 Ballinalack		49	7				6.3	1.0			
总计(权益)		457	258	11	0.5	4,307					

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

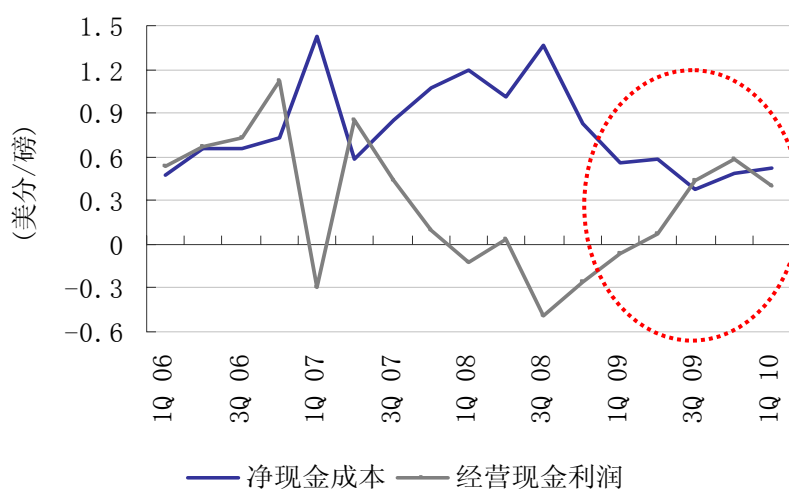
注：Perilya 数据截止 2009 年 12 月 31 日

2. Perilya 正成为重要的盈利来源

在完成了收购后，中金岭南给 Perilya 带来了先进的矿山经营和成本控制理念。2009 年以来，通过改善产品结构，Perilya 成本控制的效果已开始体现。加上铅锌等商品价格的回升，Perilya 单位现金成本稳步走低，正成为中金岭南的重要盈利来源。

2009 年以来，Perilya 的锌精矿单位净现金成本（Net Cash Cost）基本控制在 0.50 ~ 0.55 美分/磅之间，比 2008 年下降了三分之一以上。2009 年下半年，Perilya 实现净利润 2,851 万澳元；是 2009 年上半年净利润（209 万澳元）的 13.7 倍。

图 1：Perilya 单位现金成本和经营利润变化



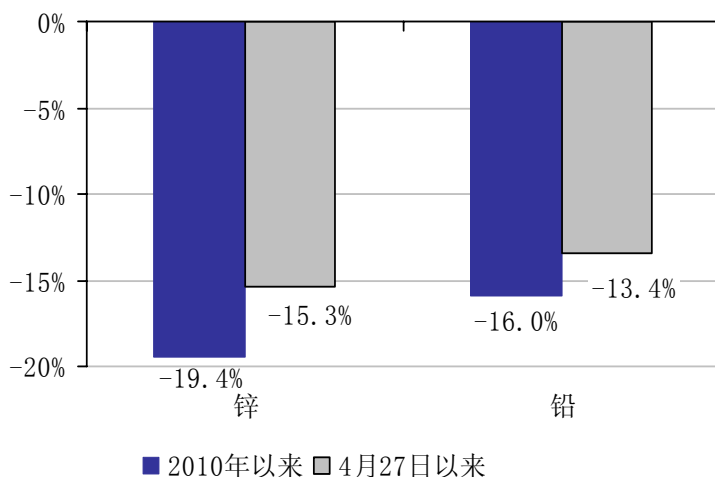
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：单位净现金成本（Net Cash Cost）指扣除了铅、白银等副产品收入之后的成本。

中金岭南给 Perilya 带来了先进的矿山经营和成本控制理念。2009 年以来，随着 Perilya 成本的改善，已成为中金岭南的重要盈利来源。

根据 Perilya 公布的数据, 至 2010 年 3 月底, 公司已对 2010 年的铅锌精矿产量进行了套期保值操作。其中, 套保数量占全年产量的比例分别为: 锌 50.3%、铅 67.0%。考虑到 4 月下旬以来, 铅、锌价格的跌幅均超过 10%, 套期保值操作部分规避了价格波动的风险。

图 2: Perilya 单位现金成本和经营利润变化



4 月下旬以来, 铅、锌价格的跌幅均超过 10%。而 Perilya 通过套期保值操作, 部分规避了价格波动的风险。

数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

注: 1) 数据截至 2010 年 5 月 11 日; 2) 4 月 27 日, 标准普尔下调希腊和葡萄牙债务评级。

根据我们对 2010 年的铅、锌价格预测, 预计 Perilya 通过套期保值, 已至少保证了超过 50% 的当年产量可实现的锌价比市场价高 0.4%, 可实现的铅价比市场价高出 12.8%。这相当于多带来了约 1,000 万澳元的税前利润。

我们预计, Perilya 通过前期的套期保值操作, 2010 年有望多带来 1,000 万澳元的税前利润。

表 3: Perilya 对 2010 年铅、锌产品的套保数量

品种	套保数量 (吨)	套保数量/ 同期产量	套保价格 (澳元/吨)	预测价格 (澳元/吨)	套保价/ 预测价
锌	33,830	50.3%	2,454	2,444	100.4%
铅	33,500	67.0%	2,695	2,389	112.8%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

注: 1) 套保数量及套保价格数据截止 2010 年 3 月 31 日; 2) 澳元对美元汇率假设为 0.9:1。

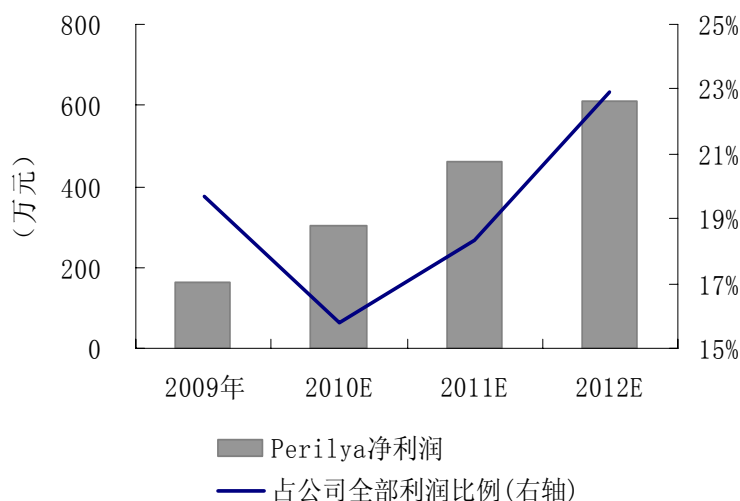
表 4: Perilya 分季度的套保数量 (截至 2010 年 1 季度)

	单位	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	合计
锌:										
数量	吨	11,830	11,500	10,000	500					22,000
单价	澳元/吨	2,138	2,650	2,590	2,700					2,624
铅:										
数量	吨	9,000	9,500	7,500	7,500	7,500	7,500			39,500
单价	澳元/吨	2,544	2,628	2,829	2,829	2,829	2,829			2,780
白银:										
数量	盎司	195,000	195,000	195,000	195,000	195,000	195,000	195,000	195,000	1,365,000
单价	美元/盎司	14.6	14.6	14.6	14.6	15.5	15.5	15.5	15.5	15.11

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

同时，我们预计，随着铅、锌产量的增加，加上白银销售合同的购回，Perilya 将越来越成为中金岭南的重要盈利来源。我们的盈利预测表明，未来三年，Perilya 占中金岭南全部净利润比例将会稳步上升。至 2012 年，这一比例将由 2009 年时的 19.7% 提高至 22.9%（指扣除房地产收益后持续经营业务产生的净利润）。

图 3: Perilya 净利润及其占中金岭南全部利润的比重



数据来源：安信证券研究中心预测

注：中金岭南净利润中扣除了房地产业务后持续经营业务产生的净利润。

表 5: Perilya 盈利预测表

(单位：千澳元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	245,891	253,048	249,312	270,044	366,612	418,918
其他收入	33,146	5,801	1,286	1,000	1,500	2,000
原材料、电力及消耗品	55,641	65,149	55,294	69,272	90,430	106,156
员工福利	77,381	79,344	47,843	50,000	65,000	65,000
折旧	46,189	25,728	18,733	20,000	30,000	30,000
其它费用	88,045	104,755	69,116	52,000	58,500	58,500
资产减值准备	-20,271	216,873	21,981	0	0	0
财务费用	8,273	13,215	-4,489	8,000	8,000	8,000
对联营企业和合营企业的投资损失	-537	-397	0	0	0	0
税前利润	24,316	-245,818	42,120	71,772	116,182	153,261
所得税	-5,013	16,329	11,521	21,532	34,855	45,978
权益投资者应得的利润	18,329	-229,398	30,599	50,241	81,328	107,283

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

注：1) Perilya 的会计年度为 6 月 30 日；本表根据其半年报数据，将会计年度调整为 12 月 31 日；

2) 2012 年盈利预测中，未考虑正在澳洲政府正在拟定中的对矿山企业增收 40% 资源租赁税 (Resource Rent Tax) 的因素。

3. 澳洲征收资源租赁税的影响有限

5 月初，澳大利亚政府表示，计划对国内矿产开采企业开征 40% 的资源租赁税 (Resources Rent Tax)，以更加公平地分配这些企业的巨额利润，并主要用于支付养老金、基础设施建设、扶持小企业发展等。澳大利亚国库部估计，在始于 2012 年 7 月 1 日的 2012~13 财年，政府将通过此项新税征得 30 亿澳元的额外税收；2013~14 财年额外税额将达 90 亿澳元。

目前，澳大利亚的金属矿产资源主要归各州所有。矿业公司的所得税率为 30%，由各州征收。而新的利税将由澳大利亚联邦政府征收。如果所得税率不减免，这意味着澳洲矿业公司的平均税负水平可能上升 15% 以上。

这一计划立刻遭到矿业巨头的反对。必和必拓首席执行官高瑞思表示，若该项税收付诸实施，将严重威胁澳洲矿业类企业的竞争力，并将对澳经济和生活标准产生负面影响。澳大利亚政府则表示，“已预计到税制改革计划会遭到资源类企业和保守反对党的反对”，因此，该政府接下来将就该项新税的细节征询相关企业的意见。因此，我们预计该计划能否获得通过，以及何时实施，均存在很大的不确定性。

为更好地反映资源租赁税对 Perilya 以及中金岭南盈利的影响，我们以 2012 年为例，比较可实施该项新税前 Perilya 的盈利变化。结果显示，在不考虑可抵扣的资本开支等因素的情形下，征收资源租赁税后，Perilya 2012 年的净利润将下降 35.9%，对当年中金岭南净利润的影响约为 8.7%。

而且，我们的情景假设并没有考虑澳洲政府提出的将所得税率下调至 28% 的因素。显然，即使是最坏的情景假设下，征收该税种对中金岭南的盈利影响也较为有限。

我们的计算表明，澳洲征收资源租赁税后，在最坏的情形假设下，Perilya 的盈利将下降 36%；但中金岭南的盈利仅减少 8.7%。

表 6：澳洲资源租赁税对 Perilya 的盈利影响（以 2012 年为例）

现有体系下：			实施资源租赁税后：		
	税率	百万澳元		税率	百万澳元
收入		419	收入		419
税前利润 (未扣特许税)		164	税前利润 (未扣资源租赁税)		164
特许税	2.50%	10	资源租赁税	40%	65
税前利润		153	税前利润		98
所得税	30%	46	所得税	30%	29
净利润		107	净利润		69
影响					
对 Perilya		-35.9%			
对中金岭南		-8.7%			

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

注：1) 2007~2009 年，特许税 (Royalties) 占 Perilya 收入的平均比例约 2.5%；2) 假设征收资源租赁税后，取消征收特许税；3) 实施资源租赁税后的计算中，未考虑其它可抵扣的资本开支等因素，以及所得税率下调的可能，因此为最坏时的情景假设。

4. 产量有望继续增加

我们预计，随着矿山扩建和冶炼项目的投产，未来三年（2010 年~2012 年）中金岭南精锌和精铅产量有望分别实现 20.3%和 18.1%的年均复合增长率。同时，资源自有率仍将维持在 60%以上的较高水平。这主要来自于：

- 1) 作为 2006 年再融资的募集资金项目之一，10 万吨锌氧压浸出新工艺技改项目（即丹霞冶炼厂 10 万吨电解锌项目）正在逐步达产中；1 季度时的开工率约 70%。公司解释，因厂房建设、设备引进、安装、调试等工程未达到预期进度而有所延误。公司预计，2010 年该项目的电解锌产量约 8 万吨。另外，公司计划在今年上半年启动项目二期的建设，增加 10 万吨点解铅产能；二期将与一期配套，以充分回收矿渣中的稀有金属等副产品。
- 2) 公司表示，2010 年 Perilya 的铅锌精矿生产计划与 2009 年相当，仍为 13 万吨左右。这主要是由于 Perilya 目前仍以开采前期采矿时留下的矿柱为主，这部分矿石虽然品位较高，但泥沙等杂质含量也较多，处理难度大。但公司预计，至 2010 年底，Perilya 将形成 18 万吨/年的铅锌精矿生产能力。

表 7：中金岭南主要产品产量及预测

（单位：吨）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	未来三年年均复合增长率
冶炼产品产量							
锌及锌制品	181,500	239,300	246,700	320,000	350,000	430,000	20.3%
变化	31.8%	31.8%	3.1%	29.7%	9.4%	22.9%	
电铅	92,200	120,300	121,500	120,000	150,000	200,000	18.1%
变化	22.4%	30.5%	1.0%	-1.2%	25.0%	33.3%	
白银	185	131	127	150	180	200	
变化	12.2%	-29.5%	-2.9%	18.3%	20.0%	11.1%	
矿产品产量							
锌精矿	99,900	120,200	188,800	204,200	237,600	254,400	10.5%
变化	-0.7%	20.3%	57.1%	8.2%	16.4%	7.1%	
其中：							
凡口铅锌矿	99,900	117,200	125,000	125,000	125,000	125,000	
盘龙铅锌矿		3,000	5,000	12,000	16,000	16,000	
Perilya		0	58,800	67,200	96,600	113,400	
铅精矿	45,500	56,300	116,100	122,000	142,500	147,250	8.2%
变化	-0.4%	23.7%	106.2%	5.1%	16.8%	3.3%	
其中：							
凡口铅锌矿	45,500	55,300	60,000	68,000	68,000	68,000	
盘龙铅锌矿		1,000	2,000	6,500	8,000	8,000	
Perilya			54,100	47,500	66,500	71,250	
精矿含银	86	102	164	165	178	193	
资源自有率	53.1%	49.1%	82.8%	74.1%	76.0%	63.8%	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

5. 避险情绪上升，短期价格受到抑制

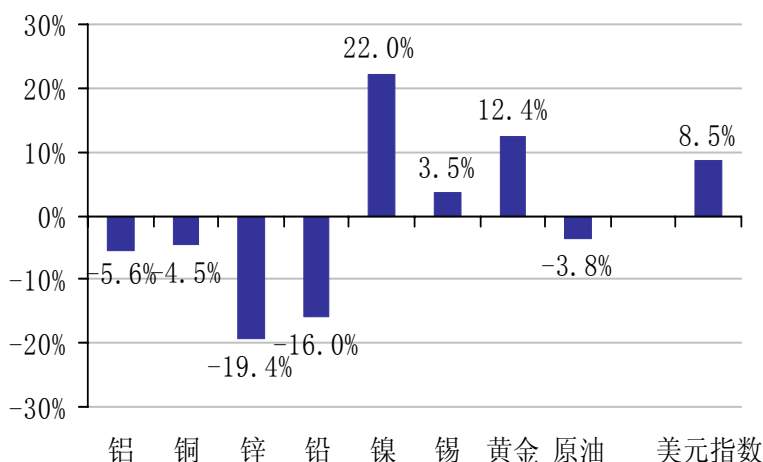
去年 10 月份以来，欧洲的债务危机不断困扰着全球资本市场。包括希腊、冰岛、西班牙和葡萄牙等国在内的欧洲国家，主权信用评级被多次下调。

为了防止希腊危机的进一步蔓延，欧盟和 IMF 在 3 月份达成一致，同意在必要的时候共同出资 320 亿欧元救助希腊。5 月份欧盟和 IMF 同意将对希腊的援助额进一步提高至 1,100 亿欧元，这一额度足以满足希腊政府 2010 年的债务支付需求。然而，这样的援助计划似乎并没有能够抑制市场的担忧。

欧盟债务危机引发了投资者对欧洲经济复苏的担忧，并使欧元不断走弱；而美元则相对走强。年初以来，美元指数已经上涨了 8.5%。同时，金价创出历史新高，而包括铅、锌等在内的基本金属价格则持续下跌。

图 4：主要大宗商品价格变化(2010 年~)

随着避险情绪上升，
今年来基本金属普遍下跌，而美元指数和金价则上涨。



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：数据截止日期 2010 年 5 月 11 日

同时，通胀预期也再度升温；人民币面临的升值压力正在聚集。加上房地产和汽车等行业的放缓，短期内国内经济面临的不确定性正在增加。

但长期来看，我们的宏观部门认为，2009 年 12 月以来美元汇率的反弹，主要与希腊等国主权债务危机以及美国相对较强的经济表现有关，随着这两种力量的逐步削弱，美元汇率可能会重新回归长期趋势。如果美元重新贬值，加上通货膨胀的抬头，包括铅、锌等在内的大宗商品价格将可望继续会保持强势。

表 8：主要商品价格假设

	单位	当前价格 (5 月 11 日)	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
锌	元/吨	17,600	15,300	13,891	18,500	18,500	18,500
铅	元/吨	15,475	16,977	13,764	16,000	16,500	16,500
白银	元/千克	4,090	3,357	3,294	3,498	3,232	3,232

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心预测

6. 维持公司“增持-A”投资评级

中金岭南作为国内铅锌行业的龙头企业之一，生产技术、成本控制和管理能力等均处于行业领先水平。公司于 2009 年初完成了对澳大利亚 Perilya 公司的收购，成功进军海外市场。同时，公司过去几年全面实施流程再造，推广精细化管理；加上收购的矿山开始进入盈利收获期，世界铅锌巨子正呼之欲出。

近期，澳大利亚政府宣布将从 2012 年 7 月份开始，向资源类企业征收 40% 的资源租赁税。受此影响，中金岭南股价持续下跌。但我们的分析表明，该项政策的实施对公司盈利的负面影响有限。

5 月 12 日，中金岭南发布公告，称大股东广东省广晟资产经营有限公司及一致行动人深圳市广晟投资发展有限公司，计划通过收购上市公司一定比例的流通股权，来增强对上市公司的控制能力；在未来 12 个月内，增持不超过公司已发行股份的 2%。其中，深圳广晟已于 5 月 11 日增持了 15,500,499 股，平均价格 13.41 元/股，占公司总股本的 0.98%。大股东的增持行为，也显示出对中金岭南未来持续稳定发展的信心。

我们预计，中金岭南有望以 Perilya 为平台，继续进行海外扩张。我们看好公司的长期发展前景。三阶段 DCF 估值模型显示，公司合理股价为 18.5 元（主要假设：WACC 7.65%，边际税率 25%，2013~2017 年年均增长率 5%，长期增长率 0%）。我们维持公司“增持-A”的投资评级。

公司面临的主要风险包括：1）全球经济复苏放缓，包括铅锌在内的有色金属消费增长缓慢，价格低迷。敏感性分析表明，锌价每下降 1,000 元，中金岭南 2010 年每股收益将减少 0.06 元；铅价每下降 1,000 元，中金岭南 2010 年每股收益将减少 0.04 元。2）澳大利亚政府继续对国内矿山企业实施严厉德尔税收增管政策。3）经营海外矿山，面临着更多政治、税收、环保等方面的不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-13

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,460	7,583	11,097	14,795	15,241	成长性					
减: 营业成本	5,842	5,945	8,251	10,664	11,670	营业收入增长率	-9.9%	1.7%	46.3%	33.3%	3.0%
营业税费	90	78	100	103	106	营业利润增长率	-67.3%	36.1%	145.2%	84.0%	-20.9%
销售费用	96	286	399	443	395	净利润增长率	-70.4%	19.8%	140.7%	92.2%	-27.5%
管理费用	531	628	664	679	761	EBITDA 增长率	-41.4%	-36.6%	240.3%	59.7%	-16.9%
财务费用	324	8	193	165	143	EBIT 增长率	-49.1%	-19.0%	169.9%	73.0%	-20.5%
资产减值损失	220	8	-	-	-	NOPLAT 增长率	-48.7%	-21.8%	152.1%	73.4%	-20.5%
加: 公允价值变动收益	1	-53	-	-	-	投资资本增长率	13.3%	34.5%	26.0%	5.5%	3.4%
投资和汇兑收益	102	50	30	60	50	净资产增长率	-0.4%	21.5%	7.6%	18.8%	11.5%
营业利润	456	621	1,522	2,800	2,216	利润率					
加: 营业外净收支	-2	9	-	-	-	毛利率	21.7%	21.6%	25.7%	27.9%	23.4%
利润总额	454	630	1,522	2,800	2,216	营业利润率	6.1%	8.2%	13.7%	18.9%	14.5%
减: 所得税	103	110	335	616	487	净利润率	4.6%	5.5%	9.0%	12.9%	9.1%
净利润	346	414	997	1,916	1,388	EBITDA/营业收入	13.4%	8.4%	19.5%	23.3%	18.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	10.5%	8.4%	15.4%	20.0%	15.5%
货币资金	859	1,593	966	1,189	921	运营效率					
交易性金融资产	2	2	-	-	-	固定资产周转天数	115	152	134	109	108
应收帐款	242	363	498	664	684	流动营业资本周转天数	79	75	70	66	70
应收票据	71	136	50	50	50	流动资产周转天数	196	218	171	130	137
预付帐款	371	272	412	533	583	应收帐款周转天数	8	12	13	14	16
存货	1,915	3,025	2,885	3,197	3,499	存货周转天数	115	121	96	74	79
其他流动资产	79	242	100	100	100	总资产周转天数	385	465	377	294	299
可供出售金融资产	85	252	200	200	200	投资资本周转天数	222	271	240	207	210
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	134	136	145	145	145	ROE	9.0%	11.0%	23.3%	36.1%	25.6%
投资性房地产	42	35	40	40	40	ROA	4.4%	4.5%	10.2%	17.3%	13.6%
固定资产	2,562	3,861	4,399	4,519	4,615	ROIC	15.7%	10.8%	20.3%	27.9%	21.0%
在建工程	626	175	300	500	500	费用率					
无形资产	651	1,238	1,173	1,067	962	销售费用率	1.3%	3.8%	3.6%	3.0%	2.6%
其他非流动资产	261	291	333	333	333	管理费用率	7.1%	8.3%	6.0%	4.6%	5.0%
资产总额	7,935	11,647	11,582	12,618	12,712	财务费用率	4.3%	0.1%	1.7%	1.1%	0.9%
短期债务	990	2,372	2,500	2,000	1,600	三费/营业收入	12.7%	12.2%	11.3%	8.7%	8.5%
应付帐款	654	912	495	533	583	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	51.0%	59.4%	56.1%	52.1%	47.0%
其他流动负债	269	1,011	532	643	656	负债权益比	103.9%	146.4%	127.7%	108.8%	88.6%
长期借款	1,000	640	1,000	1,000	1,000	流动比率	1.56	1.05	1.02	1.16	1.35
其他非流动负债	776	906	210	210	210	速动比率	0.65	0.48	0.42	0.51	0.54
负债总额	4,044	6,921	6,495	6,574	5,974	利息保障倍数	2.42	78.52	8.90	17.97	16.49
少数股东权益	407	812	600	600	600	分红指标					
股本	1,024	1,024	1,587	1,587	1,587	DPS(元)	-	0.06	0.31	0.31	0.60
留存收益	2,465	2,813	2,850	3,807	4,502	分红比率	0.0%	23.5%	50.0%	26.0%	69.0%
股东权益	3,891	4,726	5,087	6,044	6,739	股息收益率	0.0%	0.4%	2.2%	2.2%	4.2%
现金流量表	2,008	2,009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	405	520	997	1,916	1,388	EPS(元)	0.22	0.26	0.63	1.21	0.87
加: 折旧和摊销	229	96	447	486	510	BVPS(元)	2.20	2.47	2.83	3.43	3.87
资产减值准备	220	8	-	-	-	PE(X)	65.8	55.0	22.8	11.9	16.4
公允价值变动损失	-1	53	-	-	-	PB(X)	6.5	5.8	5.1	4.2	3.7
财务费用	133	278	64	193	165	P/FCF	-44.9	47.7	-24.1	23.8	32.8
投资收益	-102	-50	-30	-60	-50	P/S	3.1	3.0	2.1	1.5	1.5
少数股东损益	5	106	190	269	340	EV/EBITDA	16.1	27.3	12.3	7.5	8.9
营运资金的变动	900	-490	-934	-450	-308	CAGR(%)	84.0%	49.2%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,630	502	862	2,325	2,022	PEG	0.8	1.1	-0.2	-0.1	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,334	-1,605	-1,078	-642	-452	ROIC/WACC	1.7	1.2	2.2	3.0	2.3
融资活动产生现金流量	-548	1,642	-363	-1,163	-1,501	REP	1.9	2.2	1.5	1.0	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034