

江西铜业(600362)调研报告

推荐

低估的铜业龙头，维持推荐评级

维持评级

原材料/铜

发布时间：2010 年 10 月 28 日

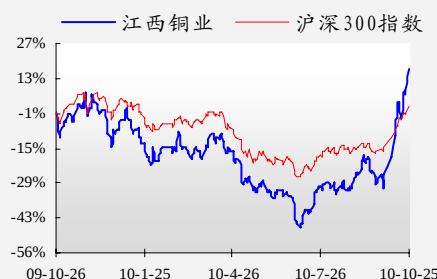
投资要点:

- **三季度业绩稍高于预期。**单季度营收 196.36 亿元，环比降低 9%，主营利润持平。因三项费用环比上涨 26%，归属于母公司净利润为 12.94 亿元，环比下滑 10%，但仍高于我们原预期的 11.55 亿元。
- **公司资源优势明显，铜资源量和产量行业第一。**经过调研发现秘鲁矿区储量有所增加，从 132 万吨增加到 252 万吨金属量。截至目前，公司权益铜资源储量为 1,818 万吨，黄金 405 吨，白银 9,098 吨，钼 28 万吨，伴生硫 10,390 万吨。铜资源量是云铜的 10.88 倍，铜陵有色的 9.09 倍。
- **估计 2010 自产铜 17.49 万吨，增长 20%，2011 年增长 16%。**公司表示以后战略重点仍在自有矿产开发和购买矿产上。目前公司在建矿山项目主要有德兴 4.1 万吨铜矿扩产、城门山二期和武山二期项目。估计 2010-2012 年公司铜精矿量分别为 17.49、20.20 和 22.33 万吨，复合增长率 11%，自供比例分别为 21.86%、23.76%和 24.81%，随着海外矿产投产未来自供比有望提升到 35%。
- **副产品对公司未来业绩贡献有望变大。**09 年副产品占毛利的 34%，其对业绩的贡献不容忽视。公司年产黄金量 20 吨，储量 405 吨，高于山东黄金。另外受益于需求旺盛估计硫酸价格也会出现后续上涨。预期 2010 年-2012 年副产品对毛利贡献率都将在 30%以上，到 2012 年副产品对毛利贡献率为 43%。
- **提高全年 EPS0.06 元，维持推荐评级。**公司估值区间为 38.32-91.69 元，考虑到公司未来成长性较高，给予目标价 55 元。由于三季度业绩稍高于预期，调高今年 EPS0.06 元，按照新股本预计 2010、2011、2012 年公司 EPS 分别为 1.30、1.89 和 1.80 元，维持推荐。
- **风险提示。**国内再次加息，在建项目投产低于预期。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司净 利润(万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益(%)
2009	51,715	-4.18	2,349	2.81	0.78	10.13	58.17	12.88
2010E	73,952	43.00	4,424	88.3	1.30	15.34	34.81	7.71
2011E	76,757	3.79	6,386	44.3	1.89	18.73	23.86	10.00
2012E	74,103	-3.46	6,064	-5.05	1.80	16.93	25.13	10.00

走势图



市场数据

2010-10-27

收盘价:	45.16 元
52 周最高价:	48.74 元
52 周最低价:	21.85 元
平均持仓成本:	35.30 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	346,273
流通 A 股 (万股):	207,525
每股收益 (元):	0.42
每股净资产 (元):	9.43
每股经营现金流 (元):	0.42
市净率:	4.78

分析师: 周思立 联系人: 杨霞辉

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangxh@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、估计短期内铜价盘整，3个月价格区间为8000-9000美元

从三季度外围主要经济体表示重启宽松货币政策以来,铜价格反弹 30%, 根据我们对过去 20 多年的价格去除美元资金量的分析发现铜价临 09 年高点仅剩 7% 空间。基本反映了外围经济放松货币政策预期,估计受国内加息和美元下跌空间有限的影响,短期内后期价格上涨乏力。由于加息对价格的反映是短期利空,我们对未来 3-6 月的基本面的预期没发生改变。估计明年和后年电网投资额逐步上涨,需求仍向好,维持期铜价区间 8000-9000 美元/吨的预期。

图 1: 扣除掉通胀因素铜价处于历史高位



资料来源: Wind 东北证券

图 2: 扣除掉资金因素铜价临 09 年高点剩下 7% 的空间



资料来源: Wind 东北证券

表 1、2011 年电网计划投资总额同比上涨 6%

单位: 亿元

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国网	1,893	2,254	2,400	3,059	2,641	2,650	2,783
南网	199	197	485	915	950	1,000	1,000
电网建设投资	2,092	2,451	2,885	3,974	3,591	3,650	3,783
电源建设投资	3,195	3,226	2,879	3,711	3,300	3,630	3,993
总计	5,287	5,677	5,764	7,685	6,891	7,280	7,776
YOY	11%	7%	2%	33%	-10%	6%	7%

资料来源: WIND, 东北证券

二、公司资源优势明显，铜资源量和产量行业第一

经过我们对公司调研发现秘鲁矿区储量有所增加,从以前的 132 万吨金属量增加到 252 万吨金属量。截至目前,公司国内外权益铜资源储量为 1,818 万吨,黄金为 405 吨,白银 9,098 吨,钼 28 万吨,伴生硫 10,390 万吨。从资源储量上来看,公司铜资源量是云南铜业的 10.88 倍,铜陵有色的 9.09 倍。黄金储量是山东黄金的 1.35 倍,而白银和钼资源储量也非常丰富。

表 2、公司目前铜存储量 1818 万吨，年铜精矿产量 17.71 万吨

单位：万吨

矿山	权益	品位	储量（万吨）	日处理（量）	年产能
德兴矿铜厂矿区	100%	0.41%	332	85000	10.80
德兴矿富家坞矿区	100%	0.50%	257	15000	2.10
德兴朱红砂矿去	100%	0.40%	120		
永平铜矿	100%	0.50%	91	10000	1.50
武山铜矿	100%	0.40%	120	5000	1.28
城门山铜矿	100%	0.70%	153	2000	0.65
银山铅锌矿	100%		98		0.36
东同铜矿	100%				0.20
阿富汗艾娜克铜矿（联合中冶）	25%	1.60%	275		
北秘鲁铜业公司（联合五矿）	40%	0.40%	252		
国内小计			1171		17.71
国外小计			527		
总计	9.09		1818		17.71

资料来源：公司公告，东北证券

公司铜精矿产能为 17.71 万吨，自供比例 21.86%，比 2009 年提高了 3.66 个百分点。从未来自供比例提升速度来看江西铜业的空间最大，2012 年有望提升到 24.81%，随着 2012 年后海外矿产投产公司未来自供比有望得到快速提升。公司不仅在资源储量上占据了 62.88% 的份额，在冶炼产能上也是位居榜首。按照 2009 年公司 79 万吨产量预期，占全国产量的 20%，高于第二名云铜 7 个百分点，其减产和扩产对国内现货价格影响较大。

表 3、铜类主要公司产量和矿产资源情况

	铜精炼 产能	铜精炼 产量	自产铜量	自供率	2012 年有望达 到自供率	铜资源 量	占比	黄金	银
单位	万吨	万吨	万吨	-	-	万吨		吨	吨
江西铜业	90	80	17	21.86%	24.81%	1818	62.88%	405	9,164
云南铜业	65	29	6	22.08%	22.22%	184	6.36%	25	800
铜陵有色	83	72	4	6.16%	6.86%	200	6.92%	-	-
总计	496	427	96	22.52%	19.32%	2891	100%	1,200	116,500

资料来源：公司公告，东北证券

我们选取了国内外铜冶炼公司和黄金板块公司来比较江西铜业资源市值是否处于合理区间。从表 4 中可以看出江铜每股含铜量 5.25 千克，远低于国外主要公司平均值 37.84 千克，却高于国内 2.75 千克/股。资源市值上江西铜业为 8602 元/吨，高于自由港、南方铜业等国际公司。但和国内铜业公司铜陵有色、云南铜业相比公司价值明显被低估，远低于 15,171 元/吨行业平均值。

表 4、从资源市值上看江西铜业被低估，远低于行业 15,171 元/吨的平均水平

公司	权益储量（万吨）	总股本（万）	每股（千克）	资源市值（元/吨）
自由港	3,494	43,000	81.26	7,894
南方铜业	5,070	85,001	59.65	2,465
ANTO	1,030	98,586	10.45	828,369

公司	权益储量 (万吨)	总股本 (万)	每股 (千克)	资源市值 (元/吨)
FM CN Equity		7,844	0.00	
国外公司平均			37.84	279,576
江西铜业	1,818	346,273	5.25	8,602
铜陵有色	200	129,436	1.55	17,331
云南铜业	184	125,669	1.46	19,581
国内公司平均			2.75	15,171

资料来源：公司公告，研究所

江西铜业不但具有丰富的铜资源，也具有 405 万吨黄金资源量，主要是以伴生形式存在。通过和国内黄金板块主要公司每股含金量对比发现江西铜业其黄金资源价值不可忽略。公司黄金储量是山东黄金的 1.35 倍，每股含黄金资源量为 0.13 克/股，高于紫金矿业，在资源市值上公司要高于行业平均值 20,055 元/吨。

表 5、江西铜业每股含金量 0.13 克，低于黄金板块平均值，但高于紫金矿业

公司	权益储量 (吨)	总股本 (万)	每股金资源 (克)	资源市值 (元/吨)
中金黄金	557	142,309	0.32	11,208
山东黄金	299	142,307	0.24	28,576
紫金矿业	702	1454,131	0.05	20,383
平均			0.20	20,055
江西铜业	405	346,273	0.13	38,612

资料来源：公司公告，研究所

三、估计 2010 自产铜 17.49 万吨，增长 20%，2011 年增长 16%

公司表示以后战略重点仍在自有矿产开发和购买矿产上。目前公司在建矿山项目主要有德兴 4.1 万吨铜矿扩产、城门山二期和武山二期项目。德兴 4.1 万吨项目相当于当前德兴矿产能的 32%，由于在成熟矿区扩产，项目进展较快，09 年已经实现了 0.2 万吨产量，估计 2011 年二季度可以完工，2012 年完全投放产能。城门山二期项目，将增加年产能 0.83 万吨，估计 2011、2012 年各释放 0.4、0.43 万吨产能。今年年底武山二期项目完全建好，估计 2010、2011 年各贡献 0.30、0.31 万吨。综合来说估计 2010 年公司自产铜精矿产量为 17.49 万吨，同比增长 20%，2011 年矿山产能将达到 20.20 万吨，同比增长 16%。

表 6、预计 2010 年自产铜精矿为 17.49 万吨，扩建项目开始释放产能

单位：万吨

产能	2009	2010E	2011E	2012E
德兴矿总产能	12.9	13.5	15.5	17.2
永平	1.5	1.5	1.5	1.5
武山	0.67	1.28	1.59	1.59
城门山	0.65	0.65	1.05	1.48
银山	0.36	0.36	0.36	0.36
东同	0.2	0.2	0.2	0.2

产能	2009	2010E	2011E	2012E
总计	16.28	17.49	20.20	22.33
德兴矿 4.1 万吨扩建	0.20	0.20	2.00	1.70
武山 0.61 万吨二期		0.30	0.31	
城门山 0.83 万吨二期			0.40	0.43

资料来源：公司公告，研究所 注：蓝色部分为在建项目

海外矿产项目方面仍处于前期技术准备阶段。据了解阿富汗项目已经有技术人员到位，等待开发，设计产能目标是 20 万吨。项目合作方中冶承诺在公司未具有冶炼产能前矿产全部供江铜使用。秘鲁矿产也要等到 2012 年以后贡献产能，设计产能也是 20 万吨。

表 7、2010 年公司自产铜精矿比例达到 21.86%，到 2012 年将达到 24.81%

分类产品产量	2008	2009	2010E	2011E	2012E
阴极铜（万吨）	70	80	80	85	90
自产铜精矿比例	21.43%	18.20%	21.86%	23.76%	24.81%
国内采购矿比例	8.57%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
国外采购矿比例	70.00%	73.80%	70.14%	68.24%	67.19%
加工铜产品量（万吨）	22	25	20	20	20
铜材产量（万吨）	46	48	45	45	45
外购阴极铜量	4	28	28	28	28
消耗自有冶炼产能	42	20	17	17	17
阴极铜销量	28	60	63	68	73
外购阴极铜比例	0	0	0	0	0
黄金（吨）	16	20	22	24	24
白银（吨）	408	430	450	480	480
硫酸（万吨）	218	225	240	260	260
硫精矿（万吨）	155	163	200	220	220

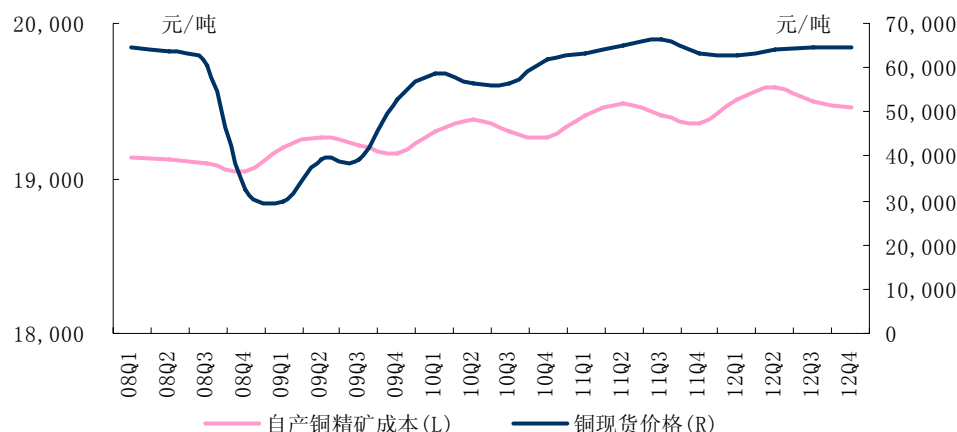
资料来源：公司公告，东北证券

我国铜资源贫乏，据 USGS 资料，全球探明铜储量 4.9 亿吨，储量基础 9.74 亿吨，主要分布在北美、拉美和中非三地，中国储量仅占全球的 5.3%，由于铜资源储量有限，中国矿山能力远不能满足冶炼能力，原材料主要依赖进口。2008 年底国内铜精矿自给率为 19%，9 年之间下降了 10 个百分点。铜冶炼行业的竞争优势则体现在公司对资源把握能力上了，江西铜业作为业内最大公司，其自产铜精矿比例将在 2010 年达到 21.86%，到 2012 年有望达到 24.81%。如果两项海外项目全部投产以后公司权益自产铜将达到 35 万吨，自供率将提高 39%。

四、随着矿产铜增多，江铜现金成本有望降低

公司盈利主要来自于自有矿山、冶炼加工费、铜加工和副产品收益。矿山盈利水平的高低与铜价走势密切相关。由于矿山成本相对固定，因此，铜价上涨的部分几乎都是公司自产铜的利润，据我们调查公司自产铜矿成本是 1.90 万元/吨左右，随着铜价高位盘整，估计自产铜部分对公司利润贡献更大。

图 3、公司自产铜精矿成本保持在 1.9 万元/吨左右



资料来源: Wind, 东北证券

江铜的闪速熔炼技术、“ISA 法”(艾萨法)电解铜工艺在世界铜行业内被公认为第一,铜冶炼单台炉的生产规模位居世界铜行业前列。德兴矿山自产铜精矿现金成本为 47 美分/磅,按照公司 09 年公布的财报数据我们推算出公司阴极铜现金成本为 212 美分/磅,明显高于国际平均水平 50 美分/磅,也高于铜陵有色和云南铜业。估计随着自产矿产增多,现金成本有望降低到 200 美分/磅以下,到 2012 年以后自产矿明显增多,现金成本下降空间更大。

表 8、目前公司现金成本较高,未来有望下降

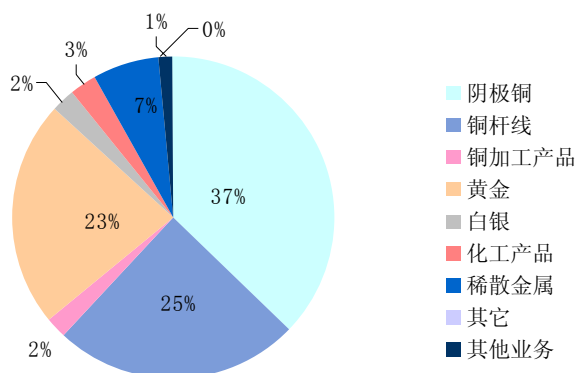
公司	09 年现金成本 (美分/磅)	09 年现金成本 (元/吨)	10 年 Q2 现金成本 (元/吨)
江西铜业	212	31,832	47,182
铜陵有色	195	29,361	32,840
云南铜业	163	24,445	27,444
智利铜矿企业	39	5,859	-
世界平均水平	50	7,511	-
世界新开工项目	65	9,764	-

资料来源: Wind, 东北证券

五、副产品对未来净利贡献有望变大,估计 2012 年达到 43%

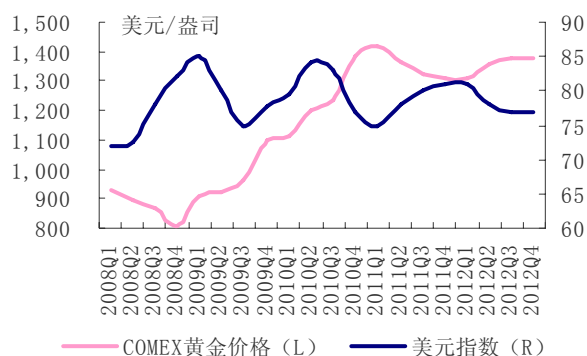
公司副产品有黄金、硫酸和稀散金属,09 年副产品对毛利贡献率为 34%,其对业绩的贡献不容忽视。公司年产黄金量 20 吨,储量 405 吨,次于中金黄金、紫金矿业,高于山东黄金。根据全球未来货币流动性增强的预期,估计 2011 年黄金均价在 1353 美元/盎司,同比上涨 10%,区间为 1200-1500 美元。另外受益于下游需求旺盛估计硫酸价格也会出现后续上涨。估计 2010 年-2012 年黄金、稀散金属、硫酸等副产品对毛利贡献率都将在 30%以上,根据我们对价格预期估计到 2012 年副产品对毛利贡献率为 43%。

图 4：2009 年稀贵金属和化工对公司毛利贡献率 34%



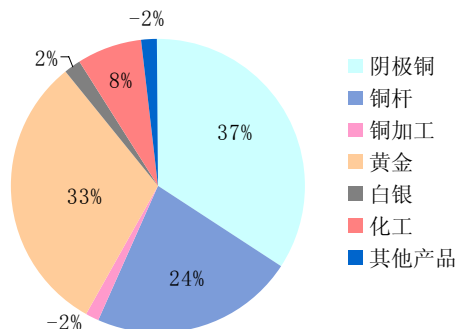
资料来源：Wind，东北证券

图 5：估计 2011 年黄金价格同比增长 10%



资料来源：Wind 东北证券

图 6：估计到 2012 年贵金属和化工对公司毛利贡献为 43%



资料来源：Wind 东北证券

六、和同类公司的估值相比公司明显被低估

1、相对估值

我们监控的有色金属行业 2010 年平均 PE、PB 值为 74.44 倍和 8.73 倍，2011 年分别为 56.09、7.60 倍。江西铜业 2010 年 PE、PB 分别为 34.81 和 5.45 倍，价值明显被市场低估。综合来说我们认为公司作为中国铜业龙头企业应享受较高估值水平，目前市场明显对公司低估，公司具有中长期投资价值，给予 43 倍 PE。

表 9、江西铜业和主要上市公司估值对比情况

公司	股价 (10/10/27)	PE			PB			ROE (%)		
		09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
江西铜业	46.96	58.17	34.81	23.86	4.70	5.45	4.56	8.07	15.64	19.10
中金黄金	45.85	66.55	52.37	40.76	11.32	12.45	10.35	17.01	23.77	25.39
吉恩镍业	30.35	195.83	39.83	26.00	7.85	7.74	6.63	4.01	19.44	25.51

公司	股价 (10/10/27)	PE			PB			ROE (%)		
		09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
格林美	45.16	77.13	98.92	75.50	15.52	13.77	12.57	20.12	13.92	16.65
驰宏锌诺	43.89	103.29	35.86	24.34	6.89	6.02	4.99	6.67	16.78	20.51
中国铝业 A	28.99	-	187.99	31.97	3.07	3.35	3.38	(8.36)	1.78	5.42
新疆众和	62.79	44.45	30.17	27.79	4.28	3.77	3.35	9.62	12.48	12.06
焦作万方	28.92	63.84	26.62	25.43	6.24	5.79	5.62	9.77	21.75	22.09
锡业股份	12.47	184.62	84.98	57.07	9.82	11.26	10.01	5.32	12.78	17.55
金钼股份	23.01	118.12	45.86	29.99	5.05	4.55	3.95	4.28	9.92	13.17
铜陵有色	26.78	48.33	35.49	23.75	4.92	4.33	4.33	10.18	12.19	18.22
云南铜业	28.67	86.88	30.73	31.07	7.28	6.02	6.02	8.38	19.60	19.38
A 股同行平均		143.82	74.44	56.09	11.65	8.73	7.60	11.73	16.50	18.14
紫金矿业 H	7.79	32.46	19.97	15.58	5.99	4.99	4.67	18.46	25.00	29.95
江西铜业 H	22.75	29.31	18.36	12.03	2.37	2.74	2.30	8.07	14.95	12.55
中国铝业 H	7.54	-	113.67	37.70	1.85	2.02	2.04	-8.36	1.78	1.80
洛阳钼业	6.15	43.31	23.93	15.93	1.02	1.00	0.96	2.36	4.16	4.00
H 股同行平均		43.00	44.34	24.98	3.97	3.40	2.16	5.88	11.35	11.96

资料来源: Bloomberg, 东北证券

2、绝对估值

在进行 DCF 估值的过程中, 5 年国债利率、一年放款利率和市场投资 5 年平局报酬率分别取 4.0%、5.29% 和 10.0% 的假设参数。而 2012-2018 年的自由现金流增长率为 8.0%, 自由现金流增长率为 2.0%。按照这样的假设, 我们得出江西铜业的估值为 38.32 元/股。

表 10、绝对估值假设参数

假设参数	2010E
5 年国债利率	4.0%
一年放款利率	5.3%
倍它系数	1.56
市场平均报酬率(5 年平均)	10.0%
所得税率	25.0%
2012-2018 自由现金流增长率(g1)	8.0%
2018 后永续经营自由现金流增长率(g2)	2.0%

资料来源: 东北证券

3、资源估值

我们对公司拥有的铜矿、金矿资源进行了资源估值, 铜矿的静态资源价值为 78.70 元/股, 黄金的静态资源价值为 12.99 元/股, 合计静态资源价值为 91.69 元/股。按照动态折现法来计算, 铜矿的动态资源价值为 14.93 元/股, 黄金动态资源价值为 7.79 元/股, 动态资源总价值为 22.90 元/股。

表 11、公司静态资源价值为 91.69 元/股，动态资源价值为 22.90 元/股

	铜矿		金矿
可开采金属储量（万吨）	1,818	可开采金属储量（吨）	405
年产量（万吨）	17.49	年产量（吨）	20.00
可开采年限	103.95	可开采年限	20.25
价格（元/吨）	58,310	价格（元/克）	286
采冶成本（元/吨）	37,340	采冶成本（元/克）	130
年价值量（万元）	366,769	年价值量（万元）	310,824
销管财费用率	3.22%	销管财费用率	3.22%
所得税率	25.00%	所得税率	25.00%
带来年利润（万元）	266,210	带来的年利润量（万元）	225,604
少数股东损益率	1.52%	少数股东损益率	1.52%
折现率	5.00%	折现率	5.00%
公司应享受年净利润（万元）	262,160	公司应享受年净利润（万元）	222,171
总股本（万）	346,273	总股本（万）	346,273
静态每股价值（元/股）	78.70	静态每股价值（元/股）	12.99
折现后（万元）	5,168,733	折现后	2,759,381
动态每股黄金价值（元/股）	14.93	每股价值（元/股）	7.79
静态公司每股资源价值（元/股）	91.69		
动态公司每股资源价值（元/股）	22.90		

资源来源：Wind，东北证券

4、投资评级

结合相对估值、绝对估值和资源估值方法，江西铜业的估值区间为 38.32-91.69 元，考虑到公司在海外收购的铜矿有望在 5 年贡献产能，成长性较高，但高于海外市场同类企业估值等因素，我们对公司价值进行折中估计，给予目标价 55 元。由于三季度业绩稍高于预期，调高今年 EPS0.06 元，预计 2010、2011、2012 年公司 EPS 分别为 1.30 元、1.89 元和 1.80 元，维持推荐评级。

七、风险提示

1、行业性风险

总体来讲两个行业性风险，一是铜属于资源性品种。新发现大矿或者新的铜矿的投资开采都会对行业格局和产品价格预期产生巨大的影响。二是，铜的应用相对还是集中在电力行业和家电行业。由于铜价格相对较高，目前已经有不少家电厂商试图用廉价的铝取代铜，预计未来新材料的研发有可能会替代铜的应用。

2、美元波动影响

铜作为主要有色金属品种，定价方式采用美元，其价格走势深受美国等主要经济主体国家宏观形势的影响。本篇报告观点是建立在美元中长期走弱的判断基础上，如果美国经济出现二次探底，美元指数大幅下跌将对铜价产生很大影响。

3、原料品位下降带来的和电价调整风险

公司拥有着矿储量，具有品味下降可能。品位的降低带来开采成本的增加，对公司盈利不利。而且在公司生产过程需要消耗大量的电能，电价上调将增厚公司冶炼成本。采矿运输过程需要耗汽油、柴油等，冶炼过程需要煤炭、天然气等。上述能源价格在后期将有逐步升高趋势，公司未来成本将面临上涨的压力。

4、套期保值损失风险

公司对套保管理有不善的地方，如 2008、2009 年公司除了提取了存货跌价损失外，还有存在不当操作造成商品期货合约平仓损失，造成数十亿元损失。主要原因是江西铜业持有的铜期货头寸多空相抵后，表现为净多头。虽然江西铜业声称所持有的套保头寸都有相应的订单对应，如果订单违约率不高对公司影响不大。但从过往历史来看，公司的期货业务操作失败的案例居多，并非首次。江铜不当套期保值管理有可能会引发新套期保值风险，届时将消减公司业绩，造成股价大幅下挫。

损益表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	51,715	73,952	76,757	74,103
主营业务利润	5,282	7,693	11,259	10,746
销管费用	1,379	1,385	1,996	1,927
财务费用	367	506	697	686
营业利润	3,109	5,915	8,791	8,348
投资收益净额	67	90	-52	-51
税前损益	3,176	6,006	8,739	8,298
所得税	830	1,514	2,185	2,074
少数股东权益	-3	69	168	159
净利润	2,347	4,492	6,554	6,223
税率(%)	26	25	25	25

损益表(RMB 百万)	2010/Q1	2010/Q2	2010/Q3	2010/Q4
主营业务收入	15,908	21,663	19,636	16,745
主营业务利润	1,439	2,139	2,144	1,971
销管费用	373	251	326	435
财务费用	108	109	129	160
营业利润	977	1,842	1,682	1,415
投资收益净额	-11	76	38	-12
税前损益	966	1,918	1,719	1,402
所得税	256	482	425	351
少数股东权益	13	10	19	27
净利润	710	1,436	1,294	1,052
税率(%)	27	25	25	25

资产负债表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	20,587	29,198	34,306	35,121
现金	3,600	9,519	13,426	15,673
存货	11,490	13,845	13,163	11,605
应收帐款及票据	3,293	3,113	4,892	5,116
其它流动资产	1,903	2,722	2,825	2,727
长期投资	816	571	629	691
固定资产	15,168	15,471	15,780	16,096
其它资产	1,277	1,274	1,271	1,268
资产总额	38,034	46,514	51,986	53,177
流动负债	9,505	11,499	11,521	11,211
长期负债	5,060	5,555	5,283	5,024
其它负债	1,186	1,691	1,657	1,603
负债总额	14,859	17,227	16,986	16,427
少数股东权益	361	574	686	721
股本	3,023	3,463	3,463	3,463
资本公积与保留盈余	34,123	25,824	31,537	33,287
股东权益	23,175	29,287	35,000	36,750
负债总额+股东权益	38,034	46,514	51,986	53,177

财务报表分析	2009	2010E	2011E	2012E
每股资料分析(元)				
每股盈余(EPS)	0.78	1.30	1.89	1.80
每股净值(BVPS)	7.55	8.29	9.91	10.40
每股营收	17.11	21.36	22.17	21.40
每股股利(DPS)	0.10	0.10	0.19	0.18
估值				
本盈比(PE)	58.17	34.81	23.86	25.13
本值比(PBR)	5.98	5.45	4.56	4.34
股息收益率(DY)	0.00	0.00	0.00	0.00
企业价值(EV)/营收	2.85	2.22	2.08	2.12
EV/EBITDA	32.84	21.89	15.33	15.71
EV/经营自由现金流	85.52	40.02	25.64	18.50
获利能力(%)				
主营业务利润率	10.21	10.40	14.67	14.50
业务利润率	6.01	8.00	11.45	11.27
EBITDA/营收	8.67	10.13	13.60	13.50
EBIT/营收	6.85	8.81	12.29	12.12
净利润率	4.54	6.07	8.54	8.40
资本回报率(%)				
净值回报率(ROE)	10.13	15.34	18.73	16.93
总资产回报率(ROCE)	6.17	9.66	12.61	11.70
年成长率(%)				
营业收入	(4.18)	43.00	3.79	-3.46
EBITDA	6.10	67.08	39.27	-4.15
EBIT	4.68	83.77	44.91	-4.79
每股盈余	2.81	67.10	45.91	-5.05
每股净值	9.93	9.87	19.51	5.00
每股股利	25.00	0.00	89.28	-5.05
稳定/偿债能力				
负债比率(%)	39.07	37.04	32.67	30.89
利息保障倍数(X)	9.65	12.87	13.53	13.09
利息及短期债保障倍数	0.36	0.54	0.77	0.76
净负债/EBITDA	2.51	1.03	0.34	0.08
流动比率(X)	2.17	2.54	2.98	3.13
速动比率(X)	0.96	1.34	1.84	2.10

按照中国会计原则编制

注：2010 年每股财务指标是以新股本为基数计算

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。