

强烈推荐-A (首次)**西藏矿业 000762.SZ**

目标估值: NA

当前股价: 29.33 元

2010 年 6 月 18 日

风物长宜放眼量**基础数据**

上证综指	2510
总股本(万股)	27570
已上市流通股(万股)	22679
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	65
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	5.6
资产负债率	46.0%
主要股东	西藏自治区矿业发展
主要股东持股比例	17.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	10	26
相对表现	14	35	33

**李洪冀**

021-68407470
 lihongji@cmschina.com.cn
 S1090210050010

王晓丹

0755-82943260
 wxiaodan@cmschina.com.cn
 S1090208080233

- **西藏唯一矿业企业, 地位不容忽视:** 公司拥有从上游铬铁、锂、铜矿开采到下游铬盐、锂盐生产相对完整的产业链。作为西藏地区唯一的矿业企业, 其地位不容忽视, 将充分享受西藏政府对其“发展比较优势的战略支撑产业, 加强能源资源开发”的产业政策, 并将受益于国家对西藏地区的振兴计划。
- **新能源革命带来的契机:** 新能源产业正孕育着新的经济增长点, 也是新一轮国际竞争的战略制高点。国家对电动汽车的政策扶持力度不断加强; 全球电动汽车相关产业向中国转移, 必将带动具有强稀缺性、战略性的碳酸锂需求的大幅提升。
- **定增项目将大幅提升铜、碳酸锂产能:** 公司目前收入利润主要依赖于铬铁矿。未来公司将培育铜、碳酸锂为新的业绩增长点, 均衡发展三板块。公司拟通过增发将现有产能扩张至碳酸锂精矿 2.6 万吨、锂产品 1.5 万吨, 以及电解铜 6500 吨的生产能力, 较目前产能分别有 420%、200% 和 333% 的增长。此外, 公司将进行电池级碳酸锂的生产, 未来充分享受电动汽车行业的发展。
- **资源优势明显, 盈利能力有望增强:** 公司碳酸锂资源的规模、成本优势明显。但由于前期产能未能充分发挥, 以及较高的销售、管理费用, 导致碳酸锂业务亏损。未来随着公司定向增发, 资金瓶颈有望得到解决, 而产量的提升将带来公司碳酸锂成本的下降, 盈利能力有望增强。
- **“强烈推荐”投资评级:** 预计公司 2010 年、2011 年及 2012 年 EPS 分别为 0.18 元、0.27 元和 0.36 元。与全球最大碳酸锂企业智利 SQM 相比, 公司市值存在严重低估。基于对未来碳酸锂行业前景的强烈看好, 公司丰富的碳酸锂资源, 以及资金瓶颈突破带来的产能迅速提升, 我们给予公司“强烈推荐”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	504	293	407	476	574
同比增长	20%	-42%	39%	17%	20%
营业利润(百万元)	59	2	65	101	138
同比增长	17%	-97%	3209%	57%	36%
净利润(百万元)	47	21	49	74	98
同比增长	-16%	-55%	128%	51%	33%
每股收益(元)	0.17	0.08	0.18	0.27	0.36
PE	174.6	385.6	169.0	111.9	84.0
PB	14.2	13.5	12.6	11.5	10.3

资料来源: 招商证券

正文目录

一、未来三大板块均衡发展	3
(一) 西藏唯一矿业企业，股权较为分散	3
(二) 发展战略——三大板块均衡发展，铜、锂为利润新增长点	3
二、锂业务——新能源革命带来的契机	5
(一) 锂行业——新能源推动碳酸锂需求	5
(二) 资金瓶颈得以解决，未来产量将大幅提升	5
1、资源禀赋优越，拥有世界上唯一以天然形式存在的碳酸锂盐湖	5
2、采用“梯度太阳池提锂法”，工艺技术日臻成熟，生产工艺简单，成本低	6
3、资金瓶颈有望得到解决，未来碳酸锂产能有望挤入世界前列	7
4、从工业级锂到电池级锂的突破	7
5、规模化生产将降低成本	8
三、铜板块有望成为未来公司业绩亮点	9
(一) 定向增发提升产量，资源潜力仍待挖掘	9
(二) 湿法冶炼具备成本优势	9
四、铬业务——维持目前经营现状	9
(一) 拥有国内储量最大，质量最好的铬铁矿资源	9
(二) 产量受资源限制，未来将维持现有经营	10
(三) 铬矿盈利能力稳定，铬盐波动较大	11
五、盈利预测及投资评级	12
风险提示：	13

图表目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：公司历年产品收入结构	4
图 3：公司历年产品利润结构	4
图 4：2009 年公司产品收入结构	4
图 5：2009 年公司产品利润结构	4
图 6：公司锂产业链图	7
图 7：公司历年锂盐产品销售毛利率情况	8
图 8：公司电解铜销售毛利率(%)	9
图 9：公司铬产业链图	10
图 10：公司历年铬盐及铬矿石销售毛利率情况	11
表 1：公司分产品产量预测（吨）	12
表 2：公司分产品价格预测（元/吨）	12
表 3：市值经济价值对比	13
附：财务预测表	14

一、未来三大板块均衡发展

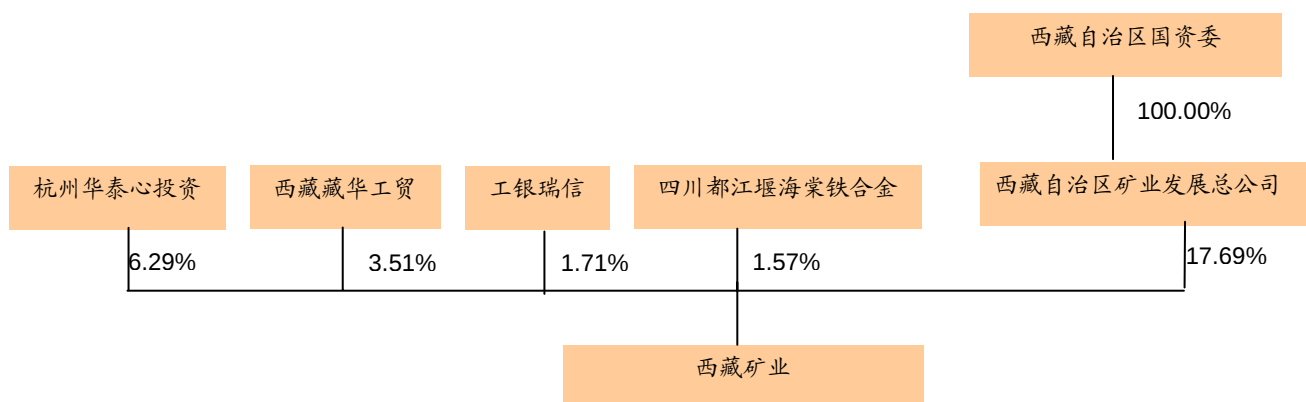
（一）西藏唯一矿业企业，股权较为分散

公司是由西藏自治区矿业发展总公司、四川都江堰海棠电冶厂、山南地区泽当供电局、西藏山南地区铬铁矿、西藏藏华工贸有限公司五家发起人共同发起设立的股份有限公司。公司股权结构比较分散，目前西藏自治区矿业发展总公司仅持有公司 17.79% 的股权。

公司是西藏唯一一家从事铬铁矿、锂矿及铜矿开采的矿业企业，同时也是国内最大的铬铁矿生产企业。2009 年公司生产铬铁矿 4 万吨左右，占全国总量约 40%。公司产业链涉及从上游矿石开采，到下游化工产品铬盐、锂盐的生产与销售，已形成相对完整的产业链。

公司作为西藏地区唯一的矿业企业，其地位不容忽视，将充分享受西藏政府对于其培育具有地方特色和比较优势的战略支撑产业，加强能源资源开发等方面的产业政策，并将受益于国家对西藏板块未来振兴计划。

图 1：公司股权结构



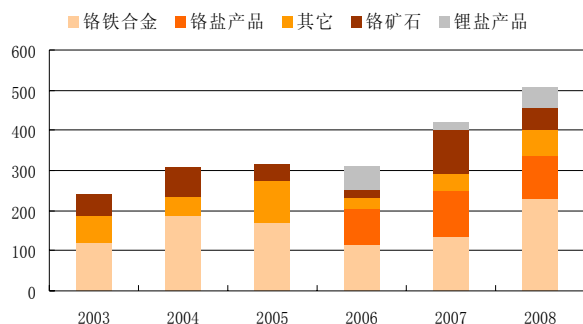
数据来源：招商证券

（二）发展战略——三大板块均衡发展，铜、锂为利润新增长点

目前，公司主要经营的三大板块分别是：铬、锂及铜。其中，铬铁矿是目前西藏矿业主要的收入及利润来源，其业务收入在 2007 年、2008 年、2009 年分别占到公司营业收入的 86.50%、77.39%、69.62%，利润占比分别为 82.69%、78.35%、66%。而锂和铜业务对业绩的贡献相对较低，尤其是碳酸锂业务，由于资金投入不足，导致收入利润占比较小。公司业务向铬产品倾斜，面临不均衡发展。

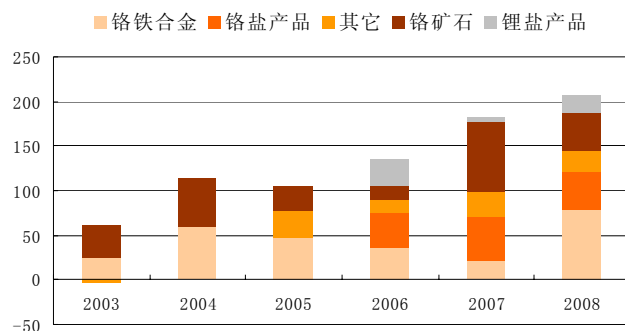
2009 年公司停止了铁合金的生产与销售，同时，2009 年公司电解铜产量有所增长，导致铜业务占比提升，铬系列产品收入利润占比下降。

图 2：公司历年产品收入结构



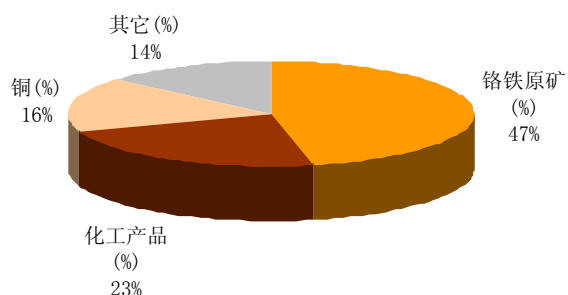
数据来源：公司年报，招商证券

图 3：公司历年产品利润结构



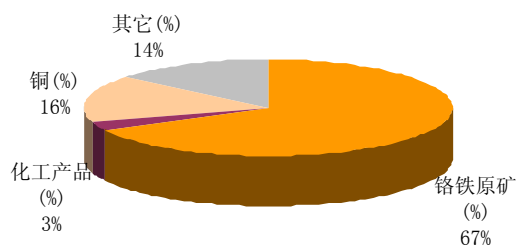
数据来源：公司年报，招商证券

图 4：2009年公司产品收入结构



数据来源：公司年报，招商证券

图 5：2009年公司产品利润结构



数据来源：公司年报，招商证券

由于铬铁主要的下游应用领域是钢铁行业，因此，受钢铁行业周期波动影响较大，导致公司业绩也存在很强的波动性。公司计划加大对锂和铜板块的投入，在现有产能基础上进行扩建，使未来产品结构有个合理均衡的发展，从而降低业绩对单一产品的依赖程度，同时培育新的利润增长点。

二、锂业务——新能源革命带来的契机

（一）锂行业——新能源推动碳酸锂需求

新能源产业正孕育着新的经济增长点，也是新一轮国际竞争的战略制高点。在新能源产业中，电动汽车是重要的组成部分，而动力锂电池无疑是电动汽车的最佳选择。作为电动汽车所需的磷酸铁锂动力电池正极材料的原材料碳酸锂，将会成为新能源革命中最大受益者之一。

全球有关新能源汽车产业的刺激政策不断出台，而中国对新能源汽车产业的政策扶持力度也在不断加强，包括前期对城市用公交车用新能源汽车的补贴政策，以及近期出台了私人购车的补贴政策。我们预期未来会有更多新能源产业相关的刺激扶持政策出台，这些政策将加快新能源产业的发展步伐，带来一场新能源革命的盛宴。

作为一种强稀缺性资源，碳酸锂的战略意义可想而知，目前，全球主要的碳酸锂资源集中在智利、阿根廷、澳大利亚及中国等国家，而碳酸锂的生产集中在智利 SQM、FMC 及 Chemetall 这三大公司手中，产量占了全球 70% 以上，已形成了寡头垄断的局面。我国每年需要进口大量的碳酸锂，尤其是电池级碳酸锂高度依赖进口。在这种情况下，锂资源问题成为未来我国新能源汽车是否具有可持续发展的重要因素之一，对国内锂资源的保护及利用必将会成为国家高度重视的问题，而我们认为这将是迫在眉睫的。

有机构认为，中国会是继日本之后发展新能源汽车最快的国家，目前有一些电池制造商将工厂设在中国。此外，也有部分碳酸锂企业在中国合作开发碳酸锂资源。全球新能源汽车相关产业向中国转移，必将带来对碳酸锂需求的快速提升。

2009 年在智利召开的锂行业会议上，全球前三大碳酸锂供应商共同预计未来 10 年碳酸锂的需求量将增长 2 倍至 30 万吨，而目前全球的产能只在 10 万吨左右。新能源革命将改变未来碳酸锂供求格局，带来碳酸锂行业发展的契机。

（二）资金瓶颈得以解决，未来产量将大幅提升

1、资源禀赋优越，拥有世界上唯一以天然形式存在的碳酸锂盐湖

公司目前形成了从上游碳酸锂资源到中游工业级碳酸锂的锂产业链。西藏扎布耶锂业公司（56.72%）拥有锂储量全国第一、世界第三大的扎布耶盐湖 20 年开采权，该湖是世界上唯一以天然形式存在的碳酸锂盐湖。

富裕的资源储量为规模化生产提供有利保障：

目前公司的锂资源量除湖岸以及湖底自然沉积的碳酸锂外，仅湖面 299 平方公里范围内就有 246 万吨碳酸锂，并且每年因雨水冲击，湖边会带入不少的碳酸锂。如此丰富的碳酸锂资源储备，为公司未来规模化生产提供了有利保障。由于该湖的锂是以天然碳酸锂形式存在，卤水含锂量达 1500mg/L 左右，远高于其它盐湖，含锂量仅次于全球最大的 Atacama 盐湖 1600mg/L 的含锂量。扎布耶湖分为南、北两个湖区，其中南湖约 50 平方公里，卤水浓度约 1.2%；北湖 98 平方公里，卤水浓度约 0.6%。高含锂量也为生产成本的降低提供了有利条件。

自然元素丰富，资源综合利用：

扎布耶盐湖中的自然元素非常丰富，除了固相的硼砂、芒硝、石盐等外，卤水中还富含锂、硼、钾、铷、铯、溴等多种元素。其中，硼、锂均达到超大型；钾、铯等达到大型规模。其经济价值达到 1500 亿元。扎布耶盐湖的综合开发利用价值非常高。

镁锂比低，易提取：

由于锂的离子半径同镁非常接近，一般而言，盐湖卤水中镁锂比值的高低决定了利用卤水资源生产锂盐的可行性以及锂盐产品的生产成本和经济效益。目前全球盐湖大多数是高镁低钾型，国外之所以能够成功地利用盐湖卤水生产锂化合物，因为其卤水镁锂比值小，甚至不含镁，而从此类盐湖卤水中提纯分离碳酸锂的工艺技术难度比较大，技术壁垒较高。目前这类技术仅掌握在少数国外企业手中，因此，形成目前碳酸锂行业寡头垄断的局面。而公司拥有的扎布耶盐湖含镁量远低于世界上其它盐湖，镁锂比仅为 0.003，无需面对从高镁锂比例卤水中提锂的难题，可以通过采用物理方法加工，具有成本低的优势，并可最大限度地减少环境的影响。

与中信国安对比：青海柴达木盆地盐湖卤水镁/锂比值高达 40~1500，锂以氯化锂的形态存在，造成提锂技术难度加大，分离困难，用以生产碳酸锂需要化工过程转型，增加处理工序。

2、采用“梯度太阳池提锂法”，工艺技术日臻成熟，生产工艺简单，成本低

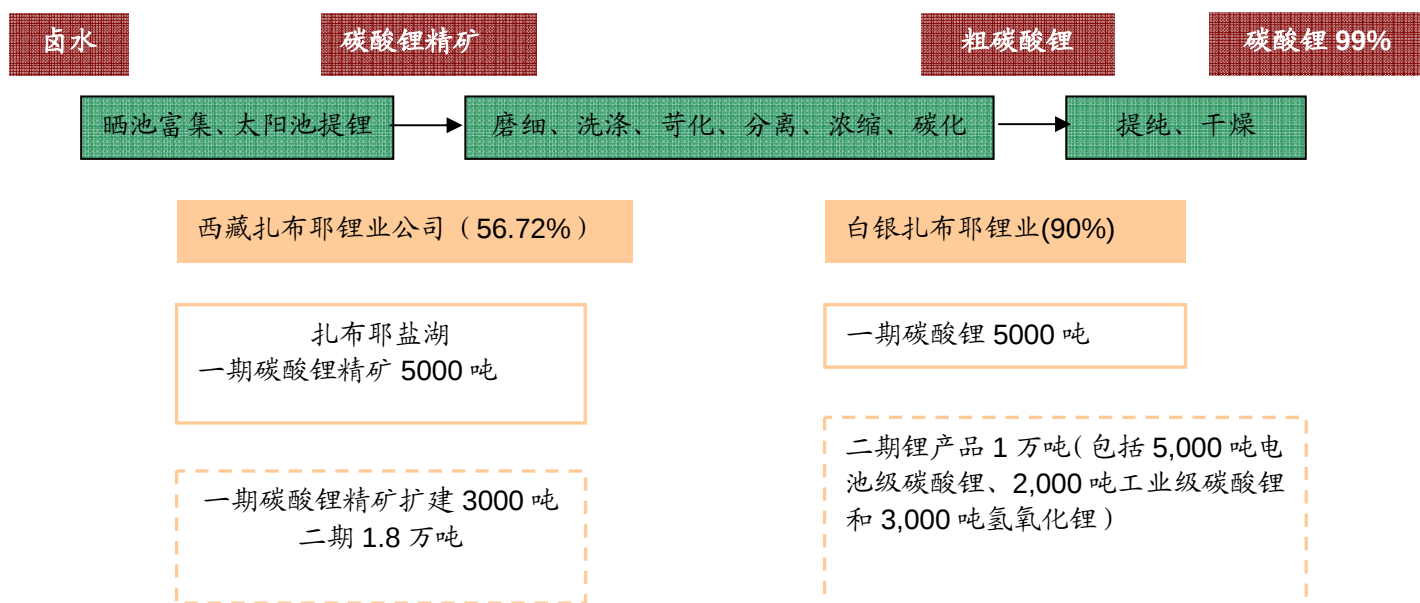
公司采用的是“梯度太阳池提锂法”提锂，即通过一系列太阳蒸发池对浓度约为 0.6% 的卤水逐级蒸发浓缩到 2.0%-2.5%（制卤），分离出锂盐或高浓度卤水（约 50%-60% 的粗碳酸锂，结晶），然后由工厂提纯得到含量 99.5% 的工业级碳酸锂。该工艺充分利用了西藏地区太阳能充足（年热照时数平均达 3100 小时）、温差大、淡水资源充分、有适宜修建盐田的粘土层等地理条件，克服了缺少能源供给、交通不便带来的物资供应短缺的困难。

“梯度太阳池提锂法”具有生产工艺简单，生产规模易于调整的优点，最重要的是对环境的损害是目前应用的所有提锂工艺中最小的，并且成本低。西藏矿业扎布耶盐湖卤水提锂技术水平已达到了国际先进水平，比国外卤水提锂具有明显的成本优势和市场优势。而与国内传统的在伟晶岩型锂矿中通过强能和化学回收工艺提取锂产品更具备加工工艺流程短，耗能交，成本低的优势。

但扎布耶也存在一些问题：

- 1) 规模的持续性，晒池不可能无限至扩大；
- 2) 气候限制，雨水天气会影响生产；
- 3) 湖水的锂提取出来后其他的再回到湖中，浓度不断变少，因此成本不断上升；
- 4) 一般说就地加工很难，不可能从资源到加工一体化，必须将精矿运往异地进行加工，导致运输费用较高。

图 6：公司锂产业链图



数据来源：招商证券（虚线为增发拟建项目）

3、资金瓶颈有望得到解决，未来碳酸锂产能有望挤入世界前列

2005 年，公司建设了第一条年产能 5000 吨碳酸锂的生产线。由于锂矿供应不足，公司碳酸锂产能一直没有完全发挥。2008 年公司碳酸锂产量 1200 吨，2009 年 1000 吨不到。

公司结晶池和晒池不足是制约公司锂矿产能发挥的问题所在。由于公司设计参数与实际有较大的差别，导致公司目前 60 个结晶池，理论上可产出 5000 吨，但实际产量并不能达到。前期由于资金问题，公司一直没有扩大结晶池和晒池的数量，现今，公司拟通过定向增发募集资金对现有 5000 吨碳酸锂精矿产能进行技术改造，改造后将达到 8000 吨的生产能力；同时，公司还将进行二期 18000 吨锂精矿的建设生产，届时将形成锂精矿年总产能 2.6 万吨。

与此同时，公司在现有的 5000 吨碳酸锂产能的基础上，将进行白银扎布耶二期工程的开工建设，未来将新增 10000 吨锂产品产能，其中包括 5000 吨电池级碳酸锂、2000 吨工业级碳酸锂和 3000 吨氢氧化锂。根据目前全球主要碳酸锂生产企业规模来看，公司未来 1.2 万吨碳酸锂生产规模已进入世界前列。

4、从工业级锂到电池级锂的突破

碳酸锂的纯度直接关系到电池性能的好坏，因此，一般电池用碳酸锂（电池级碳酸锂）的纯度要求在 99.5%以上。

一辆电动汽车中电池级碳酸锂的用量相当于 100-1000 个手机或手提电脑的用量，因此电动汽车产业的发展必将带来对电池级碳酸锂需求的爆发性提升。

公司拟定增项目将部分募集资金进行“5000 吨电池级碳酸锂”项目的建设。目前国内

锂电池制造企业使用的电池级碳酸锂大多为进口。该项目建成后，公司将实现从传统的工业级碳酸锂到电池级碳酸锂的突破，直接受益于下游新能源行业的发展。

据我们了解，公司目前电池级碳酸锂已经开始有小量生产，产品纯度已可达到电池级。未来随着原料供应的提升，以及提纯技术的经验的不断积累，规模化生产指日可待。我们认为，在下游需求快速提升的预期下，一旦公司的资金瓶颈和原料瓶颈得到突破，公司对电池级碳酸锂的研发生产速度将加快。

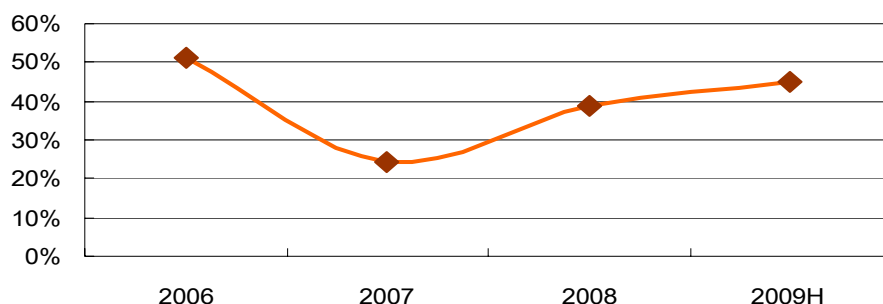
5、规模化生产将降低成本

公司锂盐产品主要包括两种，碳酸锂及氢氧化锂。目前，这两个产品的市场价分别为 3.8 万元/吨和 4.05 万元/吨，产量比例在 3:1 左右。2009 年上半年公司锂盐毛利率为 45.23%，按上半年锂盐均价 37000 元/吨计算，公司碳酸锂成本为 20320 元。但由于运费，管理费用等问题，公司锂盐产品处于亏损状态。

另外，按照目前公司的生产工艺及资源优势，公司碳酸锂生产成本应处于行业低水平，但由于公司的产能未能完全发挥，固定成本摊薄较重，导致单位生产成本上升。未来随着规模化生产，公司生产成本有望大幅降低。

此外，电池级碳酸锂价格较工业级碳酸锂价格有近 1.5 万元的差额，毛利率也有较大的提升。未来电池级产品将提升公司锂盐产品整体盈利能力。

图 7：公司历年锂盐产品销售毛利率情况



数据来源：公司资料，招商证券

三、铜板块有望成为未来公司业绩亮点

（一）定向增发提升产量，资源潜力仍待挖掘

子公司尼木县铜业（90%）拥有国内尼木铜矿 100%的股权。尼木铜矿探矿面积 1.8w 平方公里，位于冈底期铜矿成矿带的中段，是西藏冈底期铜矿成矿带斑岩型铜矿成矿条件最好的矿点之一，公司目前拥有的是尼木矿区中的尼木厅宫铜矿床。目前探明储量约 24 万吨，远景储量约 200 万吨。据 2002 年地质报告数据显示，尼木矿区有极大的成矿潜力，该矿区可望形成大型-超大型斑岩铜矿集中区。尼木厅宫铜矿矿石品位约 0.1~0.5%，平均品位约 0.3%。

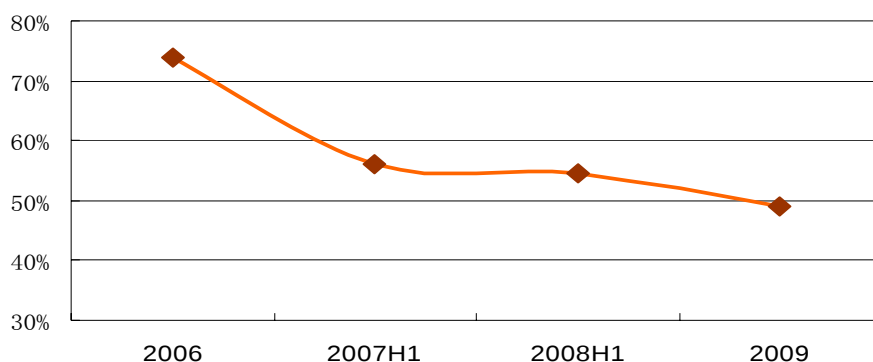
尼木铜矿目前年产量 1300 吨左右。预计今年产量达到 1500 吨。公司拟定向增发项目中包括对尼木铜业进行扩建，扩建后公司将形成 6500 吨电解铜产能，预计达产期为两年。

（二）湿法冶炼具备成本优势

公司目前以湿法冶炼为主，出来的直接是 99.6%的铜。湿法冶炼相对于浮选法，由于不必进行矿石的研磨、浮选药剂等，具有一定的成本优势，由于地处高原，湿法冶炼生产周期较长。该矿目前直接生产成本约 20000 元。未来随着露天氧化矿的消耗，公司也将进行硫化铜的冶炼（火法），生产成本将会有一定的提高。

2009 年公司电解铜利润达到 2332 万元，利润占比达到 16%，成为除铬铁矿外，最赚钱的业务。公司电解铜盈利能力较强，2009 年价格大幅下跌，但公司毛利率仍能达到 49%，随着后期产量的逐步增加，电解铜有望成为公司未来业绩的增长点。

图 8：公司电解铜销售毛利率(%)



数据来源：公司资料，招商证券

四、铬业务—维持目前经营现状

（一）拥有国内储量最大，质量最好的铬铁矿资源

西藏的铬铁矿资源丰富，保有储量占全国总储量的 40.13%，位居全国第一。公司拥有

全国储量最大、质量最好、被全国同行业一致公认为“铬都”的西藏山南曲松县罗布萨铬铁矿 I、II 矿群的开采权。罗布萨铬铁矿目前储量 30 多万吨矿石量，经过多年的开采，按目前的开采规模计算，剩余服务年限大约为 10 年。公司目前正在进行深入勘探，未来储量有可能进一步增加。

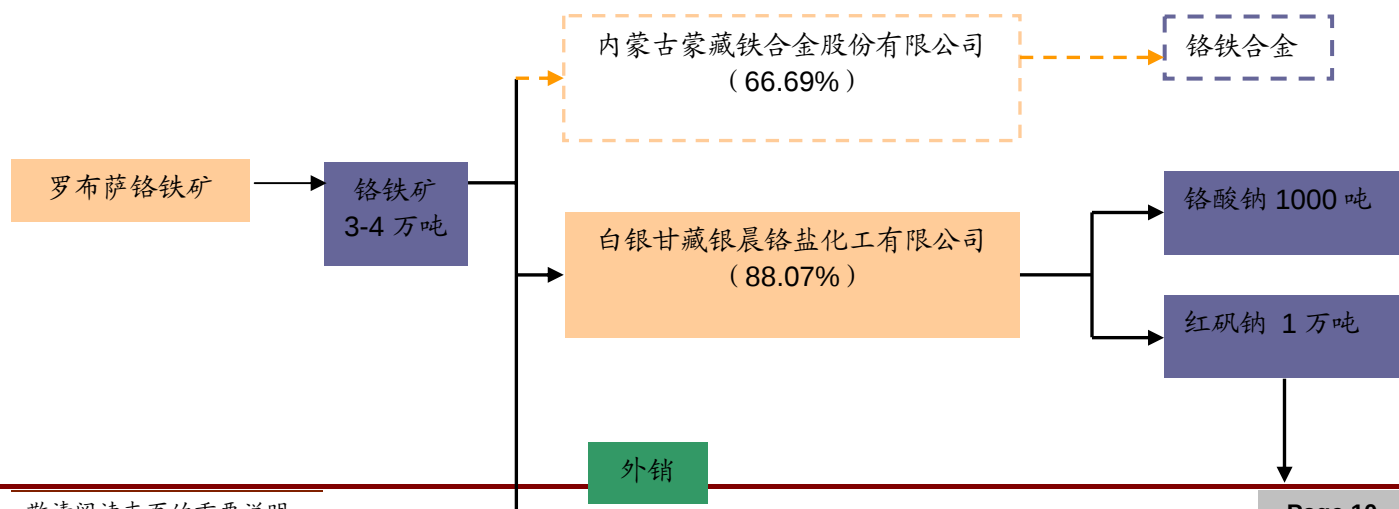
据了解，国内能够直接入炉冶炼铬铁合金和用于铬盐化工的高品位铬矿都集中于西藏，并且主要分布在公司罗布萨矿区所在的山南地区，因此公司的资源条件得天独厚。公司所产铬矿石品位高，氧化铬（Gr2O3）含量为 45% 以上，是我国极少数能达到冶金级使用标准的铬矿石生产企业之一。

（二）产量受资源限制，未来将维持现有经营

公司铬矿产量一直占据国内半壁江山。目前，公司铬铁矿产量大约在 3-4 万吨，占全国产量的 40% 左右。由于中国是铬铁矿严重短缺的国家，每年 80% 左右的铬铁矿依赖进口，在国内市场严重短缺的情况下，公司并未增加产量，主要是由于受资源限制，公司目前矿山的的服务年限仅为 10 年，在储量没有进一步增长的情况下，公司将维持目前产量，未来也有降低产量的可能性。

2009 年，受国家政策影响，公司停止了铁合金的生产与销售。目前公司除铬铁矿产品外，白银甘藏银晨铬盐化工公司还有红矾钠和铬酸钠铬盐产品的生产线，原料全部来自公司自产矿。公司红矾钠产能大约 1 万吨，其中有大约 1000 吨红矾钠加工成铬酸酐。2009 年白银甘藏银晨铬盐化工曾一度停产，产量下降较多。主要是 2009 年部分时间铬盐生产处于亏损状态。今年铬盐价格有所回升，公司的铬盐生产也将逐步恢复正常。

图 9：公司铬产业链图

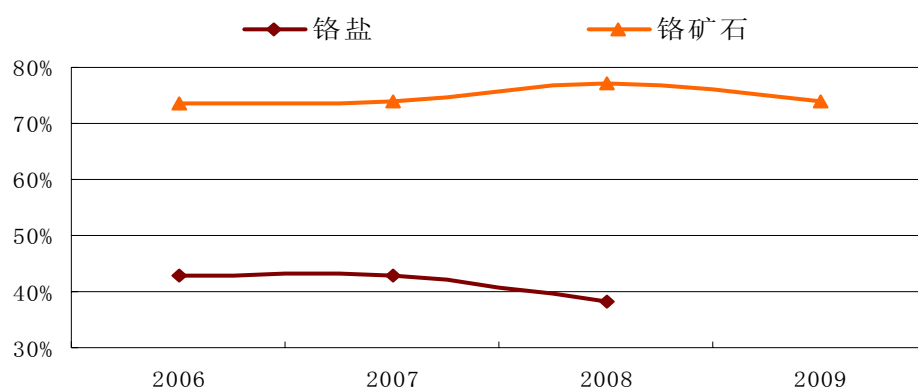


数据来源：招商证券（虚线为已停产项目）

（三）铬矿盈利能力稳定，铬盐波动较大

公司铬矿石产品具有较强的盈利能力，铬铁矿毛利率高达 70%以上，并且历年毛利率都维持在稳定的水平（成本大约在 510~540 元/吨左右）；08 年前铬盐毛利率维持在 30%以上，2009 年铬盐价格大幅下滑，导致一度价格低于生产成本，2009 年公司的铬盐毛利率仅为 2%-3%，具有很大的波动性。

图 10：公司历年铬盐及铬矿石销售毛利率情况



数据来源：公司年报，招商证券

五、盈利预测及投资评级

根据公司 2009 年年报披露，公司 2010 年碳酸锂产量较 2009 年将有较大幅度的提升，达到 4000 吨，其中碳酸锂达到 3000 吨，氢氧化锂 1000 吨，较 2009 年增长 300%。

同时，电解铜产量小幅增长，达到 1500 吨。铬矿石产量基本维持不变，铬盐产量逐步恢复到正常水平。另外，公司 2009 年有部分铬矿石没有出售，这部分存货有可能在今年出售。

另外，公司定向增发尚未实施，且项目建设期基本在两年以上，因此，对未来两年的业绩无影响。

我们预计，公司 2010 年、2011 年及 2012 年 EPS 分别为 0.18 元、0.27 元和 0.35 元。

锂资源的稀缺性及战略性，我们认为对公司碳酸锂资源价值的考量更为重要，而产出只是时间问题。按照公司碳酸锂 240 万吨的储量计算，公司的资源价值近 300 亿元，按照目前 2.76 亿的股本计算，每股价值在 108 元左右。

另外，与全球最大的碳酸锂企业智利 SQM 相比，公司市值：经济价值比严重低估。在公司资金瓶颈打开后，我们相信公司未来有能力把储量转换为收入。因此，公司的市值存在较大的提升空间。

基于对未来碳酸锂行业前景的强烈看好，公司丰富的碳酸锂资源，以及资金瓶颈突破带来的产能迅速提升，我们给予公司“强烈推荐”的投资评级。

表 1：公司分产品产量预测（吨）

产品	2010E	2011E	2012E
铬铁矿	35000	35000	35000
铬盐	6000	8000	10000
红钒钠	5500	7000	9000
铬酸酐	500	1000	1000
锂盐	4000	5000	5000
工业碳酸锂	3000	3500	3500
氢氧化锂	1000	1500	1500
电解铜	1500	1500	1500

资料来源：中华商务网

表 2：公司分产品价格预测（元/吨）

产品	2010E	2011E	2012E
铬铁矿	2800	2800	2800
红钒钠	13500	13500	13500
铬酸酐	25000	25000	25000
工业碳酸锂	40000	41000	42000
氢氧化锂	41500	41500	41500
电解铜	56000	58000	58000

资料来源：中华商务网

表 3：市值经济价值对比

公司	资源量（万吨）	经济价值（亿元）	当前市值（亿元）	市值：经济价值
西藏矿业	240	960	82	1:11
SQM	690	424 亿美元	88 亿美元	1:4.8

资料来源：招商证券

风险提示：

- 1、公司定向增发时间不确定；增发项目的核准、环保审批等存在一定不确定性
- 2、公司生产受雨水影响较大

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	296	368	280	309	366
现金	59	169	50	50	54
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	21	22	29	33	40
应收款项	63	15	21	25	30
其它应收款	25	27	20	24	29
存货	104	106	137	152	182
其他	23	29	23	25	30
非流动资产	732	688	733	776	816
长期股权投资	71	68	68	68	68
固定资产	530	503	556	605	649
无形资产	20	19	17	16	14
其他	110	97	92	88	85
资产总计	1027	1056	1013	1085	1182
流动负债	215	358	287	287	289
短期借款	86	36	105	102	100
应付账款	62	49	16	18	21
预收账款	2	5	4	4	5
其他	66	268	163	163	163
长期负债	214	103	80	80	80
长期借款	135	10	10	10	10
其他	79	93	70	70	70
负债合计	429	460	368	367	369
股本	276	276	276	276	276
资本公积金	195	200	200	200	200
留存收益	110	132	176	240	324
少数股东权益	17	(15)	(10)	(1)	9
母公司所有者权益	581	611	655	719	804
负债及权益合计	1027	1056	1013	1085	1182

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	94	163	49	118	127
净利润			49	74	98
折旧摊销			54	57	60
财务费用			5	6	6
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(64)	(27)	(48)
其它			5	8	11
投资活动现金流	(27)	7	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(74)	(78)	(68)	(18)	(23)
借款变动			(36)	(3)	(2)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(4)	(10)	(15)
其他			(27)	(6)	(6)
现金净增加额	(7)	92	(119)	0	4

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	504	293	407	476	574
营业成本	300	143	228	253	304
营业税金及附加	7	8	8	10	11
营业费用	25	18	20	21	23
管理费用	88	95	81	86	92
财务费用	18	8	5	6	6
资产减值损失	6	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	(2)	0	0	0
营业利润	59	2	65	101	138
营业外收入	18	14	13	13	13
营业外支出	4	13	5	5	5
利润总额	73	3	73	109	146
所得税	16	18	18	27	36
净利润	56	(15)	54	82	109
少数股东损益	9	(37)	5	8	11
母公司所有者净利润	47	21	49	74	98
EPS (元)	0.17	0.08	0.18	0.27	0.36

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	20%	-42%	39%	17%	20%
营业利润	17%	-97%	3209%	57%	36%
净利润	-16%	-55%	128%	51%	33%
获利能力					
毛利率	40.6%	51.1%	44.0%	47.0%	47.0%
净利率	9.4%	7.3%	12.0%	15.5%	17.2%
ROE	8.2%	3.5%	7.5%	10.3%	12.3%
ROIC	7.3%	-8.3%	6.8%	9.7%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	43.6%	36.3%	33.8%	31.2%
净负债比率	21.5%	14.3%	11.3%	10.4%	9.3%
流动比率	1.4	1.0	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.9	0.7	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.0	1.4	1.9	1.8	1.8
应收帐款周转率	6.6	7.4	22.1	20.5	20.8
应付帐款周转率	4.6	2.6	7.0	15.0	15.6
每股资料(元)					
每股收益	0.17	0.08	0.18	0.27	0.36
每股经营现金	0.34	0.59	0.18	0.43	0.46
每股净资产	2.11	2.21	2.38	2.61	2.91
每股股利	0.70	0.84	0.02	0.04	0.05
估值比率					
PE	174.6	385.6	169.0	111.9	84.0
PB	14.2	13.5	12.6	11.5	10.3
EV/EBITDA	16.6	36.0	16.4	12.3	9.9

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。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色行业研究员。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

投资评级定义

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±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。