

小金属

署名人: 杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 27.62元

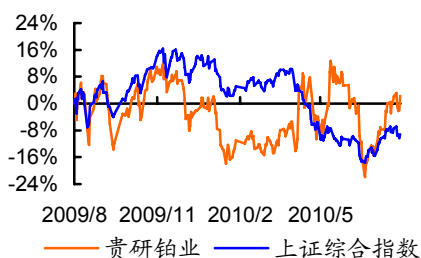
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2606.70
总股本(百万)	112
流通股本(百万)	112
流通市值(亿)	31
EPS (TTM)	0.30
每股净资产(元)	5.39
资产负债率	38.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵研铂业	19.77	7.61	15.44
上证综合指数	6.38	-3.83	-13.63



相关报告

金属镍、贵金属深加工和汽车尾气催化劑业务均呈现持续快速增长趋势 2007-8-24
四大引擎拉动公司业绩呈现持续爆发性增长 2006-12-11

贵研铂业

600459

强烈推荐

前期项目集中进入收获期 未来两年业绩有望快速增长

贵研铂业今日公告了2010年中期报告,公司上半年实现营业收入88438万元,同比增长128%;营业利润4778万元,同比增长17倍;实现利润总额4450万元,同比增长7倍;归属上市公司股东净利润3447万元,同比增长11.5倍。上半年实现基本EPS0.31元,扣除非经常性损益后EPS0.33元。我们认为,公司前期投资项目已经全部进入收获期,且随着汽车尾气催化劑市场需求空间的打开,公司业绩进入快速增长期;同时,公司募集资金项目“贵金属二次资源综合利用产业化项目”增强了公司上游原料来源渠道,有望进一步提升公司的盈利能力。

投资要点:

- 贵研铂业是中国最大的贵金属深加工产品生产企业,在贵金属行业内具有同行不可比拟的技术优势。公司关联企业昆明贵金属研究所始建于1938年,是中国唯一专门从事贵金属多学科领域研究开发的综合性科研院所,拥有大量的技术储备,被誉为中国的“铂族摇篮”。
- 公司主要从事贵金属新材料产品的研发生产销售、二次资源循环利用和贵金属贸易,主营业务包括贵金属特种功能材料、贵金属高纯功能材料、贵金属信息功能材料、贵金属环境及催化功能材料,是国内最大的贵金属深加工企业和最大的汽车尾气催化劑生产企业。
- 前期建设项目集中进入利润贡献期,汽车尾气催化劑促使公司利润进入快速增长期。汽车尾气净化器市场空间广阔,随着公司加强市场营销力度,公司该市场空间已经逐步打开,我们认为,该产品有望成为公司未来两年业绩快速增长最大的推动力。
- 贵金属二次资源综合利用产业化项目增强了公司原料来源保障,将进一步提升公司的盈利能力。目前公司主要依靠从市场上直接购买高纯贵金属,贵金属原材料不能有效、稳定的供应制约了贵金属产业的进一步扩大,贵金属二次资源综合利用产业化项目建设将有效延伸公司贵金属产业链,形成完整的贵金属资源——深加工——贸易产业链,进一步增强了公司资源保障能力和提升整体盈利能力。
- 给予公司强烈推荐的投资评级。假设年底前完成增发,发行量1400万股,我们预测公司10-11年的全面摊薄EPS为0.64、0.95和1.45元,未来三年符合增长率50%以上,考虑到公司在行业内的突出技术优势,以及参考目前二级市场贵金属和新材料板块估值水平,我们给予公司强烈推荐的投资评级,未来6-12个月目标价为35.00元。
- 风险提示:贵金属价格大幅波动、宏观经济减速。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1093	1816	2281	2868
收入同比(%)	-21%	66%	26%	26%
归属母公司净利润	9	80	120	182
净利润同比(%)	-89%	779%	49%	52%
毛利率(%)	11.1%	9.8%	10.8%	12.0%
ROE(%)	1.6%	12.3%	15.5%	19.0%
每股收益(元)	0.07	0.64	0.95	1.45
P/E	380.61	43.30	29.01	19.07
P/B	6.03	5.31	4.49	3.63
EV/EBITDA	43	23	16	11

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、公司简介：中国领先的贵金属材料生产商	3
二、公司业务情况分析	4
1、贵研铂业具有突出的技术优势	6
2、贵金属功能材料	6
2.1 贵金属特种功能材料	6
2.2 贵金属环境功能材料	7
2.3 贵金属信息功能材料	7
3、贵金属高纯材料	7
4、前期建设项目集中进入利润贡献期	7
三、汽车尾气净化催化剂将成公司新的利润增长点	8
四、二次贵金属回收保障原料来源、提升盈利能力	9
五、投资建议	10

图表目录

表 1 截止 2010 年 6 月 30 日公司前 10 大股东持股情况	3
表 2 公司的核心技术水平	6
表 3 公司 IPO 基本情况	7
表 4 公司近几年投资项目进展情况	8
表 5 公司汽车尾气催化剂产量预测（万升）	9
表 6 本次非公开发行预案	9
表 7 募集资金投资项目基本情况	9
表 8 公司对本次项目效益测算	10
表 9 相关板块股票估值水平比较	10
图 1 公司股权结构图	3
图 3 2007 年以来公司收入构成情况（%）	5
图 4 分产品的营业利润构成（不包括镍矿产品）	5
图 5 主要产品毛利率走势图（%）	5

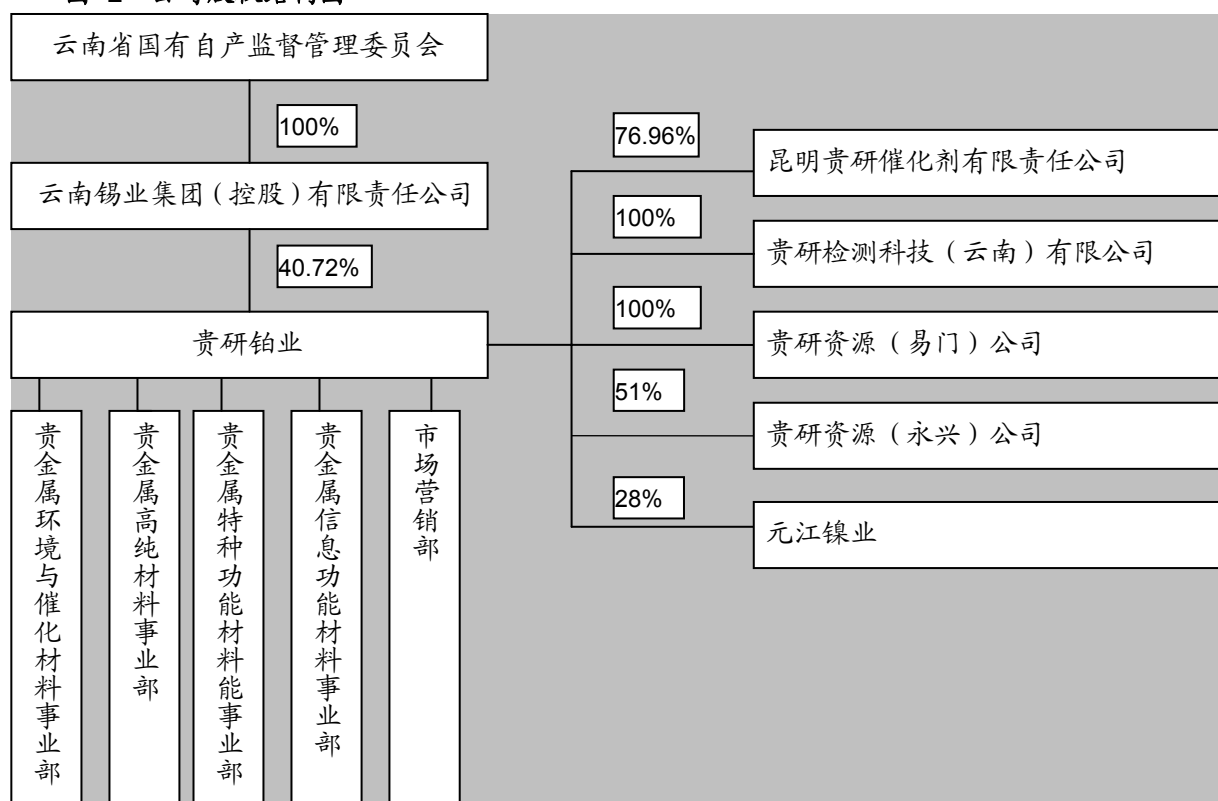
一、公司简介：中国领先的贵金属材料生产商

公司是由昆明贵金属研究所做为发起人于2000年9月25日共同发起设立的股份有限公司，设立时公司总股本为4595万股，2003年4月21日，公司首次公开发行（IPO）4000万股新股。

公司主要从事贵金属(包括铂、钯、铑、钼、铱、钨、金、银等八个元素)新材料产品的研发生产销售、二次资源循环利用和贵金属贸易，是国家产业政策支持的高新技术企业以及中国领先的贵金属材料生产商。贵研铂业是中国最大的贵金属深加工企业和最大的汽车尾气催化剂生产企业。

贵研铂业形成了集贵金属系列功能材料研究、开发和生产经营于一体的高新技术企业，主营业务包括贵金属特种功能材料、贵金属高纯功能材料、贵金属信息功能材料、贵金属环境及催化功能材料。主要产品包括：汽车尾气净化催化剂、精细化工用催化剂、高浓度有机废水净化催化剂、微功耗多功能可燃性气体催化传感器、半导体气体传感器，贵金属铂、钯、铑、钨、铱、金、银各系列化合物等；贵金属焊接功能材料、测温材料、复合材料；贵金属矿产资源开发、二次资源回收利用；贵金属特种粉体(超细粉、球型粉、片状粉、复合粉等)、贵金属厚膜电子浆料、介质浆料、玻璃包封浆料、贵金属涂层及薄膜；镍精矿、电解镍、钴及其它捏深加工产品等。产品用户涵盖电子信息、航空、航天、船舶、汽车、生物医药、化学化工、建材、矿产冶金、环保能源等行业。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 截止 2010 年 6 月 30 日公司前 10 大股东持股情况

股东名称（全称）	持股量（万股）	持股比例
云南锡业集团（控股）有限公司	4550.00	40.72%

广发稳健增长	309.97	2.77%
上投摩根成长先锋股票型基金	250.00	2.23%
云南铜业(集团)有限公司	217.64	1.94%
红塔创新投资股份有限公司	106.00	0.95%
汪海燕	48.00	0.43%
中国有色金属工业技术开发交流中心	45.00	0.40%
广发中证500指数证券投资基金 (LOF)	21.17	0.19%
叶建华	20.86	0.19%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司业务情况分析

贵研铂业目前主营业务包括贵金属功能材料、贵金属高纯材料。其中贵金属功能材料包括特种功能材料、信息功能材料、环境及催化功能材料等。2009年，公司剥离了镍的采选、冶炼及销售业务。

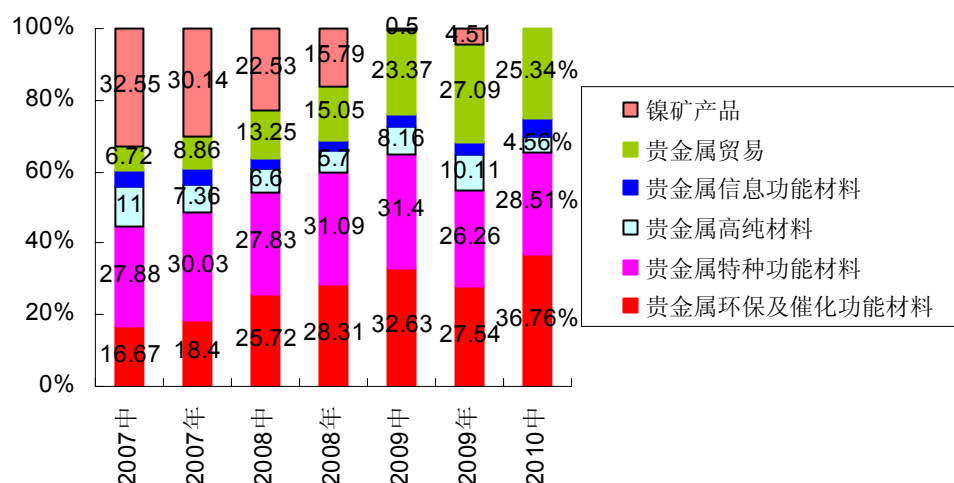
公司的主要产品包括汽车尾气净化催化剂、精细化工用催化剂、高浓度有机废水净化催化剂、微功耗多功能可燃性气体催化传感器、半导体气体传感器、贵金属铂、钯、铑、钌、铱、金、银各系列化合物等；贵金属焊接功能材料、测温材料、复合材料；贵金属矿产资源开发、二次资源回收利用；贵金属特种粉体(超细粉、球型粉、片状粉、复合粉等)、贵金属厚膜电子浆料、介质浆料、玻璃包封浆料、贵金属涂层及薄膜；镍精矿、电解镍、钴及其它捏深加工产品等。产品用户涵盖电子信息、航空、航天、船舶、汽车、生物医药、化学化工、建材、矿产冶金、环保能源等行业。

表 2 贵研铂业 2010 年前两个季度经营状况(单位：百万元)

项目	2010Q1	2010Q2	2010H1
营业收入	380.12	504.26	884.38
减：营业成本	338.95	465.53	804.48
销售毛利率(%)	10.83%	7.68%	9.03%
减：营业税金及附加	0.09	0.30	0.40
减：营业费用	3.30	3.58	6.88
减：管理费用	9.53	10.04	19.57
减：财务费用	3.76	4.60	8.36
三项费用率	4.37%	3.61%	3.94%
加：投资净收益	-0.93	4.02	3.09
营业利润	23.55	24.23	47.79
利润总额	24.27	20.23	44.50
减：所得税	4.34	1.88	6.22
净利润	19.93	18.35	38.28
归属母公司净利润	17.45	17.01	34.47
总股本	111.74	111.74	111.74
EPS(摊薄)	0.16	0.15	0.31

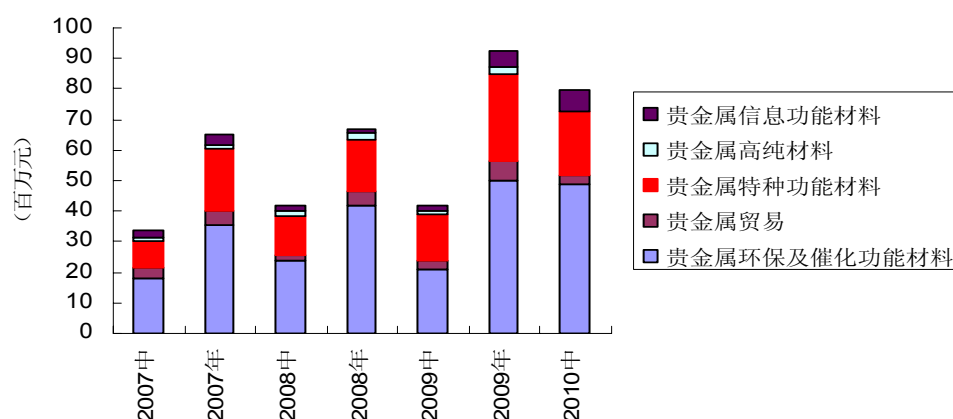
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 2007 年以来公司收入构成情况 (%)



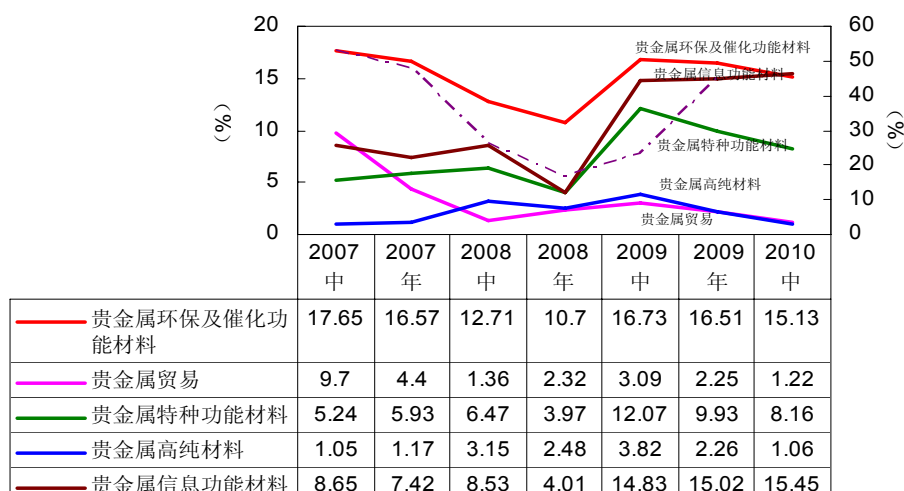
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 3 分产品的营业利润构成 (不包括镍矿产品)



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4 主要产品毛利率走势图 (%)



资料来源：公司资料、中投证券研究所

1、贵研铂业具有突出的技术优势

贵研铂业中国最大的贵金属深加工产品生产企业，在贵金属行业内具有同行不可比拟的技术优势。公司关联企业昆明贵金属研究所始建于 1938 年，是中国唯一专门从事贵金属多学科领域研究开发的综合性科研院所，拥有大量的技术储备，被誉为中国的“铂族摇篮”。

“贵研”品牌被评为中国驰名商标，公司核心竞争能力和综合竞争优势在不断加强。2010 年，国家科技部批准公司建设“稀贵金属综合利用新技术国家重点实验室”，将建成云南省第一家企业国家重点实验室，为公司的发展提供持续技术创新的平台保障。

表 3 公司的核心技术水平

技术名称	技术形式	技术水平
汽车尾气净化三效稀土基催化剂技术	配方、制备工艺、专用设备	国际先进
铂族金属二次资源再生回收利用技术	回收工艺、提取方法等	国际先进
催化传感器及其材料及其技术	配方、制备工艺、专用设备	国际先进
贵金属高温应变材料及其技术	制备工艺、超细丝加工技术等	国内领先
贵金属纤维复合材料及其技术	制备工艺、专用设备	国际先进
贵金属微异型复合材料	制备工艺、专用设备	国内先进
贵金属复合焊接材料及其技术	制备工艺、专用设备	国内领先
贵金属特殊用途钎焊材料技术	制备工艺、配方等	国内领先
贵金属厚膜电子浆料及其技术	配方、制备工艺等	国际先进
贵金属功能电镀材料及其技术	镀液配方、工艺等	国内先进
贵金属测温材料技术	配方、制备工艺等	国内领先
铂基合金催化网、钯基合金捕集网及织网技术	制备工艺、专用设备	国内领先

资料来源：公司资料、中投证券研究所

2、贵金属功能材料

贵金属功能材料是一类具有某些明显声、光、电、磁、热、催化活性等物理性能和化学性能特征，能够满足不同应用环境和使用性能要求的新型工业材料，包括以贵金属及其合金为原料，用多种物理和化学方法制备的贵金属特种功能材料、贵金属信息功能材料、贵金属环境及催化功能材料。贵金属功能材料使用广泛，特别是在电子信息技术、新能源技术和环境技术中有不可替代的作用。

贵金属及其合金材料具有独特的物理、化学性能，在现代工业、国防建设和高新技术的各个领域发挥着特殊的作用，有“现代工业维他命”的称誉。我公司长久以来一直在系统地开展贵金属及其合金材料的研究和试制工作，目前，已建成较完整的贵金属材料研究--试制--生产体系，开发的贵金属材料数百种。

2.1 贵金属特种功能材料

贵金属特种功能材料包括贵金属电接触材料、贵金属复合材料、电子材料、测温材料、磁性材料、弹性材料、高温耐热材料、焊料、钎料、气体净化材料、身体植入材料和牙科材料等其它特种功能材料。

公司除了提供各种标准型和非标准型的贵金属合金材料外，还可根据用户的要求，提供不同规格的有特殊用途的合金材料。

2.2 贵金属环境功能材料

贵金属环境功能材料主要包括对气相、液相和固相污染物质进行监测和治理的材料，如汽车和柴油车尾气净化催化剂、工业废水(包括有机废水)净化催化剂、固体废弃物催化燃烧催化剂、有毒有害气体传感器、可燃性气体催化传感器等。

公司环境材料事业部专业从事贵金属化合物、贵金属载体催化剂、贵金属催化传感器、贵金属电镀的研发、生产、销售。

2.3 贵金属信息功能材料

信息技术发展的基础是集成电路，各种贵金属浆料(包括导体浆料、电极浆料、电阻浆料、介质浆料、包封浆料、焊接浆料和粘接浆料等)、贵金属薄膜和涂层、贵金属焊接引线、以及特种贵金属粉末(包括超微细粉、球形粉、片状粉、复合粉、纳米粉等)是构成大规模和超大规模集成电路和各种元器件的关键基础材料，广义地说，这些材料属于贵金属信息功能材料。此外，贵金属信息功能材料还包括信息工业用形状记忆合金等材料。

贵金属微电子及信息材料公司产品结构的一个重要部分。随着电子工业的高速发展，贵金属电子材料有着越来越广阔的市场前景。公司拥有一支实力雄厚的科技队伍，以及配套的研究、分析测试装备，无论在研究与开发水平上或是在产品品种、数量、质量上，在国内都占有重要地位。

3、贵金属高纯材料

贵金属高纯材料是指通过物理、化学等方法精炼、提纯而得到的纯度达到99.99%以上的贵金属，主要用作贵金属功能材料的前驱体，也直接用于制作信息电子工业用的元器件和用于精细化工工业过程中。贵金属高纯材料由于纯度高、杂质少，是进一步挖掘贵金属元素潜能、不断拓展新领域的当代高新技术的基础材料；

高纯材料事业部是公司专门从事贵金属资源综合利用、分离提纯、废料再生回收业务部门，曾荣获科技界最高荣誉——国家科技进步特等奖，产生中国唯一一位铂族金属专业领域中国工程院院士。

高纯材料事业部传承在贵金属冶金领域五十多年技术开发优势，拥有先进的测试仪器和生产设备，建立低品位贵金属废料富集基地、高纯金属&贵金属精炼中心，在难溶铂族金属的溶解和分离提纯方面，技术实力和开发水平处于全国领先地位。

4、前期建设项目集中进入利润贡献期

公司前期建设项目目前基本已近全部建成投产，大部分项目已经取得了较好的效益，项目产生收益的情况来看，公司前期建设项目刚进入利润贡献期。

表 4 公司 IPO 基本情况

发行时间	2003 年 4 月 21 日
发行量	4000 万股
发行价格	6.8 元/股

募集资金总额	27200 万元
募集资金净额	25939.8 万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 公司近几年投资项目进展情况

资金来源	投资项目	产品类型	设计产能	承诺投资金额	实际投资金额	投产时间	产生收益情况		
							2008年	2009H	2009年
IPO 募集资金项目	汽车尾气净化三效稀土基催化剂产业化项目	环保及催化功能材料	300 万升	9739	7000	2006 年	2722	1531	3281
	高性能电子电器用贵金属精密复合材料产业化项目	特种功能材料	55 吨	4608	5646		811	806	1500
	真空电子器件及半导体器件专用贵金属钎料产业化项目	特种功能材料	46 吨	4689	5231	2007 年	603	542	993
	信息产业用厚膜电子浆料产业化项目	信息功能材料	55 吨	4568	2579		168	182	532
	氨氧化催化用铂基合金及其催化网产业化项目	特种功能材料	900 千克	4788	1975	2009 年	0	0	357
	合计	-	-	28392	22431	-	4304	3061	6663
非募集资金项目	贵金属前驱体新材料生产线技改项目			7324	7324	2010 年	-	-	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、汽车尾气净化剂将成公司新的利润增长点

公司控股 76.96%的子公司昆明贵研催化剂有限责任公司主要从事汽车尾气净化剂业务，注册资本为 1.146 亿元，目前具备年产 300 万升三效稀土基催化剂的生产能力。

我国汽车尾气净化催化剂的研究开发始于 1973 年，由昆明贵金属研究所率先开始研究。经过三十年的不懈努力，研发成功了含适量贵金属的稀土基汽车尾气净化催化剂，产品标准达到目前国际通行的欧 III 标准（8 万公里），同时使国内催化剂研究和制造的技术水平、产品性能，尤其是产业化关键技术和装备的集成开始步入与国际水平同步的阶段。

汽车尾气净化三效稀土基催化剂是我国研究开发和发展的重点方向。公司对该项目已进行了近 30 年的研究，形成了具有自主知识产权的研究成果。公司汽车尾气净化剂采用两项专利权“贵金属废气净化催化剂及其制备”及“稀土—贵金属—过渡金属废气净化催化剂及其制备”，技术含量高、规模效益好、市场竞争力强。其技术特点是在大量采用稀土氧化物的基础上，加入微量贵金属，既克服了纯稀土催化剂在性能和寿命方面的不足，又克服了贵金属催化剂成本较高的缺点，具有世界先进水平。

公司生产的汽车尾气净化器、催化剂等产品技术在国内处于领先水平、世界先进水平，极具市场竞争力，但由于市场推广力度还不够，产能一直未能合理利用。公司已认识到这方面问题，逐步加大了市场营销力度，目前除了已为奇瑞、长安等国产汽车配套外，还逐步进入了合资的汽车品牌。09 年以合资品牌整车厂为目标两个战略新市场开发取得可喜的实质性突破，上汽通用五菱公司的微客项目、东风神龙公司的轿车项目即将完成为期两年的开发工作，将在年底或 2010 年初实现批量供货，这将为催化公司未来几年打开几十万升的市场空间。

由于汽车尾气净化剂市场空间广阔，随着公司加强市场营销力度，我们认为，该产品有望成为公司未来的一大利润增长来源。

表 6 公司汽车尾气催化剂产量预测（万升）

	产能	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
汽车尾气 催化剂	300	30	60	130	180	250

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、二次贵金属回收保障原料来源、提升盈利能力

在公司贵金属新材料产品板块快速发展的同时，贵金属原材料的有效、稳定供应已成为保障公司实现可持续跨越式发展的关键要素，公司积极实施资源战略，大力发展贵金属二次资源回收利用业务板块，强化贵金属资源保障和控制力，不断完善公司贵金属产业链、优化产业结构，在进一步提高公司盈利能力的同时，持续提升公司综合实力。

本次回收项目的建设将有利于提升公司的资源保障能力，有利于公司长期可持续发展。目前公司主要依靠从市场上直接购买高纯贵金属，贵金属原材料不能有效、稳定的供应制约了贵金属产业的进一步扩大。本次发行募集资金将用于贵金属二次资源综合利用产业化项目建设，项目的建成将有效延伸公司贵金属产业链，形成完整的贵金属资源——深加工——贸易产业链，有利于提升公司的核心竞争力和综合竞争实力，为公司可持续跨越式发展奠定坚实的原材料保障。

表 7 本次非公开发行预案

发行数量	不超过 1513 万股
发行底价	21.18 元/股
募集资金总额	不超过 3.2 亿元
募集资金净额	不超过 3.02 亿元
发行对象	包括云锡控股在内的不超过 10 家特定对象，云锡控股承诺先进认购不低于本次发行数量的 40.72%，且认购金额不低于 1.3 亿元
限售期	云锡控股限售 3 年，其他限售 1 年
募集资金投向	贵金属二次资源综合利用产业化项目
审批情况	已通过云南省国资委批准；尚需股东大会批准及证监会核准

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 募集资金投资项目基本情况

项目名称	贵金属二次资源综合利用产业化项目	
项目投资总额	30238.12 万元，其中建设投资 21711 万元，铺底流动资金 8527 万元	
拟投入募集资金	30238.12 万元	
建设期	2.5 年	
项目形成处理能力	形成年处理 3000 吨贵金属二次资源物料	
	其中：失效汽车催化剂	1500 吨
	失效石化催化剂	500 吨
	失效精细化工催化剂	500 吨
	合金废料	500 吨
项目效果	达到年回收 5 吨贵金属的生产规模	
	其中：铂	1400 千克
	钯	2500 千克
	铑	400 千克
	铱	200 千克
	钌	500 千克

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 公司对本次项目效益测算

年平均营业收入	82686 万元
年平均净利润	5990 万元
年平均所得税	1997 万元
投资回收期（税后）	9.55 年（含建设期 2.5 年）
财务内部收益率（税后）	14.43%
测算主题	贵研资源（易门公司）

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、投资建议

假设年底前完成增发，发行量 1400 万股，我们预测公司 10-11 年的全面摊薄 EPS 为 0.64、0.95 和 1.49 元，未来三年符合增长率 50%以上，考虑到公司在行业内的突出技术优势，参考目前二级市场贵金属板块及新材料板块估值水平，我们给予公司强烈推荐的投资评级，未来 6-12 个月目标价为 35.00 元。

表 10 相关板块股票估值水平比较

可参考的板块	证券简称	估值水平（PE）	
		2010 中报*2	预测市盈率(2010)
	贵研铂业	44	42
小金属、新材料板块	厦门钨业	42	52
	东方钽业	-	57
	广晟有色	-	127
	宝钛股份	813	110

章源钨业	-	68
云南锗业	86	64
包钢稀土	55	55
西部材料	120	81
格林美	-	61
博云新材	-	126
安泰科技	84	46
东阳光铝	64	45
恒邦股份	47	43
辰州矿业	-	42
贵金属板块	紫金矿业	17
	中金黄金	55
	山东黄金	51

资料来源：WIND、中投证券研究所

图 5 国际铂价格走势（美元/盎司）



资料来源：WWW.KITCO.CN

图 6 5 年以来钯市场价格走势（美元/盎司）



资料来源：WWW.KITCO.CN

图 7 5 年以来黄金价格走势



资料来源: WWW.KITCO.CN

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
流动资产	616	1051	1178	1477	营业收入	1093	1816	2281	2868
现金	156	393	348	435	营业成本	972	1637	2035	2524
应收账款	80	134	169	214	营业税金及附加	3	2	2	3
其他应收款	46	0	0	0	营业费用	11	18	21	23
预付账款	37	44	62	74	管理费用	68	42	48	57
存货	196	350	428	533	财务费用	28	10	16	19
其他流动资产	102	129	172	221	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	367	463	535	589	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	31	36	34	投资净收益	-14	0	0	0
固定资产	274	338	402	453	营业利润	5	107	160	243
无形资产	38	38	38	38	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	9	57	60	64	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	983	1514	1714	2066	利润总额	18	107	160	243
流动负债	218	656	721	867	所得税	6	16	24	36
短期借款	74	400	473	578	净利润	12	91	136	206
应付账款	17	34	40	51	少数股东损益	3	11	16	24
其他流动负债	127	221	208	238	归属母公司净利润	9	80	120	182
非流动负债	162	167	166	166	EBITDA	73	134	197	288
长期借款	117	117	117	117	EPS (元)	0.08	0.64	0.95	1.45
其他非流动负债	45	50	49	49					
负债合计	380	823	887	1033	主要财务比率				
少数股东权益	26	37	53	77	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
股本	112	126	126	126	成长能力				
资本公积	361	361	361	361	营业收入	-20.7%	66.0%	25.6%	25.8%
留存收益	104	168	288	470	营业利润	-95.8%	1920.0	49.3%	52.1%
归属母公司股东权益	576	654	774	956	归属于母公司净利润	-89.3%	778.9%	49.3%	52.1%
负债和股东权益	983	1514	1714	2066	获利能力				
					毛利率 (%)	11.1%	9.8%	10.8%	12.0%
					净利率 (%)	0.8%	4.4%	5.2%	6.3%
					ROE (%)	1.6%	12.3%	15.5%	19.0%
					ROIC (%)	3.3%	11.9%	13.6%	16.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	38.7%	54.4%	51.8%	50.0%
					净负债比率 (%)	60.67%	66.06%	70.03%	70.15
					流动比率	2.82	1.60	1.63	1.70
					速动比率	1.89	1.05	1.02	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	1.45	1.41	1.52
					应收账款周转率	12	16	15	15
					应付账款周转率	37.26	63.80	54.61	55.35
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.07	0.64	0.95	1.45
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.41	0.25	-0.01	0.64
					每股净资产 (最新摊薄)	4.58	5.20	6.16	7.60
					估值比率				
					P/E	380.61	43.30	29.01	19.07
					P/B	6.03	5.31	4.49	3.63
					EV/EBITDA	43	23	16	11

现金流量表				
单位:百万				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-51	32	-2	80
净利润	12	91	136	206
折旧摊销	40	17	22	27
财务费用	28	10	16	19
投资损失	14	0	0	0
营运资金变动	-147	-72	-188	-174
其他经营现金流	2	-15	13	3
投资活动现金流	13	-95	-105	-78
资本支出	21	110	100	80
长期投资	-10	-15	5	-2
其他投资现金流	24	0	0	0
筹资活动现金流	-36	300	62	85
短期借款	-131	326	73	105
长期借款	-70	0	0	0
普通股增加	0	14	0	0
资本公积增加	56	0	0	0
其他筹资现金流	110	-40	-11	-20
现金净增加额	-74	237	-45	87

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434