

2010-12-20

金属非金属

铜陵有色 000630.SZ

前景最好，腾飞在即

- ◇ 调研地点：安徽铜陵
- ◇ 拜访对象：公司高管

◆公司资源状况

目前公司共拥有铜储量 200 万吨，2009 年矿产铜精矿 4.43 万吨，预计 2010 年自产铜精矿 4.71 万吨，2011 年达到 5 万吨。预计公司“十二五”矿产铜量将按照每年 10% 增长。增量一方面来自原有矿山扩产，同时公司也在不断开发新的矿山资源。在伴生金属中，安庆铜矿伴生铁，每年铁精砂产量 45 万吨。2009 年公司自产金 1.5 吨（包括天马山金矿 1 吨金产量与 0.5 吨铜精矿伴生金产量），自产矿含银 80 吨。

◆公司冶炼资产状况

目前拥有 85 万吨阴极铜冶炼产能。冶炼资产包括金昌冶炼厂、金隆铜业、赤峰金铜业以及张家口联合铜业四家大型阴极铜冶炼企业。原材料除自产铜精矿外，还需要外购铜精矿和粗铜。2009 年公司自产铜精矿 4.4 万吨，进口铜精矿 44 万吨，外购国内铜精矿 5 万吨，外购国内粗铜 27 万吨。

◆公司铜加工资产状况

主要产品为铜材与漆包线，加工费低且单位成本高导致该块业务亏损严重。2009 年公司铜材加工净亏损额达到 1.66 亿元。未来加工铜材盈利情况的改善需看产量的提高以及产品结构的升级、成本控制。

◆未来资源注入可期

从目前三大铜上市公司比较来看，江西铜业资源储量最大，铜储量 1131 万吨，铜陵有色和云南铜业都是约 200 万吨（云铜储量包含本次注入的“三矿一厂”）。但从集团控制的资源看，铜陵有色未来资源注入的前景最好。通过整理相关资料和报道，集团公司拥有丰富的矿产资源，铜权益储量超过 800 万吨，另外集团公司下属的金寨沙坪沟钼矿拥有 50 万吨的钼储量，含钼品位高到 0.156%，属于大型钼矿山。假如这些矿产资源能够在未来注入上市公司，那么公司的资源储量将比肩江西铜业。

◆坚定看好铜价走势

投资基本金属关键在于经济周期，从各国最新的 PMI 数据以及 IP 增速看，目前全球经济处于上行阶段。美国虽然保持较高的失业率，但是新一轮的量化宽松政策将逐渐起到改善经济的效果。欧洲方面，德法两国稳定的经济增长带动欧元区整体经济的恢复，欧元区对基本金属的需求得到保证。从国内的市场看，我国的经济运行良好，全球经济引擎的地位没有改变，下游需求的上涨支撑着铜价走势。在全球经济增长明确且下游需求增加的情况下，我们看好铜价走势，预计 2010-2012 年国内铜价均价分别为 60000 元/吨、69000 元/吨和 73000 元/吨。

◆业绩预测与投资评级

我们始终坚定看好铜价，在铜上市公司中，我们又最看好铜陵有色。公司目前自产铜量较低，未来看点在于集团公司的有可能资源注入提高自给率以及加工产品的止损。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.60、1.16、1.35 元，假如能够实现资源注入，公司在资源方面将比肩江西铜业，而目前公司市值不到江西铜业的 30%，我们给予公司 2011 年 EPS 45 倍估值，目标价格 52 元，投资评级“买入”。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	37,342	30,755	49,197	57,290	63,057
净利润（百万元）	637	608	781	1,501	1,747
EPS（元）	0.49	0.47	0.60	1.16	1.35

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	30.65 元
目标价格	52.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

汪前明 (执业证书编号：S0930210050001)

(8621) 22169122

wangqm@ebcn.com

联系人：施毅

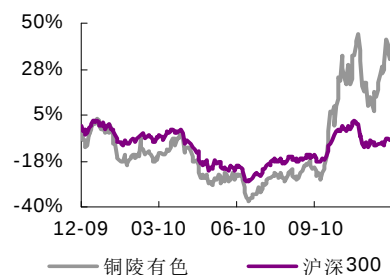
(8621) 22169126

Shiyi@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,294
总市值(百万元)	39,672
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	33.72/13.13
近 3 月日均成交量(百万股)	43.62
主要股东	铜陵有色金 属集团控股 有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.36	62.02	49.38
绝对收益	10.84	74.75	44.48

相关报告：

公司资源状况

公司上市之初作为单纯的阴极铜冶炼企业，自身并无矿山资源。之后收购了集团公司旗下大量的矿山，资源产量得到快速扩张。目前公司共拥有铜储量 200 万吨，2009 年矿产铜精矿 4.43 万吨，预计 2010 年自产铜精矿 4.71 万吨，2011 年达到 5 万吨。预计公司“十二五”矿产铜量将按照每年 10% 增长。增量一方面来自原有矿山扩产，同时公司也在不断开发新的矿山资源。

安庆铜矿与冬瓜山矿目前是公司最主要的矿山，两个矿合计拥有铜储量 135 万吨，总产能达到 4 万吨。

从公司公告的一些在建项目看，未来自产矿增量可能来自于：

冬瓜山铜矿与铜山铜矿的改扩建工程：目前冬瓜山铜矿年产铜精矿 3.2 万吨，改扩建工程预计于 2011 年完成并投产，达产后矿山铜精矿年产量将增至 3.4 万吨。铜山铜矿目前的产量较小，年产铜精矿量在 2000 吨左右；其改扩建工程预计于 2013 年建成投产，达产后年产铜精矿将达到 5000 吨。

句容仙人桥矿：公司于 2008 年收购该矿，此前一直处在建设阶段。该矿预计在 2011 年建成投产，当年实现铜精矿产量 1000 吨。达产后，产能达到 2000-3000 吨。

公司 2009 年自产铜精矿为 4.43 万吨，2010 年公司计划生产铜精矿 4.71 万吨。2011 年，冬瓜山铜矿与句容仙人桥矿的改扩建项目投产，公司自产铜精矿将增加至 5 万吨；待句容仙人桥矿以及铜山矿的改扩建项目达产后，公司自产铜精矿量预计将达到 5.5 万吨。

在伴生金属中，安庆铜矿伴生铁，每年铁精砂产量 45 万吨。2009 年公司自产金 1.5 吨（包括天马山金矿 1 吨金产量与 0.5 吨铜精矿伴生金产量），自产矿含银 80 吨。

图表 1：公司资源情况

安庆铜矿与冬瓜山铜矿是最主要的两个矿山；预计“十二五”公司自产矿的产量将以每年 10% 的速度增长

矿山	持股比例	储量			处理能力 (吨/日)	产量		备注
		铜 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)		铜 (万吨)	金 (吨)	
安庆铜矿	100%	42.4	拥有铁矿石 1569 万吨		3500	0.8		年产 45 万吨铁精砂
冬瓜山矿	100%	93.7			13000	3.2		原先的狮子山矿，改扩建工程于 2011 年完成，达产后年产量 3.4 万吨
铜山矿业	100%	30.5	拥有铁矿石 740 万吨		2000	0.5		铜品位 1.07%，改扩建工程于 2013 年完成投产，达产后生产 5000 吨的铜精矿
凤凰山矿业	100%	4.3	1.7	94				两个矿的规模较小，目前与铜山铜矿产量
金口岭矿业	100%	1.2	0.3	11.5				合计约 5000 吨铜精矿
安庆月山矿业	100%							该矿储量小
天马山黄金矿业	56.85%		11				1	黄金生产企业
句容市仙人桥矿业	46%	6.43	6.35	264				2011 年建成投产，当年生产铜精矿 1000 吨，达产后生产 2000-3000 吨
安庆市金安矿业	43.7%							此矿为探矿权，投资 500 万

权益储量		200	19	370		4.5	1.5	自产金量为 1.5 吨，银 80 吨，铁 45 万吨
------	--	-----	----	-----	--	-----	-----	----------------------------

资料来源：光大证券研究所

公司冶炼资产状况

目前拥有 85 万吨阴极铜冶炼产能。冶炼资产包括金昌冶炼厂、金隆铜业、赤峰金剑铜业以及张家口联合铜业四家大型阴极铜冶炼企业。原材料除自产铜精矿外，还需要外购铜精矿和粗铜。2009 年公司自产铜精矿 4.4 万吨，进口铜精矿 44 万吨，外购国内铜精矿 5 万吨，外购国内粗铜 27 万吨。

除了阴极铜冶炼以外，稀贵金属分公司负责金、银的冶炼，设计产能分别为 12 吨/年以及 350 吨/年。原材料包括矿山自产金银、外购铜精矿中伴生金银以及来料加工。

今年 7 月份，公司发行 20 亿元可转债用于铜冶炼工艺升级改造，整个改造项目分为两部分。一是采用闪速熔炼、闪速吹炼工艺建设先进的铜精矿冶炼“双闪”系统，铜陵有色铜冠冶炼分公司作为执行主体，该生产系统设计年产能阴极铜 40 万吨，硫酸 150 万吨，建设期两年。达产后，公司整体的冶炼规模将达到 125 万吨。而所有自产的铜精矿也将供应“双闪”系统。第二部分是对金昌冶炼厂的冶炼系统进行改造，目前金昌冶炼厂负责冶炼自产铜精矿以及外购铜精矿；改造完成后，该冶炼厂将完全负责外购粗铜的冶炼，同时单位冶炼成本将下降。

图表 2: 公司冶炼资产

“双闪”系统建成后，总的阴极铜产能将达到 125 万吨

冶炼资产	持股比例	产能（万吨）	原材料来源
金昌冶炼厂	100%	17.5	自产铜精矿和外购铜精矿、粗铜
金隆铜业	61.4%	35	主要进口铜精矿
赤峰金剑铜业	51%	6	外购粗铜
张家港联合铜业	85%	26.5	外购粗铜（包括其参股公司百色融达铜业公司提供的 15 万吨粗铜）
总产能		85	

资料来源：光大证券研究所

图表 3: 铜上市企业冶炼资产对比

	江西铜业	铜陵有色	云南铜业
冶炼产能（万吨）	90	85	65
2009 年实际冶炼产量（万吨）	80	71.86	30
原料来源：自产铜精矿（万吨）	16.7	4.43	6
外购粗铜及废杂铜（万吨）	40	27	5
外购国内铜精矿（万吨）	3.5	5	7-8（含从集团购买 4 万吨）
进口国外铜精矿（万吨）	20	44	11

资料来源：光大证券研究所

公司铜加工资产状况

在公司整个生产链中，部分冶炼产品阴极铜继续加工，主要的加工产品为铜材与漆包线，该部分生产规模较小，2009 年共生产铜材与漆包线约 6 万吨。由于公司的铜加工产品处于铜产业链中的低级产品，赚取的加工费低；且由于加工产能利用率低，造成产品单位成本偏高。2009 年公司铜材加工亏损额达到 1.66 亿元。未来的加工铜

材盈利情况的改善还需看产量的提高以及产品结构的升级。

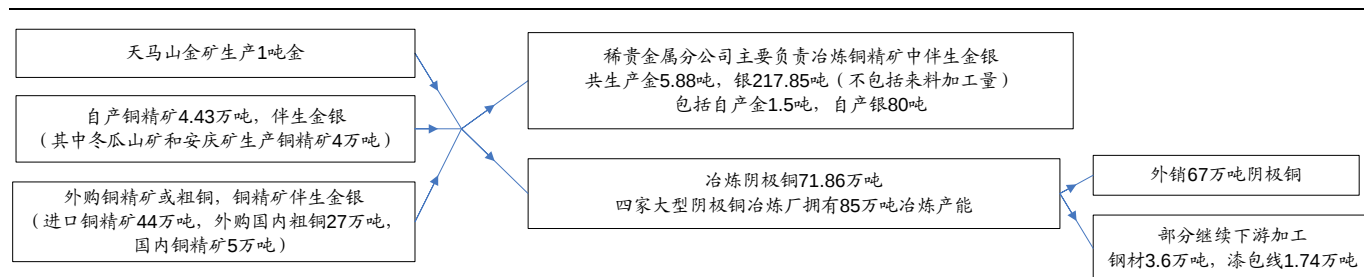
图表 4：公司阴极铜下游加工资产情况

2009 年铜加工合计亏损达到 1.66 亿元

铜材加工	持股比例	产能（万吨）	加工种类	2008 年净利润（万元）	2009 年净利润（万元）
铜陵金威铜业有限公司	75%	6	铜板带	-2672	-7505
铜陵有色黄铜棒材公司	75%	7.5	铜合金，棒材	-40	-6479
合肥铜冠轩铜材有限公司	88.75%	1	铜箔	-5	-672
铜陵有色股份铜冠电工公司	100%	1.3	漆包线、电缆	559	-1987
			合计亏损额	-2158	-16643

资料来源：光大证券研究所

图表 5：公司 2009 年生产链



资料来源：光大证券研究所

未来资源注入可期

从目前三大铜上市公司比较来看，江西铜业资源储量最大，铜储量 1131 万吨，铜陵有色和云南铜业都是约 200 万吨（云铜储量包含本次注入的“三矿一厂”）。但从集团控制的资源看，铜陵有色未来资源注入的前景最好。

通过整理相关资料和报道，集团公司拥有丰富的矿产资源，铜权益储量超过 800 万吨，包括今年与中国铁建集团共同收购的 Corriente Resources Inc.，双方各持有其 50% 股权。该公司拥有厄瓜多尔东南部 Corriente 铜矿带的勘探权与开发权，铜金属储量约为 1156 万吨，黄金 142 吨和白银 978 吨。下属四个矿山尚未开发，建设期约两年，一期工程为年产铜精矿 6 万吨，预计 2013 年底投产，数量可观。另外集团公司下属的金寨沙坪沟钼矿拥有 50 万吨的钼储量，含钼品位高到 0.156%，属于大型钼矿山，目前已经完成详查阶段。

假如这些矿产资源能够在未来注入上市公司，那么公司的资源储量将比肩江西铜业。

图表 6：集团公司控制有丰富的矿山资源

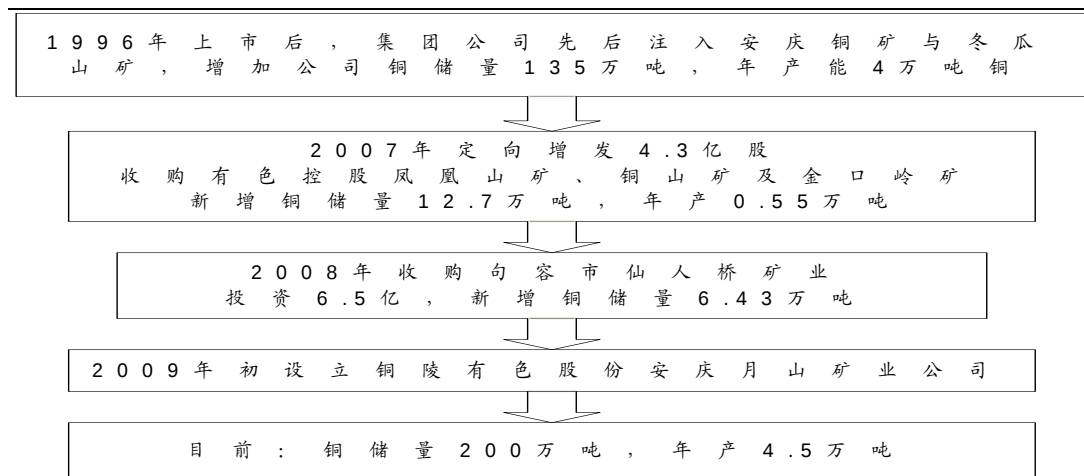
矿产资源	持股比例	资源储量				备注
		铜 (万吨)	黄金 (吨)	白银 (吨)	钼 (万吨)	
厄瓜多尔 Corriente Resources 公司	50%	1156	142	978		露天矿，2013 年底投产，第一期产出 6 万吨铜
安徽庐江沙溪铜矿	100%	70	14			探矿权，2010 年底开始开工建设
内蒙古国维铜矿	51%	130			拥有部分钼矿	已经开始生产，选矿能力为 4000 吨/日，年产铜约 5000 吨
安徽金寨沙坪沟钼矿	70%				50	品位高（0.156%），大型钼矿，目前处于详查阶段
秘鲁白河铜矿	35%	400				紫金矿业持股 45%，进展并不顺利

芜湖南陵铜矿		100	30	还有部分铅锌	目前正在商谈股权收购问题
--------	--	-----	----	--------	--------------

资料来源：光大证券研究所

图表 7：公司过去资源扩张情况

主要通过收购集团资源方式进行资源扩张



资料来源：光大证券研究所

公司 2011 年业绩将受益于铜精矿加工费提高

2010 年下半年，节能减排风暴使中国的冶炼厂遭到减产甚至停产，促使精矿加工费上涨。2009 年进口铜精矿的加工费（TC/RC）75/7.5，2010 年下降至 46.5/4.65，折合铜精矿加工费 1750 元/吨。但 9 月份长单加工费（TC/RC）为每吨 60 美元和每磅 6 美分，10 月份为每吨 93 美元和每磅 9.3 美分，而目前，我国最普遍的中等等级精矿加工费用为每吨 100 美元和每磅 10 美分。

目前已经到了谈判 2011 年加工费时期，中国冶炼厂寻求 2011 年长单费用为每吨 110 美元和每磅 11 美分。如果能够达成协议，2011 年公司的冶炼业绩将大幅度上涨。

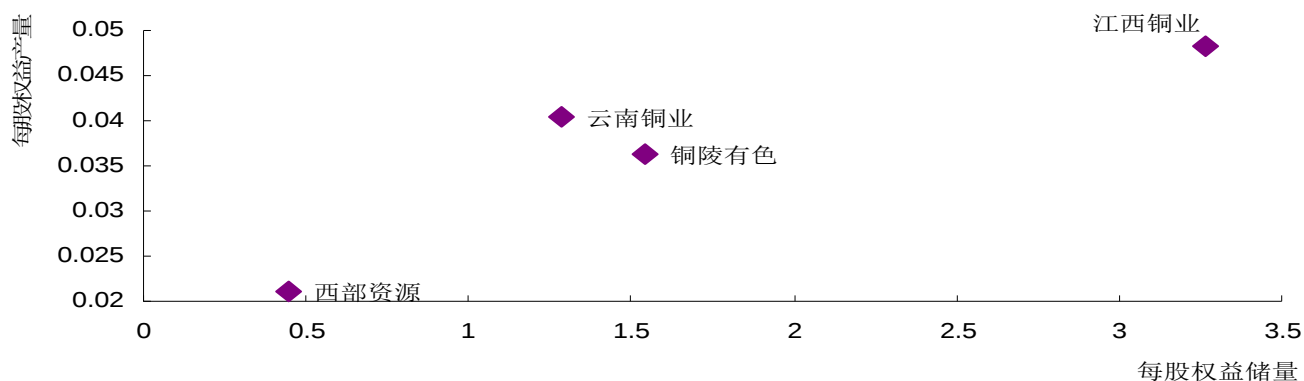
我们估算公司冶炼成本大约为 2100 元/吨，折算为 TC/RC 相当于 55/5.5。TC/RC 费用每上涨 10 美元/吨和 1 美分/磅，每吨进口铜精矿加工费将增加 379.89 元；按照公司 40 万吨的铜精矿进口量计算，公司业绩将增厚 0.088 元（总股本 12.94 亿，所得税 25%），是目前三大铜公司中弹性最大的。

成本与价值分析

我们匡算公司自产铜完全成本大约在 3 万元/吨的水平，自产金成本极低。公司 2010 年计划自产铜精矿 4.71 万吨，总股本 12.94 亿股，每股权益铜产量为 0.03632 千克/股，在铜行业上市公司中业绩弹性相对小于江西铜业和云南铜业。

图表 8：业绩弹性分析

每股权益产量越大说明业绩弹性越大，每股权益储量越大可以给予更高的估值水平



资料来源：光大证券研究所

坚定看好铜价走势

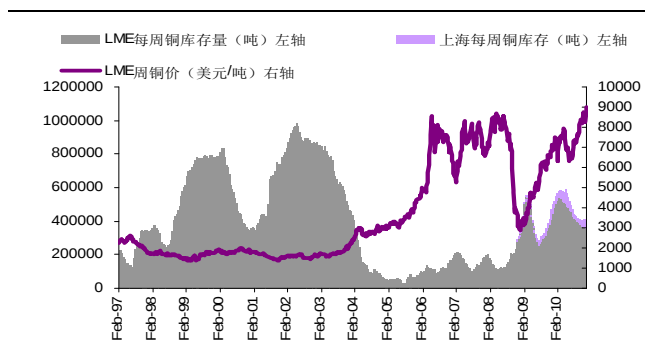
投资基本金属关键在于经济周期，从各国最新的 PMI 数据以及 IP 增速看，目前全球经济处于上行阶段。美国虽然保持较高的失业率，但是新一轮的量化宽松政策将逐渐起到改善经济的效果。欧洲方面，爱尔兰的债务危机随着该国申请援助而得到缓和；同时，德法两国稳定的经济增长带动欧元区整体经济的恢复，欧元区对基本金属的需求得到保证。从国内的市场看，我国的经济运行良好，全球经济引擎的地位没有改变，下游需求的上涨支撑着走势。

近期铜价表现抢眼，连创历史高位。主要得益于国外供需基本面利好。目前 LME 铜库存下滑至 34.95 万吨，较年初高位下降了 37%，为六年来的最大年度降幅；同时英国 ETF Securities 公司推出首个以铜为支持标的上市交易产品，吸纳 18.5 万吨铜。

在全球经济增长明确且下游需求增加的情况下，我们看好铜价走势，预计 2010-2012 年国内铜价均价分别为 60000 元/吨、69000 元/吨和 73000 元/吨。

图表 9：铜价与铜库存

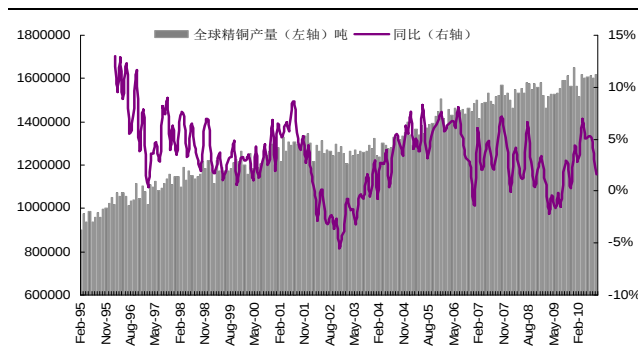
经济复苏与宽松的货币政策促进铜价上涨，且库存量保持低位



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图表 10：全球铜产量及增速

全球铜产量增速保持低位



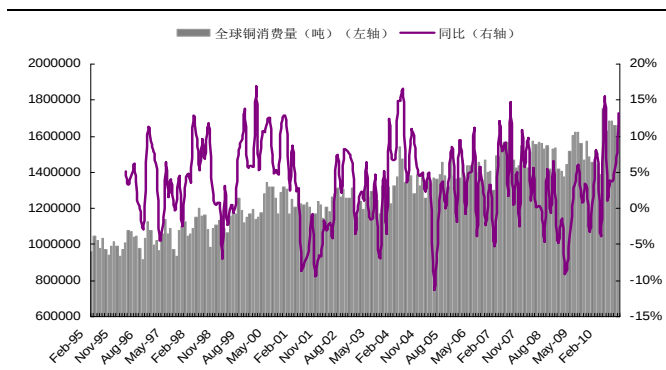
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图表 11：全球铜消费量及增速

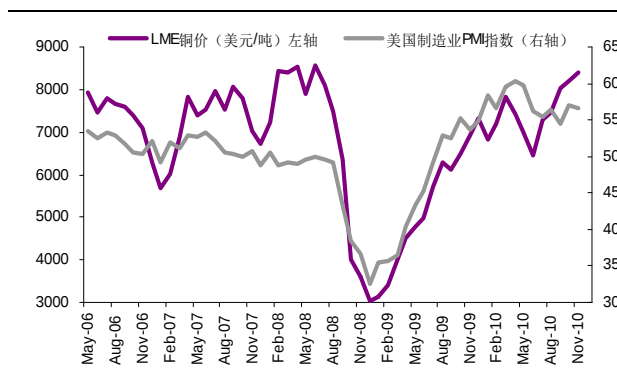
全球铜消费量增速随着经济复苏而上升

图表 12：LME 铜价与美国 PMI 值比对

LME 铜价与美国 PMI 值基本同步



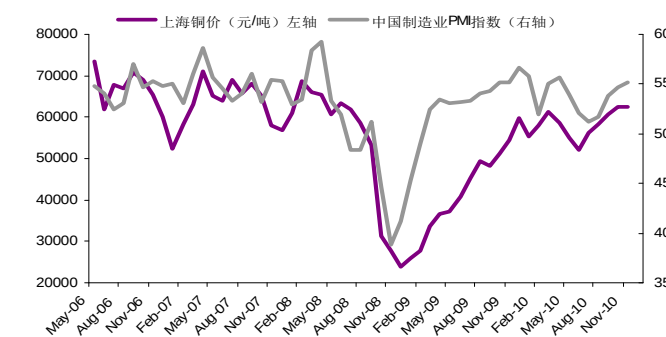
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 13: 沪铜价格与中国 PMI 值对比

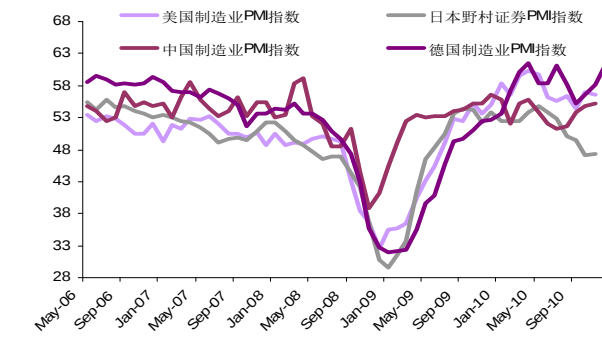
沪铜价格与中国 PMI 值基本同步



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 14: 各国 PMI 指数

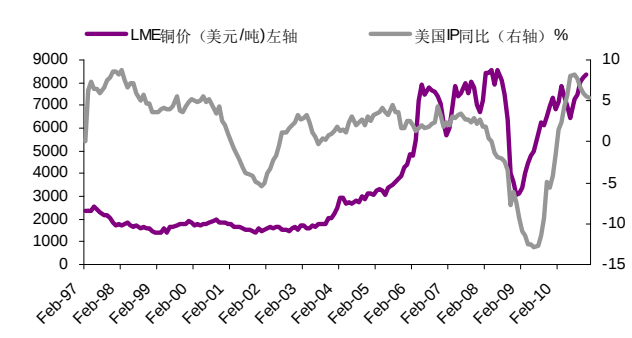
近期各国 PMI 数据良好, 全球经济上行的大趋势已经形成



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 15: LME 铜价与美国工业品产量 (IP) 指数

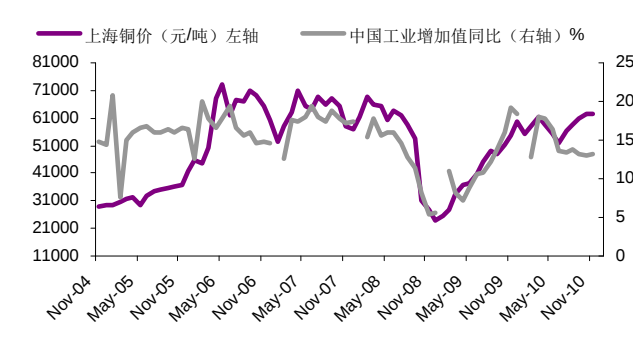
LME 铜价受美国 IP 增速影响大



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 16: 上海铜价与中国工业增加值增速

上海铜价与中国工业增加值增速基本同步



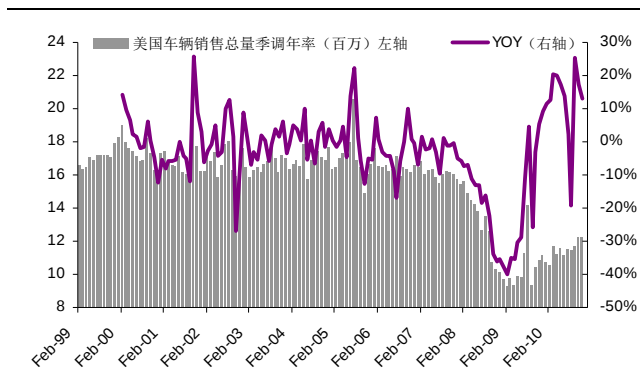
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 17: 美国车辆销量及增速

汽车作为铜的主要下游行业正在逐渐复苏

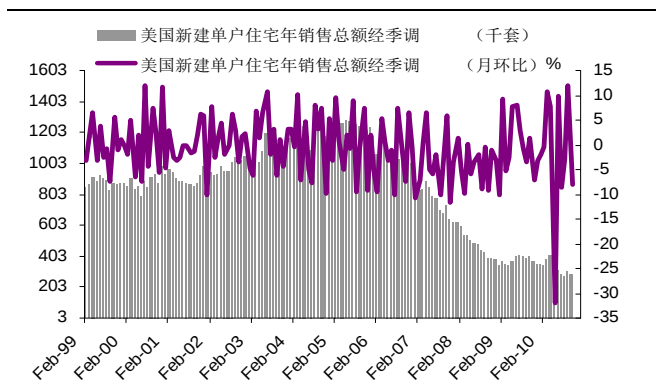
图表 18: 我国汽车产量及增速

我国汽车产量及增速保持较高水平

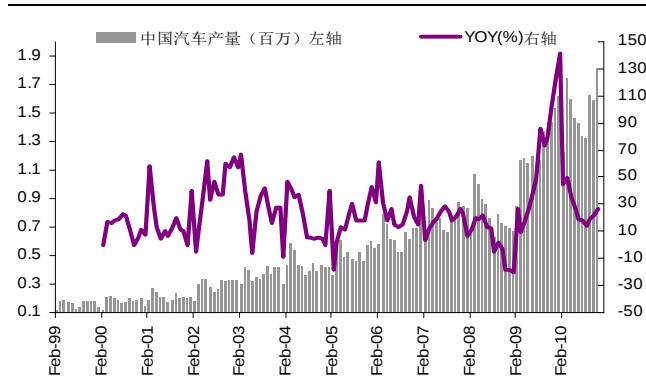


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 19: 美国新建单户住宅销售额及环比
目前美国的住房市场依旧疲弱

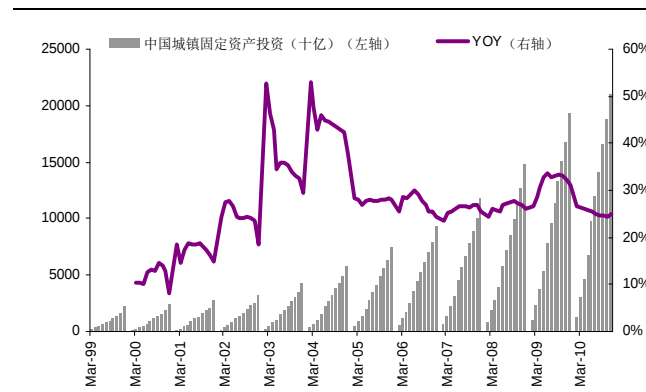


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 20: 我国城镇固定资产投资额及增速
我国固定资产开支增速保持稳定, 保证对上游铜的需求量



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

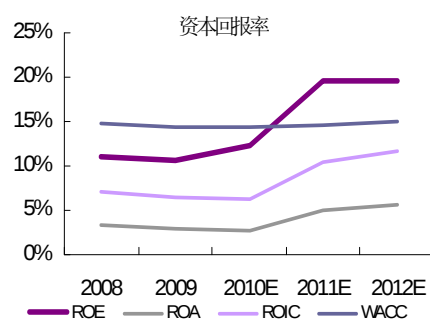
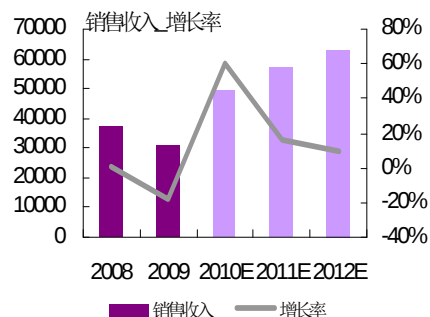
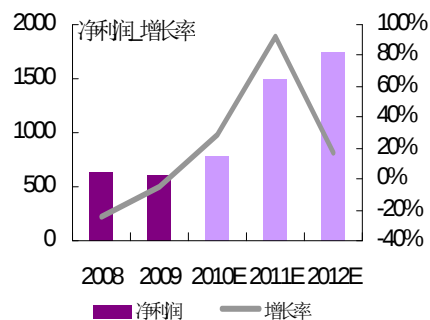
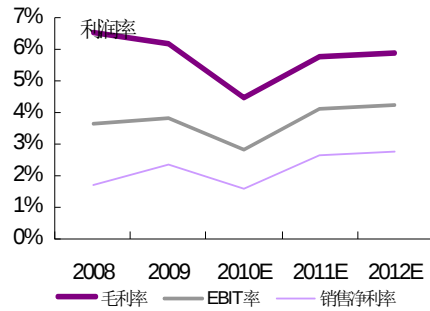
业绩预测与估值、投资评级

我们始终坚定看好铜价, 在铜上市公司中, 我们又最看好铜陵有色。公司目前自产铜量较低, 未来看点在于集团公司的有可能资源注入提高自给率以及加工产品的止损。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.60、1.16、1.35 元, 假如能够实现资源注入, 公司在资源方面将比肩江西铜业, 而目前公司市值不到江西铜业的 30%, 我们给予公司 2011 年 EPS 45 倍估值, 目标价格 52 元, 投资评级“买入”。

图表 21: 基本假设:

	单位	2010 年	2011 年	2012 年
铜价	元/吨	60000	69000	72000
金价	元/克	300	330	350
铁精砂价格	元/吨	1100	1300	1500
铜产量	万吨	83	85	90
自产铜量	万吨	4.71	5	5.2
自产金量	吨	1.5	1.6	1.7
铁精砂产量	万吨	45	45	45
铜冶炼加工费	TC/RC	46.5/4.65	75/7.5	75/7.5

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	37,342	30,755	49,197	57,290	63,057
营业成本	34,909	28,863	47,004	53,994	59,339
折旧和摊销	494	600	1,163	1,179	1,191
营业税费	107	78	98	115	126
销售费用	93	123	98	115	126
管理费用	510	541	581	676	744
财务费用	519	384	250	272	253
公允价值变动损益	0	-6	0	0	0
投资收益	-6	-7	1	1	1
营业利润	832	788	1,127	2,079	2,420
利润总额	841	834	1,042	2,001	2,330
少数股东损益	2	109	0	0	0
归属母公司净利润	637.13	607.89	781.17	1,500.73	1,747.24

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	19,277	23,879	28,384	30,173	31,136
流动资产	8,557	12,119	17,863	20,790	22,919
货币资金	1,594	1,828	2,952	3,437	3,783
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	421	592	876	1,007	1,082
应收票据	145	226	246	286	315
其他应收款	503	374	640	687	694
存货	3,167	7,163	9,381	10,779	11,843
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	100	113	113	113	114
固定资产	7,921	9,254	8,485	7,616	6,666
无形资产	882	987	938	891	846
总负债	12,422	17,013	20,867	21,389	21,055
无息负债	5,091	7,964	11,732	13,029	13,997
有息负债	7,331	9,049	9,135	8,360	7,057
股东权益	6,856	6,866	7,518	8,784	10,081
股本	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
公积金	2,416	1,773	1,851	1,957	1,957
未分配利润	2,101	2,545	3,118	4,278	5,575
少数股东权益	1,044	1,151	1,151	1,151	1,151

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2,852	612	1,452	1,816	2,380
净利润	637	608	781	1,501	1,747
折旧摊销	494	600	1,163	1,179	1,191
净营运资金增加	719	-25	1,958	1,630	1,161
其他	1,002	-571	-2,450	-2,493	-1,719
投资活动产生现金流	-1,500	-1,545	-34	-49	-29
净资本支出	1,302	1,480	50	50	30
长期投资变化	100	113	0	0	0
其他资产变化	-2,902	-3,138	-84	-99	-59
融资活动现金流	-2,300	1,167	-293	-1,282	-2,005
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	273	1,718	86	-775	-1,302
无息负债变化	-1,638	2,873	3,768	1,298	968
净现金流	-961	233	1,124	486	346

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.82%	-17.64%	59.96%	16.45%	10.07%
净利润增长率	-23.88%	-4.59%	28.51%	92.11%	16.43%
EBITDA 增长率	-20.75%	-3.58%	42.19%	39.05%	9.44%
EBIT 增长率	-29.57%	-12.71%	16.09%	70.88%	13.68%
估值指标					
PE	62	65	51	26	23
PB	7	7	6	5	4
EV/EBITDA	27	29	20	14	13
EV/EBIT	37	43	37	21	18
EV/NOPLAT	48	50	49	28	24
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	6.52%	6.15%	4.46%	5.75%	5.90%
EBITDA 率	4.96%	5.80%	5.16%	6.16%	6.12%
EBIT 率	3.63%	3.85%	2.80%	4.10%	4.24%
税前净利润率	2.25%	2.71%	2.12%	3.49%	3.69%
税后净利润率 (归属母公司)	1.71%	1.98%	1.59%	2.62%	2.77%
ROA	3.32%	3.00%	2.75%	4.97%	5.61%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.96%	10.64%	12.27%	19.66%	19.57%
经营性 ROIC	7.00%	6.44%	6.24%	10.35%	11.77%
偿债能力					
流动比率	0.88	0.80	0.94	1.07	1.20
速动比率	55.24%	32.90%	44.84%	51.50%	57.98%
归属母公司权益/有息债务	0.79	0.63	0.70	0.91	1.27
有形资产/有息债务	2.49	2.51	3.00	3.50	4.29
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.47	0.60	1.16	1.35
每股红利	0.10	0.10	0.18	0.35	0.40
每股经营现金流	2.20	0.47	1.12	1.40	1.84
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	-0.27	0.18	1.01	1.59
每股净资产	4.49	4.42	4.92	5.90	6.90
每股销售收入	28.85	23.76	38.01	44.26	48.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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%至 15%；
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。