

有色钢铁小组

杨诚笑

Tel: 021-68634518-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8278

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金钟

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

相关报告：

《湘财证券_公司季报点评_辰州矿业（002155）：金锑钨高价时代到来，公司步入新时代》

-----报告日期 2010.10.26

《湘财证券_公司深度报告_辰州矿业（002155）：高锑价时代的龙头锑业股》

-----报告日期 2010.9.24

《湘财证券-公司调研报告-辰州矿业（002155）：内部挖潜作保障，外部竞购搏发展，高锑价时代到来下的龙头锑业股》

-----报告日期 2010.09.01

《湘财证券-研究报告-辰州矿业（002155）出手南星锑业，意在高峰华锡》

-----报告日期 2010.08.27

《湘财证券-半年报点评-辰州矿业（002155）：黄金股？锑业股？

-----报告日期 2010.08.17

投资要点

- **用途广泛且难以回收，资源形势严峻的战略金属。**锑是一种用途广泛的金属，满足公认战略金属四大条件，被誉为“灭火防火的功臣”、“金属硬化剂”，广泛应用于阻燃剂、颜料、汽车蓄电池、半导体领域。由于其资源稀缺、阻燃性能最佳、广泛的用途，其位列欧盟委员会《对欧盟生死攸关的原料》14种“紧缺”名单之首。美国、日本和西欧均拥有大量的战略储备锑，且严重依赖进口。更为重要的是，由于锑金属的几乎不可回收和广泛应用，全球锑资源储量急剧下降，按每年20万吨矿山锑的消耗速度，全球锑储量静态保证年限为10.5年，我国的锑储量将在4.7年内消耗完毕。为我国十大稀有战略金属中最为稀缺的品种。
- **卤-锑阻燃剂实际替代速度远慢于市场预期，较长时间内仍是综合考虑首选。**全球锑消费结构中，阻燃剂领域占据了70%份额。锑主要是以氧化锑的形式作为阻燃协效剂添加在各种卤系阻燃剂之中，而其中又以塑料用途最为广泛，据统计三氧化二锑在塑料阻燃剂制品中的量约占总锑消费的70%，其次是化纤、棉纺等等。卤系阻燃剂占据阻燃剂领域的主导地位。美日欧多国专家通过不断的实验证明，锑系阻燃剂与无机阻燃剂相比，并不具备明显毒性。其他阻燃剂阻燃效果远不如溴-锑阻燃剂理想，而目前已经开发出加入硼酸锌等各种抑制或减少溴锑系阻燃剂烟尘的方法。
- **阻燃剂氧化锑消耗量远超市场预期。**根据Freedonia的09年数据，提出欧盟阻燃剂产量，我们选取北美市场与亚太市场2010年160万阻燃剂需求量的假设，按2010年20%溴系阻燃剂占比计算，并假设溴系阻燃剂与三氧化二锑配比在2:1，则预计2010年氧化锑消耗量为 $160 \times 20\% \times 50\% = 16$ 万吨。按照2009年美国地质调查局19.7万吨锑年产量70%消费用于阻燃剂计算，这一数据在 $19.7 \times 0.7 = 13.79$ 万吨锑，按1:1.15转换比例计算，对应氧化锑消耗量为15.86万吨。两种推算方法数据结果相吻合。因此，我们认为，全球氧化锑消费远高于市场此前每年10-12万吨的预期。
- **三氧化二锑龙头供应商，受益下游需求不断增长。**按照美国市场调研公司BCC报告，以数量计算2008年全球阻燃剂消费超过145万吨，估计2014年将达到195万吨，期间年均增长率4.9%，此外由于发展中国家陆续采用更严格的阻燃法规和塑料消费量的增长，新兴市场未来将成为阻燃剂需求增长的主力军。辰州矿业是全球锑业第二，拥有20万吨锑储量，2.5万吨氧化锑产能。锑制品出口配额全国占比22.08%。锑价上涨下游消费可观，我们认为锑价突破8万元/吨奔向10万元/吨极有可能，公司充分享受锑产业链带来的业绩利好。公司锑业务板块的内容我们已在深度报告给予了详细阐述，我们维持公司的买入评级，维持三季报点评中对公司10-12年EPS分别为0.48元、0.91元和1.24元的预测。

1、锑：比“稀土”稀有一百倍，最稀缺的稀有金属

根据美国地质调查局的数据，2009年全球稀土储量为9900万吨，按全球每年12.4万吨的开采量计算，静态保证年限798.39年；2009年全球锑储量为210万吨，按全球每年19.7万吨开采量计算，静态保证年限为10.66年。锑比稀土稀有75倍。

表 1 十大稀有金属锑最稀有

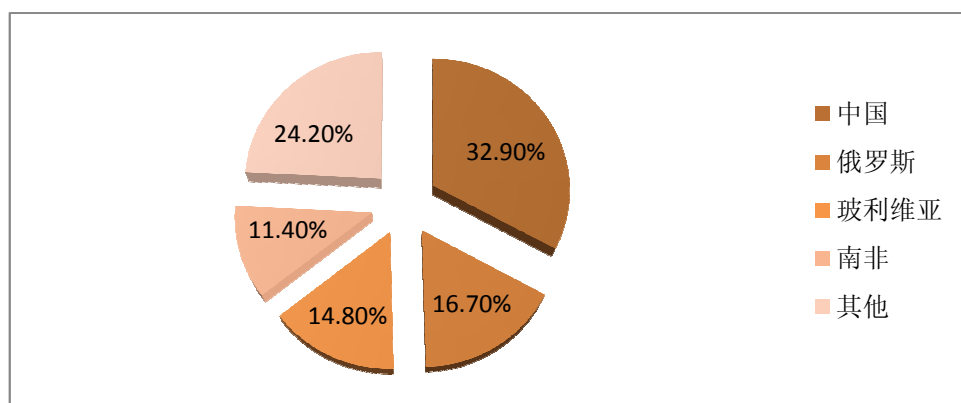
	储量（万吨）	年开采量（万吨）	保证年限
锑	210	19.7	10.65
铟	1.9	0.13	14.62
锡	560	29.9	18.73
钨	289.8	12.5	23.18
钼	870	21.8	39.91
锆	0.86	0.014	61.43
钽	11	0.117	94.02
稀土	9900	12.4	798.39
二氧化锆	560000	128	4375.00

数据来源：USGS、湘财证券研究所

全球主要锑资源国为中国、俄罗斯、玻利维亚、南非、美国等。中国锑储量占世界锑储量的32.9%。截至2008年底，我国查明资源储量251.51万吨，其中基础储量74.31万吨(储量47.43万吨)，资源量177.20万吨。按2008年我国矿山锑产量10万吨测算，静态保证年限为4.7年，资源形势严峻。

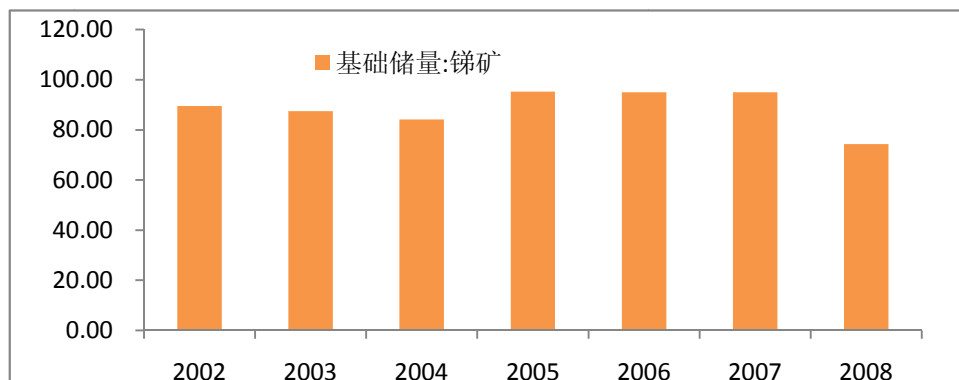
近年来我国锑矿查明资源储量呈下降趋势。我国锑矿查明资源储量从1978年135.05万吨上升1996年的历史最高峰278.16万吨，之后迅速下降2004年202.82万吨，从2005年开始回升，到2008年达到251.51万吨，与1996年的最高值仍有10%的差距。

图 1 中国锑资源储量世界第一



数据来源：美国地质调查局、湘财证券研究所

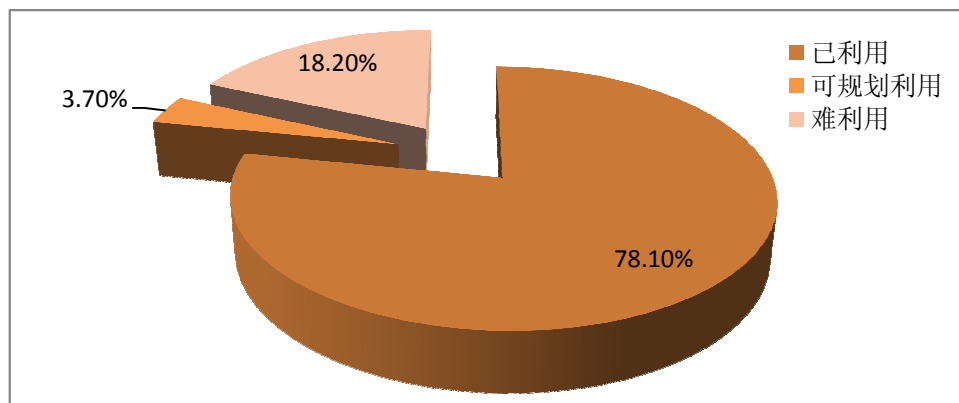
图 2 我国锑矿基础储量逐年下降



数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

我国铌矿已利用程度较高，可设计规划利用储量逐年减少，后备基地不足。截至2008年底，我国已利用的铌矿占全国铌查明资源储量的47.8%，占全国铌基础储量的78.1%；可规划利用的铌矿区占总查明资源储量的17.3%，近期难以利用的铌矿区占总基础储量的3.7%，占总查明资源储量的33.7%。难以利用的原因是交通困难、经济效益差、地质条件复杂、矿体小而分散、埋藏深、矿石品位低以及矿石综合利用问题未解决等。我国铌矿利用程度较高，主要原因是开发条件较好，又多为单铌型矿石，易选、冶。但铌矿可利用的查明资源储量逐年减少，后备基地不足。

图 3 我国铌矿基础储量利用情况



数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

2、用途广泛难以回收的战略金属

铌符合西方国家公认战略金属的四大条件：有限的供应来源；产地不稳定；待用程度低；军需程度高。

铌是一种用途广泛的金属，被誉为“灭火防火的功臣”、“金属硬化剂”、“荧光管、电子管的保护剂”，广泛应用于阻燃剂、颜料、汽车蓄电池、半导体领域。铌已经广泛深入经济各个领域，从军工到民用，从半导体到颜料，应用范围极其广泛。

锑最重要的用途还是作为阻燃剂。三氧化二锑因既能阻燃又能增加塑料耐热性，所以是许多塑料的理想阻燃剂。**三氧化二锑还可作为防火涂料**，用于合成纤维、**建筑材料**、安全胶卷、大功率电路元件、高温绝缘材料、**汽车内部装饰**等。

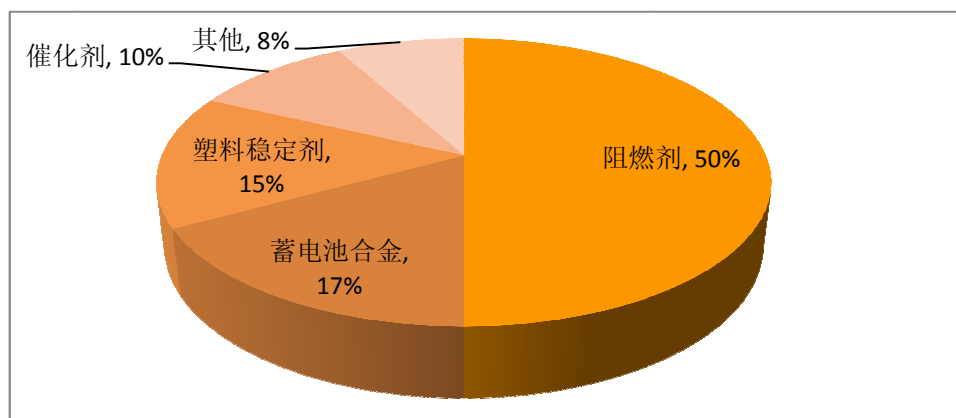
由于锑用途广泛，特别是日常生活中各种材料的防火安全的重视，锑的用量每年都维持在10万吨以上。据不完全统计，目前全球每年消耗的锑为10万吨-12万吨锑金属，阻燃剂仍然是锑的主要应用领域，约占世界锑总消耗的70%；三氧化二锑消耗总量的90%。

表 2 锑及锑化合物的用途

特性及用途	
高纯金属锑	生产半导体、电热装置、远红外装置理想材料
锑铅合金	耐腐蚀，化工管道、电缆包皮的首选材料
锑锡、铅、铜合金	强度高、极其耐磨，用于制造轴承、齿轮
锑白 (Sb ₂ O ₃)	颜料、阻燃剂、玻璃脱色剂和澄清剂、有机合成催化剂、钛白生产用沉淀剂、汽油添加剂
锑白+硫化锑	橡胶填充剂
三硫化锑	生产安全火柴、弹药、鞭炮
五硫化锑	用于制造橡胶和兽药
三氯化锑	用于医药
葡萄糖酸锑	治疗黑热病
焦锑酸钠	高档玻璃澄清剂、脱色剂
醋酸锑	化纤工业用催化剂

数据来源：湘财证券研究所收集整理

图 4 我国锑消费结构



数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

不同于铜铝等金属的是，锑金属几乎很难回收重复利用。以往，氧化锑一般可以从电池工业消耗的铅锑合金中进行回收。2002-2003年期间，全球通过废旧蓄电池及其他含锑工业废料回收的锑产量在5.5-6万吨之间，一度成为重要的锑供应来源。

然而，目前电池工业中氧化铈的用量正在逐渐减少。电池工业正在趋向于用钙而不是铈来做电池添加剂。这也就意味着从蓄电池中提取回收铈的量也在减少，而铈最广泛应用的阻燃剂由于其单位重量添加比例小、添加分散等特点，造成技术上、经济意义上都难以回收，再生铈的量也逐年减少。

由于其优良的阻燃性能、广泛的用途以及在一些专业应用领域的不可替代性与不可回收性，其位列欧盟委员会《对欧盟生死攸关的原料》14种“紧缺”名单之首。

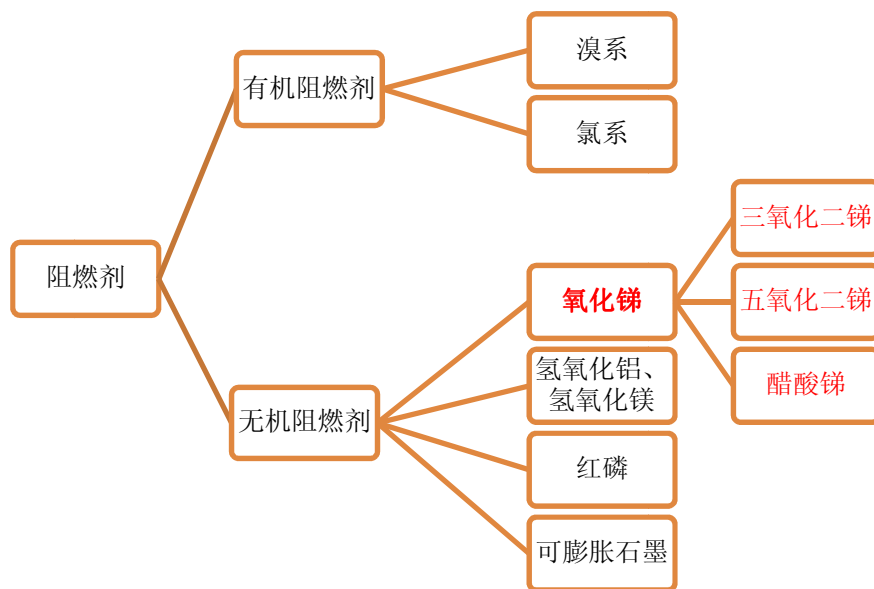
3、卤系阻燃剂短期难以取代，综合指标依旧领先

全球铈消费结构中，阻燃剂领域占据了70%份额。铈主要是以氧化铈的形式作为阻燃协效剂添加在各种卤系阻燃剂之中，广泛添加于塑料，化纤、棉纺等之中。

目前主流阻燃剂主要分为有机阻燃剂和无机阻燃剂，前者包括磷系阻燃剂和卤系阻燃剂，卤系阻燃剂又划分为溴系阻燃剂与氯系阻燃剂。无机阻燃剂则包括氢氧化铝、氢氧化镁、氧化铈、红磷以及可膨胀石墨。

溴系阻燃剂是最重要的阻燃剂品种之一，多年来销售额居于首位，07 年全球溴系阻燃剂消费量为 41 万吨，占全部阻燃剂消费量的 23%。

图 5 阻燃剂分类结构图



数据来源：湘财证券研究所

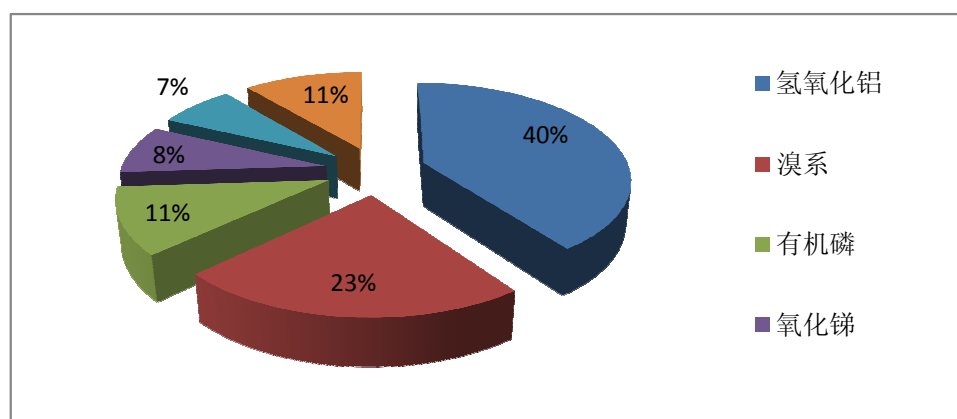
氧化铈中做为阻燃剂使用的主要是：三氧化二铈、五氧化二铈、醋酸铈。它们单独作为阻燃剂使用时阻燃性能较差，几乎没有阻燃性能。但是其与卤系阻燃剂并用时可以大大提高卤系阻燃剂的效能，因此它作为几乎所有卤系阻燃剂中不可缺少的协效剂而与卤系阻燃剂联合使用。而由于卤系阻燃剂在阻燃领域不可撼动的主力地位，氧化铈也一直是阻燃剂里不可或缺的角色。

表 3 三大主流阻燃剂指标对比

项目	有机卤系	有机磷系	无机系
代表产品	十溴二苯醚、四溴双酚 A	TCPP、BDP	氢氧化铝、氢氧化镁
阻燃机理	捕捉高分子材料降解反应生成的自由基，同时释放出难燃、高密度 HBr 气体，阻隔表面可燃气体	生成具有强脱水性的偏聚磷酸，使高分子树脂表面形成炭化膜，隔绝氧气	分解释放水蒸气，吸热冷却
阻燃效率	最高	高	低
价格	较低	适中	较低
缺点	发烟量大、气体有毒	挥发性大、热稳定性差	添加量大，影响材料物理机械性能
优势领域	通用塑料、工程塑料	聚氨酯、工程塑料	通用塑料、橡胶

数据来源：湘财证券研究所收集整理

图 6 2007 年全球各阻燃剂消费结构图



数据来源：湘财证券研究所

锑卤阻燃协效体系主要存在两大不利因素：产烟量高；氧化锑有毒。这也引起了部分业内人士对于卤锑锡阻燃剂被取代导致锑需求大幅下降的担忧。

人们二十年前就开始寻求可以替代锑化合物的新型协效剂，但直到今天卤系阻燃剂仍然是除了西欧地区在全球范围内使用最广的阻燃剂。近二十年来人类开发出的能部分替代三氧化二锑的阻燃剂有硼酸锌、硫化锌、锡酸锌、锆化合物和钨化合物。虽然这些替代品在一些地方发挥了很好的阻燃效果，但综合比较各方面性能，还是不能完全替代锑化合物。从下游应用来看，由于溴系的添加比例显著其他阻燃剂，这使得溴系阻燃剂现阶段仍然是性价比最高的阻燃剂品种，单吨塑料溴系阻燃剂成本几乎只有目前替代呼声最高的磷系阻燃剂成本的一半。因此，尽管近年来对阻燃剂无卤化的呼声很高，但由于锑卤协效阻燃的高效性，卤系阻燃剂在一段时间内仍将占据阻燃剂的主导地位，因此氧化锑仍有一定发展空间。

表 4 溴系阻燃剂替代进程缓慢

	1995	1998	2003	2007
美国	14%	14%	14%	10%
西欧	15%	14%	14%	9%

数据来源：中国阻燃协会、湘财证券研究所

由于卤锑系阻燃剂卓越的阻燃性能以及无可比拟的性价比优势，在科学家不断研究卤锑系阻燃剂替代物的时候，也有很多科学家在研究如何减少卤锑锡阻燃剂的发烟量，减少其毒性。

对Sb₂O₃本身的毒性问题，最早提出的是德国和意大利有关阻燃界专家，甚至认为Sb₂O₃粉尘吸入肺部可能蕴癌。这类问题提出后，即遭到日本、美国阻燃界专家的异议，并用大量试验数据来说明含锑阻燃剂没有大的毒性，更不会使人致癌。根据1990年美国环保局提高的研究资料表明：广泛使用Sb₂O₃阻燃剂不会产生致癌物质。日本精矿株式会社研究结果表明：用白鼠做实验，LD₅₀20g/kg，几乎没有毒性。

而关于锑系阻燃剂燃烧过程中产生烟雾的毒性问题，日本、美国有关阻燃专家认为锑-溴阻燃剂在燃烧时的烟雾是有着较强的毒性，但他们也同时认为合成材料在燃烧时产生的烟雾，同样有着较强的毒性。因为，即便是不用溴系阻燃剂，用其他的阻燃剂取代，由于阻燃效果远不如溴系阻燃剂理想，燃烧时间延长，合成材料燃烧时产生的有毒烟雾会更多更浓，对人体的危害也同样存在和不可避免。因此锑系阻燃剂燃烧过程中的烟雾毒性问题解决的根本在于减少燃烧发烟量。

表 5 美国 Sb₂O₃ 毒性实验结果

实验方法	试验结果
1. 剧烈的吸入毒性（用大白鼠试验）	LD ₅₀ >34.6g/kg
2. 剧烈的皮肤接触毒性（用大白鼠试验）	LD ₅₀ >20.0g/kg
3. 对眼睛的刺激（用大白鼠刺激）未冲洗眼睛；冲洗眼睛接触四秒	未冲洗眼睛时极严重；接触4秒后冲洗眼睛后比较严重。
4. 一次性皮肤刺激（用大白鼠试验）	刺激微小
5. 皮肤过敏（对人试验）	未发现过敏者
6. 一次性皮肤试验（对人）	未发现受到刺激者

数据来源：湘财证券研究所收集整理

锑-溴阻燃剂发烟量大的问题。经过十几年的研究发展目前比较成熟的有效抑制发烟量的方法是锑基复合阻燃剂，复合阻燃剂是氧化锑与其它金属化合物的复合物，由于多种金属氧化物的协同效应，不仅可提高阻燃效果，还可以改善着色性能，抑制烟雾，降低成本，具有多功能性。如在DOP添加量40%的聚氯乙烯中，加入锑基复合阻燃剂（Sb₂O₃份+MoO₃份），其氧指数达32.5%，发烟率减少81%。

此外，氧化锑的超细化能在不损失阻燃效果的前提下减少氧化锑用量从而间接减少燃烧过程中的发烟量。研究表明，超细化的氧化锑阻燃剂，不仅增强界面间的相互作用，使其可以更均匀地分散在基体树脂中，起到刚性粒子增塑增强的作用，大大改善了材料的抗冲击性能和阻燃性能，而且用量减小。

超细化方面，目前国外发达国家技术领先，日本精工株式会社采用弧光放电法开发出的Patox平均粒径在0.01-0.02微米。Polycom Huntsman公司开发的Nyacol ADP480粒径小于0.1微米。目前国内领先的辰州矿业常德锑品采用的高温氧化法开发出的高纯超细活性氧化锑，平均粒径0.3-0.6微米，含量大于99.8%。

表 6 辰州矿业氧化锑指标

类别特性	Sb ₂ O ₃ 99.80		Sb ₂ O ₃ 99.50		Sb ₂ O ₃ 99.00
	低砷铅	超细高纯	超 细	普 通	普 通
Sb ₂ O ₃ ≥	99.8	99.8	99.5	99.5	99
As ₂ O ₃ ≤	0.03	0.05	0.05	0.06	0.12
PbO≤	0.02	0.05	0.08	0.1	0.2
Fe ₂ O ₃ ≤	0.003	0.003	0.003	0.006	—
CuO≤	0.002	0.002	0.002	0.002	—
Se≤	0.001	0.001	0.002	0.005	—
Bi≤	0.004	0.004	0.005	0.005	—
白度≥	95	95	95	95	93
平均粒度	0.6~0.8	0.3~0.6		0.6~0.8	
(μm)	0.8~1.5	0.6~0.8	0.3~0.6	0.8~1.5	—
	1.5~2.5			1.5~2.5	

数据来源：公司网站、湘财证券研究所

4、阻燃剂氧化锑消耗量远超市场预期，下游需求前景极为看好

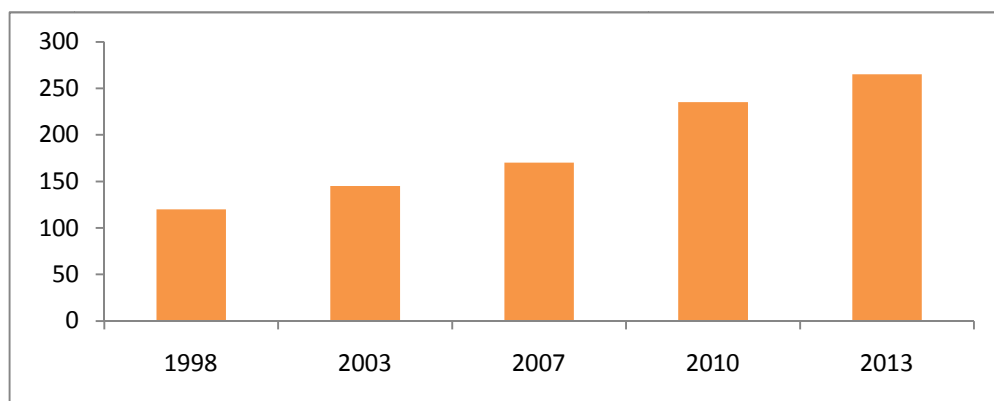
上世纪60年代，欧美等发达国家已经通过国家立法强制在主要行业推行阻燃材料的应用，近二十年来，世界上阻燃剂产量和消费量均保持较快增长。从区域分布来看，阻燃剂的消费和生产集中在发达国家，美国、欧盟和日本是世界三大阻燃剂市场，2005年美国约占全球阻燃剂消费总量的40%，西欧约占30%，日本约占20%，新兴国家目前占比很小，具有巨大的上升空间。

据美国市场咨询机构Freedonia的研究报告，全球阻燃剂需求将以年均4.8%的速度增长，2010年预计达到230万吨。其中，欧盟市场阻燃剂需求年均增速约3%，预计到2010年需求量达到52万吨；北美市场年均增速预计为3.4%，到2010年需求量达74万吨。未来5年亚太市场阻燃剂需求将以年均7%的速度增长，预计2010年需求量将达86万吨，超过北美成为全球最大的阻燃剂消费市场。

根据Freedonia的09年数据，不考虑欧盟阻燃剂产量，我们选取北美市场与亚太市场2010年160万阻燃剂需求量的假设，按2010年20%溴系阻燃剂占比计算，并假设溴系阻燃剂与三氧化二锑配比在2:1，则预计2010年氧化锑消耗量为

$160 \times 20\% \times 50\% = 16$ 万吨。按照2009年美国地质调查局19.7万吨锑年产量70%消费用于阻燃剂计算，这一数据在 $19.7 \times 0.7 = 13.79$ 万吨锑，按1:1.15转换比例计算，对应氧化锑消耗量为15.86万吨。两种推算方法数据结果相吻合。因此，我们认为，全球氧化锑消费远高于市场此前每年10-12万吨的预期。

图 7 全球阻燃剂消费稳步增长

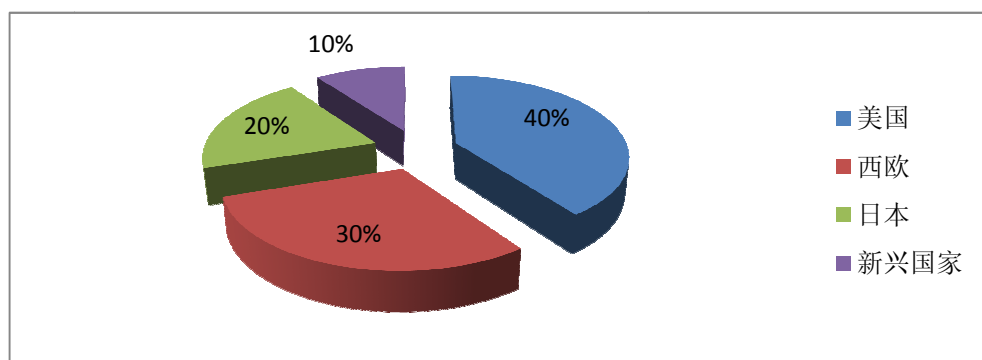


数据来源：雅克科技招股说明、湘财证券研究所

而未来的更大驱动力则来自于新兴市场的需求。比如中国，添加阻燃剂塑料占比不到2%。而在美国，这一比例高达40%，我国阻燃剂市场的启动较为缓慢主要是因为下游厂商低价竞争，为了维持成本优势而减少或干脆零添加阻燃剂。而此外，我国阻燃法也迟迟未能出台，尽管我国从07年3月1日开始执行强制性国家标准《公共场所阻燃制品及组件燃烧性能要求和标识》，但目前来看执行效果并不理想。

但从中长期来看，随着国民消防安全意识的提高和相关法律法规的完善和执行力度的加强，新兴阻燃市场必然将出现井喷。09年我国塑料制品产量为4479万吨，出口量达656万吨，不考虑进口，则09年我国消费的自产塑料制品为3823万吨，假设未来该数字固定不变，阻燃塑料占比上升至20%，假设阻燃剂添加比例为10%，那么对应的国内阻燃剂需求为 $3823 \times 20\% \times 10\% = 76.46$ 万吨。按照我国20%的溴系阻燃剂消费比例测算，对应溴系阻燃剂新增需求大约在15.23万吨，假设平均溴系阻燃剂三氧化二锑添加比例为2:1，则对应三氧化二锑新增需求7.62万吨。

图 8 新兴国家是未来阻燃剂消费增长主动力



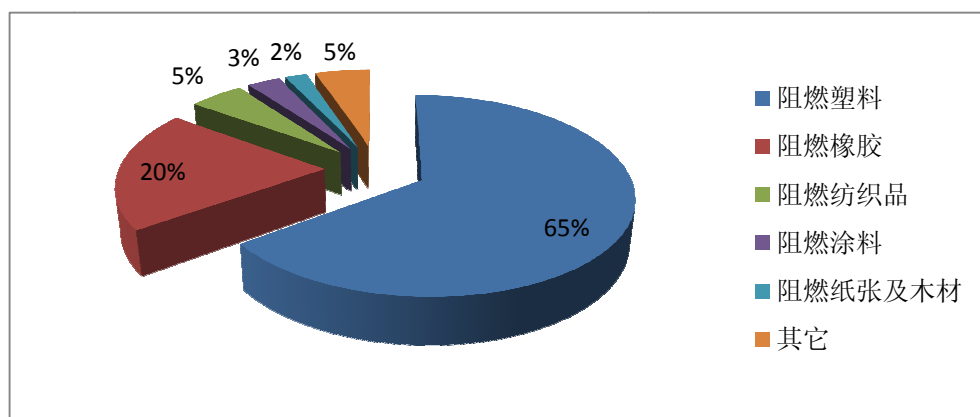
数据来源：雅克科技招股说明、湘财证券研究所

表 7 部分阻燃材料添加 Sb₂O₃ 百分比

阻燃材料	Sb ₂ O ₃ %
聚烯烃	3
聚丙烯酸酯	7
聚丙烯腈	2
聚苯乙烯	7
聚氨酯	2.5
聚酯	2
环氧树脂	3

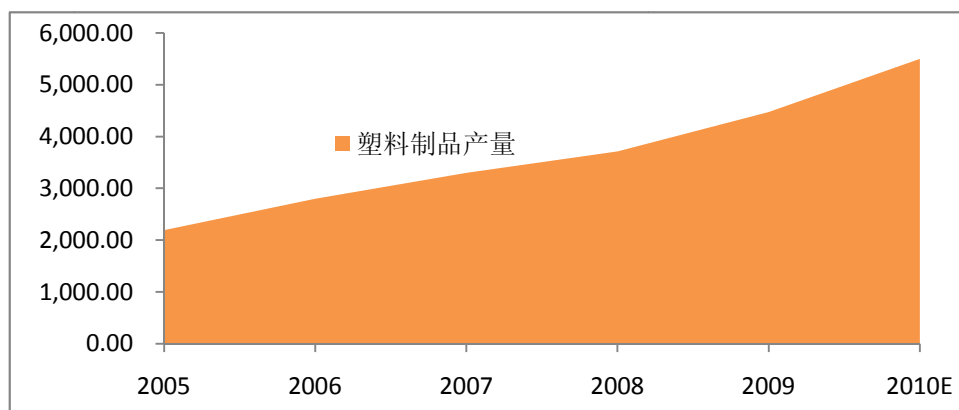
数据来源：湘财证券研究所收集整理

图 9 阻燃剂主要下游消费领域



数据来源：雅克科技招股说明、湘财证券研究所

图 10 我国塑料制品保持快速稳定增长

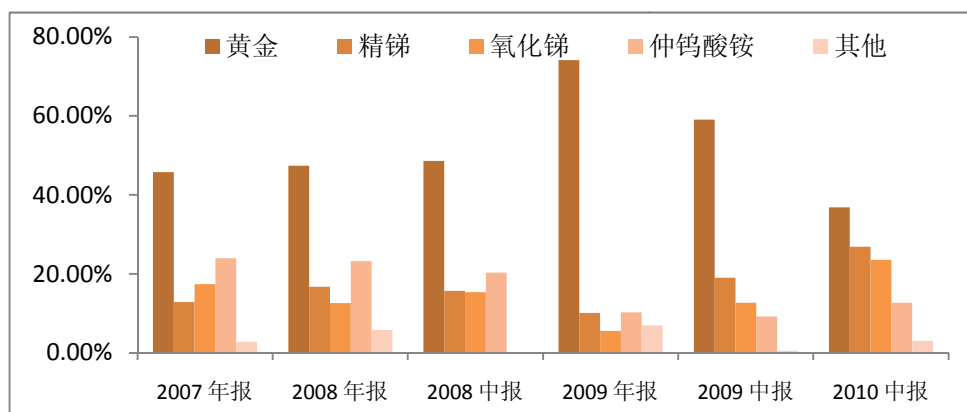


数据来源：WIND、湘财证券研究所

5、三氧化二锑龙头供应商，受益下游需求不断增长

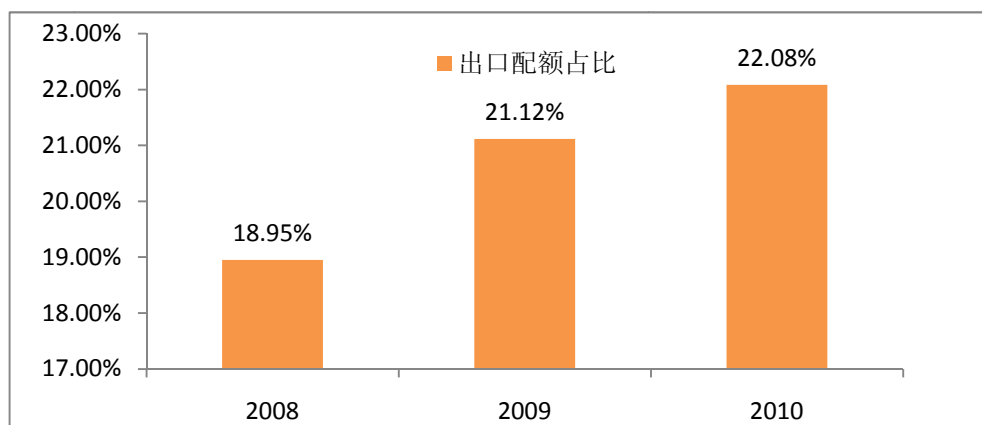
辰州矿业是全球锑业第二，拥有 20 万吨锑储量，2.5 万吨氧化锑产能。锑制品出口配额全国占比 22.08%。对于公司锑业务板块的内容，我们已在深度报告中做了详细阐述，在此不再重述。公司上游受益锑价不断历史新高，下游长期受益阻燃剂消费增长，我们重申我们对公司锑业务板块极为看好的观点。我们维持公司的买入评级，维持三季报点评中对公司 10-12 年 EPS 分别为 0.48 元、0.91 元和 1.24 元的预测。

图 11 2007-2010 年公司各产品利润占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 12 辰州矿业锑品出口配额全国占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

资产负债表

单位：百万元

利润表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	896	1364	1338	1425	营业收入	1692	2632	3426	4011
现金	316	627	508	484	营业成本	1180	1632	2124	2366
应收账款	51	108	102	130	营业税金及附加	16	28	40	42
其他应收款	103	138	197	229	营业费用	19	33	43	49

预付账款	52	95	116	123	管理费用	253	395	514	602
存货	301	291	305	315	财务费用	26	37	30	13
其他流动资产	72	105	111	145	资产减值损失	18	130	20	20
非流动资产	1847	1897	1976	2024	公允价值变动收益	-5	-2	-2	2
长期投资	6	23	22	22	投资净收益	-22	0	0	0
固定资产	1062	1034	982	918	营业利润	153	377	654	922
无形资产	408	496	601	698	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	371	344	371	387	营业外支出	15	50	20	11
资产总计	2742	3261	3314	3449	利润总额	150	338	645	922
流动负债	784	1137	867	660	所得税	54	87	172	272
短期借款	595	842	515	311	净利润	96	251	474	650
应付账款	86	137	200	198	少数股东损益	-5	-10	-25	-31
其他流动负债	103	158	152	151	归属母公司净利润	101	261	499	681
非流动负债	47	19	22	29	EBITDA	333	526	807	1065
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.48	0.91	1.24
其他非流动负债	47	19	22	29					
负债合计	832	1155	889	689	主要财务比率				
少数股东权益	75	65	40	10	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	547	547	547	547	成长能力				
资本公积	1041	1041	1041	1041	营业收入	24.8%	55.5%	30.2%	17.1%
留存收益	243	449	796	1160	营业利润	99.1%	145.8%	73.6%	40.9%
归属母公司股东权益	1836	2040	2385	2751	归属于母公司净利润	44.1%	159.1%	91.3%	36.5%
负债和股东权益	2742	3261	3314	3449	获利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	30.3%	38.0%	38.0%	41.0%
单位: 百万元					净利率 (%)	5.9%	9.9%	14.6%	17.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	5.5%	12.8%	20.9%	24.8%
经营活动现金流	140	289	548	658	ROIC (%)	4.9%	12.2%	18.9%	23.2%
净利润	96	251	474	650	偿债能力				
折旧摊销	154	113	123	131	资产负债率 (%)	30.3%	35.4%	26.8%	20.0%
财务费用	26	37	30	13	净负债比率 (%)	75.21%	74.63%	60.39%	48.59%
投资损失	22	0	0	0	流动比率	1.14	1.20	1.54	2.16
营运资金变动	-161	-122	-83	-145	速动比率	0.75	0.93	1.17	1.66
其他经营现金	2	10	5	9	营运能力				
投资活动现金流	-470	-122	-160	-151	总资产周转率	0.63	0.88	1.04	1.19
资本支出	343	0	0	0	应收账款周转率	33	29	28	30
长期投资	-38	17	0	0	应付账款周转率	11.35	14.65	12.63	11.91
其他投资现金	-165	-105	-160	-151	每股指标 (元)				

筹资活动现金流	65	145	-506	-532	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.48	0.91	1.24
短期借款	165	247	-327	-204	每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.53	1.00	1.20
长期借款	-30	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.73	4.36	5.03
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	141.86	54.75	28.63	20.97
其他筹资现金									
流	-70	-102	-179	-328	P/B	7.78	7.00	5.99	5.19
现金净增加额	-265	311	-119	-24	EV/EBITDA	44	28	18	14

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。