

分析师: 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120019

联系人: 杨靖凤 (8621)68751636

国内铜合金棒的重要生产商

事件描述

博威合金拟发行 5500 万股, 发行后总股本 21500 万股

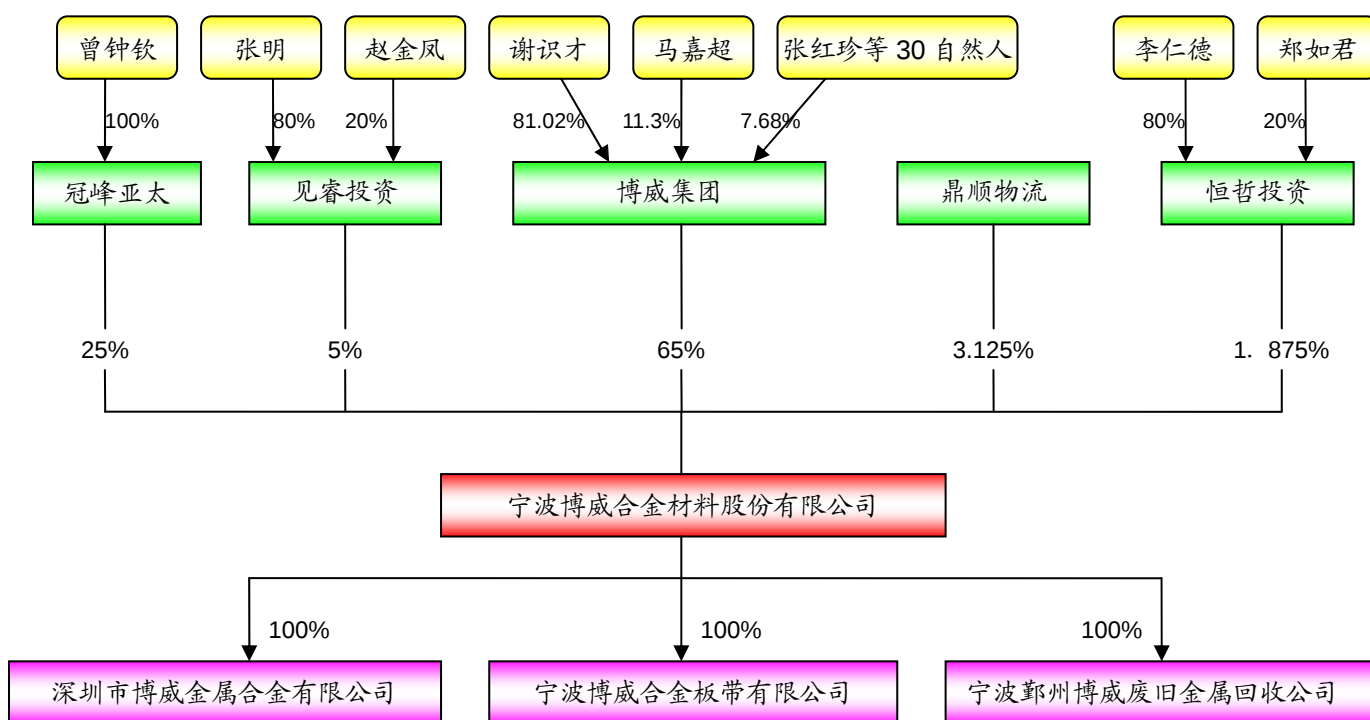
事件评论

- 博威合金是国内铜合金棒材行业的领导企业之一, 产品主要定位于中高铜合金领域。公司主要从事铜合金棒、线材的研究、生产和销售, 主要产品涵盖铜合金棒、线两大类合金材料。目前, 公司实现铜合金棒产能 4.2 万吨, 国内市场占有率 4.97%; 铜合金线产能 1.2 万吨, 国内市场占有率 7.47%。公司实际控制人为谢识才, 其通过博威集团间接持有公司 52.67% 的股权。
- 铜合金即以纯铜为基体加入一种或几种其他元素所构成的合金, 其兼具了铜和混入元素的优良特性, 使得其广泛应用于电力电子、家电、机械制造、交通运输、航空航天、军工、汽车等领域。我们认为, 铜加工材行业中, 受制于产能过剩以及较低的进入壁垒, 传统低端铜加工材行业将长期受到压制; 受益于高端铜加工材逐步进口替代以及高技术优势形成的行业壁垒, 高技术含量高附加值的高端铜加工材将是行业主要看点。
- 公司核心竞争力在于高品质、高性能新型合金材料系列化研发及产业化。公司的盈利模式为主要赚取较为稳定的约定加工费。相比中档产品精密铜合金棒, 公司高强高导铜合金棒、环保铜合金棒以及特殊铜合金线等高品质、高性能合金材料能获得更高的约定加工费。因此, 在公司产能利用率维持高位和“以销定产”的生产方式下, 公司的核心竞争力将是持续致力于高品质、高性能新型合金材料的系列化研发及产业化。
- 公司未来将致力于高端产品的产能扩张。公司目前产品产能主要集中在中档产品精密铜合金棒, 后期公司新增产能重点致力于高技术含量高单位毛利的高端材料产品领域, 高强高导铜合金、环保铜合金、易切削青铜等高端合金材料为主的产能将达到 3.46 万吨, 这将有利于公司稳步推进高品质、高性能合金材料的产业化, 进一步提升公司核心竞争力。
- 公司本次募投资金将主要用于无铅黄铜棒项目、高精度铜板带项目以及变形锌合金材料项目, 项目总投资 7.4 亿元。本次募投项目将新增公司各产品产能合计 4.5 万吨, 公司在无铅黄铜棒线产品上具有专利技术优势和产业化规模生产优势, 该募投项目属公司紧俏产品的产能扩建; 高精铜板带项目产品则有望受益未来在高强高导引线框架铜带、低氧含量的射频电缆铜带、冶金行业和模具行业用铬锆铜铜板带、接插件用高弹性铜带的进口替代, 变形锌合金材料将能在部分领域实现低成本合金材料的替代。总体上, 我们认为募投项目将有利于公司优化产品结构, 进一步提升公司盈利能力。
- 综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目情况, 我们预计公司 2010 年和 2011 年 eps 分别为 0.51 元和 0.62 元, 按照 11 年给予 30 倍 pe 计算, 公司合理价格应该在 18-20 元左右。
- 投资风险和结论的局限性。我们盈利预测及结论都是建立在下游行业需求稳步增长、公司募投项目进展顺利的前提下的。未来行业前景以及公司募投项目不及预期等因素将造成报告中业绩预测及投资结论的偏差。

一、公司概况

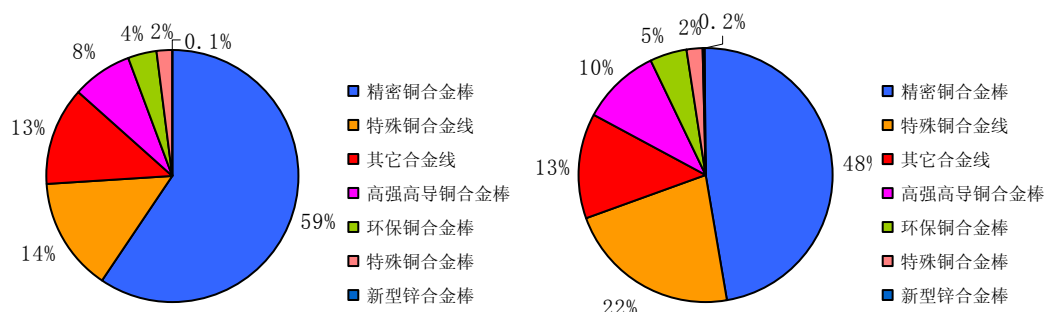
博威合金是国内铜合金棒材行业的领导企业之一。公司主要从事铜合金棒、线材料的研究、生产和销售，主要产品涵盖铜合金棒、线两大类合金材料，其中铜合金棒材主要包括易切削精密铜合金棒、环保铜合金棒、高强高导铜合金棒，铜合金线材主要指特殊铜合金线。目前，公司实现铜合金棒产能 4.2 万吨，国内市场占有率 4.97%；铜合金线产能 1.2 万吨，国内市场占有率 7.47%。公司实际控制人为谢识才，其通过博威集团间接持有公司 52.67% 的股权。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书 注：鼎顺物流由 17 位自然人合计持有。

图 2：公司收入及利润结构（10 年中期）



资料来源：招股说明书

表 1: 公司主要产品用途

产品类别		产品系列	主要用途
精密铜合金棒	易切削黄铜	C3602、C3603、C3771、C3604、C3605、HPb59-1、HPb58-3，产品规格 Φ1-120mm	适用于自动车床、数控车床加工产品，如五金件、电气接插件、连接器。
环保铜合金棒	无铅黄铜	PWEHSCBRASS-1、PWEHSCBRASS-2、PWEHSCBRASS-3，产品规格 Φ1.0-80.0mm	广泛应用于国内外各工业部门自动车床和数控车床制作有生态环保和卫生安全要求的电子、电讯、接插件和家电、五金、饮用水工程的零部件。
	卫浴环保黄铜	HW-0.2、HAI60-0.4、HSi61-0.6，产品规格 Φ8.00-80.00mm	专用于卫浴水龙头、挂件，充分满足卫浴领域对环保合金产品的需求，是铅黄铜理想替代品。
	无镍白铜棒	PWK6951、PWK6950、PWK6907，产品规格 Φ1.00-12.00mm	眼镜配件、拉链、纽扣、衣物饰品、首饰等，亦可用于金属构件。
高强高导铜合金棒	铬锆铜	C18200，产品规格 Φ4-60mm	广泛用作点焊材料、冶金行业连续结晶器、IC 框架引线材料。
	铬青铜	C18150，产品规格 Φ4-60mm	同上
	锆青铜	C15000/C15100，产品规格 Φ4-60mm	同上
特殊铜合金线	钎焊材料	RBCuZn-B、RBCuZn-C、ERCu、BCu60ZnSn-R、SG-CuSi3、ERCuAl-A1，产品规格 Φ0.5-12.7 等	专用于钎焊材料。
	其他特殊铜合金线	Φ0.3mm 到 15mm 之间各种规格的白铜线、青铜线、复杂黄铜线	适用于航天航空接插件、仪表游丝、电弧钎焊料；眼镜配件、电子电器元件、工艺品、光学仪器、电阻线等。
黄铜替代合金	易切削新型锌合金	Al10、ZAl3、ZAlCu、ZAlBi	广泛应用于制笔、接插件、电工、灯具、锁具、电容器、阀门、水暖管接件、卫浴水暖、小五金零配件、汽车、摩托车零配件等。

资料来源：招股说明书

表 2: 公司产能及产销量情况

		产能	产量	产能利用率	销量	产销率
高强高导铜合金棒材	2010 年 1-6 月	1100	1060	96%	1049	99%
	2009 年	2200	1226	56%	1214	99%
	2008 年	2100	1528	73%	1526	100%
	2007 年	1700	1410	83%	1335	95%
精密铜合金棒及其他棒材	2010 年 1-6 月	20000	19005	95%	18819	99%
	2009 年	33500	33112	99%	32690	99%

	2008 年	28500	27859	98%	28218	101%
	2007 年	25000	22774	91%	22731	100%
铜合金棒材合计（上述两项加总）	2010 年 1-6 月	21100	20065	95%	19868	99%
	2009 年	35700	34338	96%	33904	99%
	2008 年	30600	29387	96%	29744	101%
	2007 年	26700	24184	91%	24066	100%
铜合金线材合计	2010 年 1-6 月	5900	5408	92%	5174	96%
	2009 年	10500	7478	71%	7422	99%
	2008 年	8500	8016	94%	8048	100%
	2007 年	9000	8431	94%	8702	103%
总计（铜合金棒+铜合金线材）	2010 年 1-6 月	27000	25473	94%	25043	98%
	2009 年	46200	41817	91%	41326	99%
	2008 年	39100	37403	96%	37792	101%
	2007 年	35700	32616	91%	32768	100%

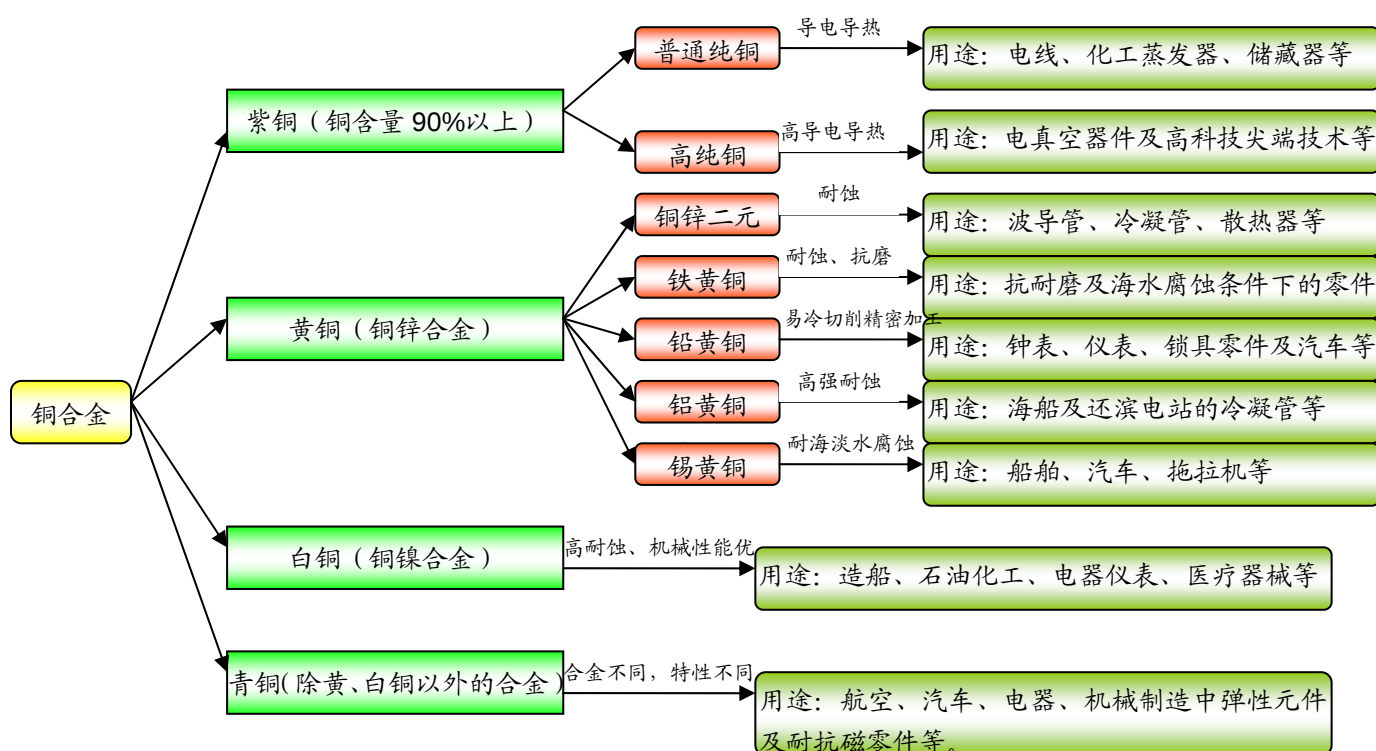
资料来源：招股说明书

二、行业背景分析

● 铜加工材用途广泛

铜加工材依据其含铜量可分为纯铜和铜合金产品。纯铜具有高导电及导热性能、良好的可加工性、令人满意的强度和良好的抗腐蚀性、耐磨性；铜合金即以纯铜为基体加入一种或几种其他元素所构成的合金，其兼具了铜和混入元素的优良特性，具有高导电导热性、抗磁性、耐腐蚀、良好的加工变形成型能力、较高的机械性能、良好的可塑性以及美观等特性。铜合金按生产工艺主要划分为加工和铸造两大类（牌号以 Z 字开头的属铸造合金），其中加工铜合金一般划分为紫、黄、青、白四大类。因铜及铜合金性能优异，使得其广泛应用于电力电子、家电、机械制造、交通运输、航空航天、军工、汽车等领域。

图3：铜合金分类及用途简介

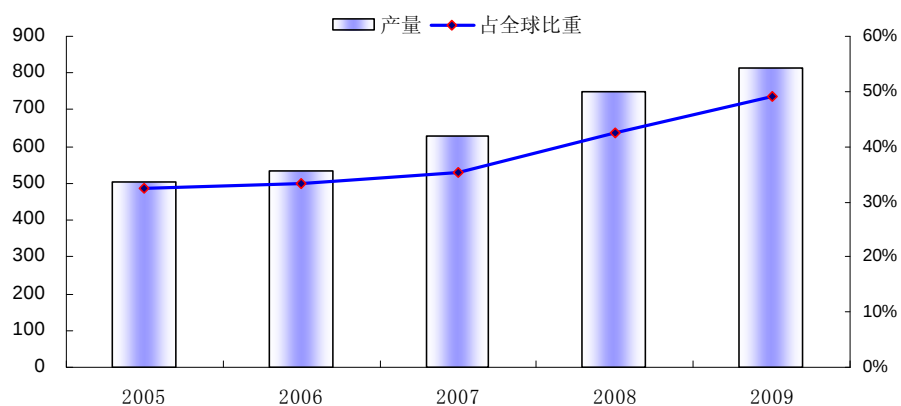


资料来源:《金属世界》

● 中国铜加工行业供应集中度较低，供给结构性失衡

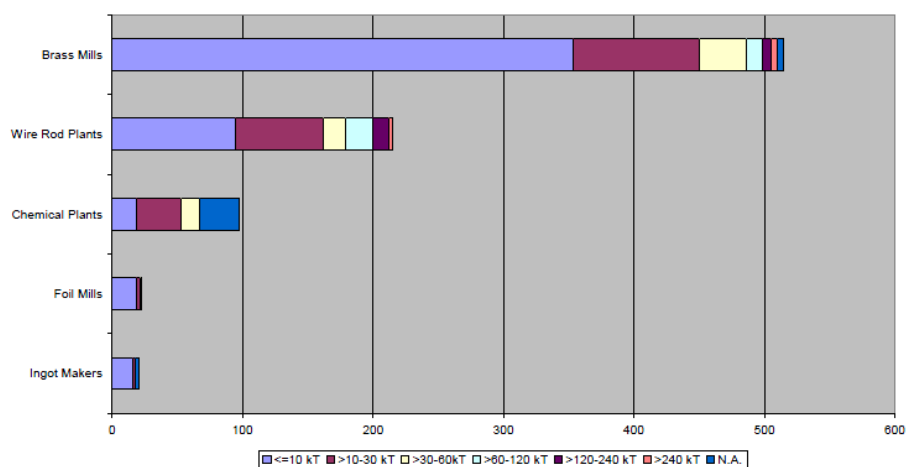
因国内铜加工行业进入壁垒较低、加之业内原有企业产能扩建迅速，导致行业总体产能增长较快，企业平均规模较小，供给较为分散。根据招股说明书数据，2000 年 2008 年间中国铜加工产品产量年均增速达 22.8%；截止 09 年，中国铜加工产量全球占比 49%，且逐年增长。国际铜研究小组数据显示，截止 09 年中国 57.7% 的铜加工产能主要集中在产能 1 万吨以下企业，产能在 6 万吨以上企业仅占比 6.9%。行业供应集中度较低且总体产能过剩的格局势必对行业内整体利润水平形成压制。

图 4：中国铜加工产量占全球比重逐年增长



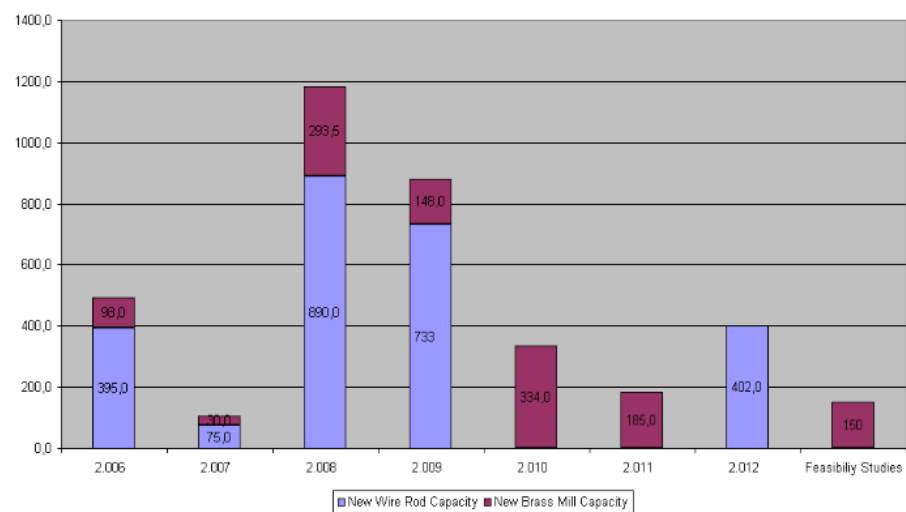
资料来源：招股说明书

图 5：中国 57.7%的铜加工产能主要集中在 1 万吨以下企业（2009 年、千吨）



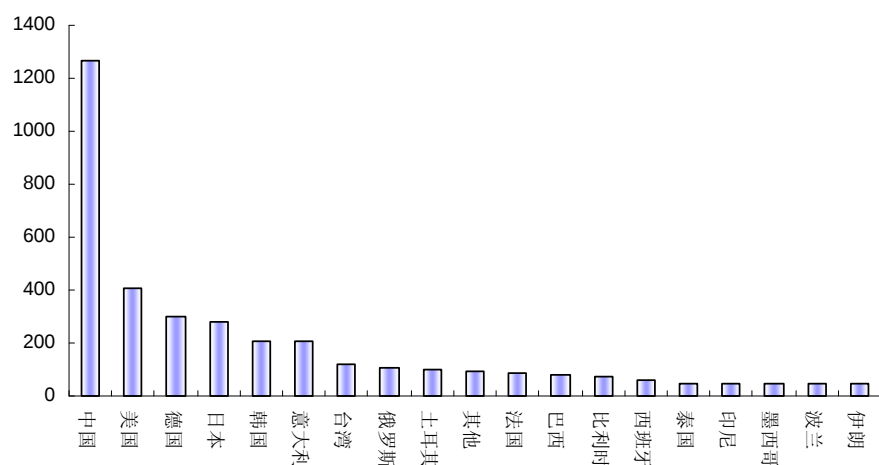
资料来源：ICSG

图 6：中国过去及未来新建铜加工产能情况（千吨）



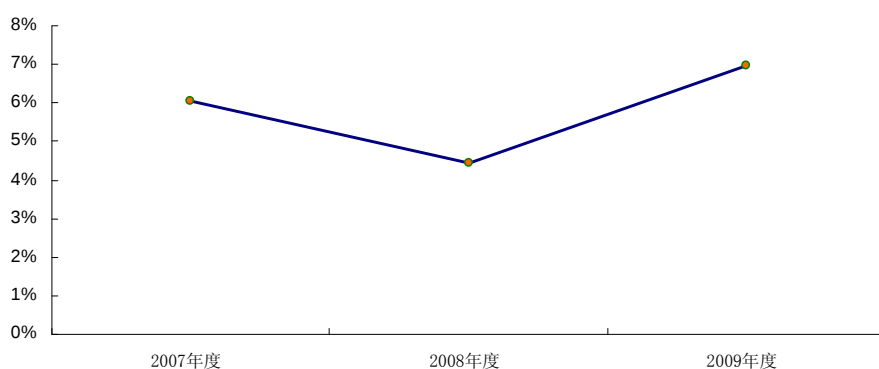
资料来源：ICSG

图 7：2009 年中国铜加工产能居全球首位（万吨）



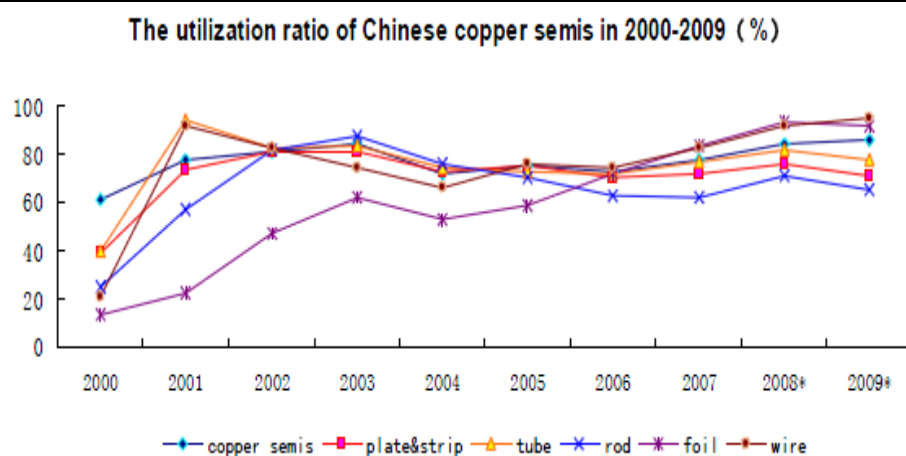
资料来源：ICSG

图 8：4 家铜加工材上市公司平均毛利率情况



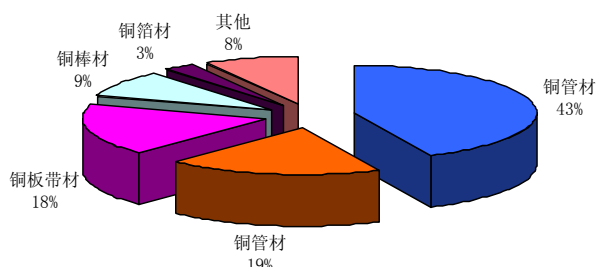
资料来源：招股说明书 注：4 家公司精诚铜业、海亮股份、鑫科材料、精艺股份

图 9：国内铜加工材产能利用情况



资料来源：安泰科

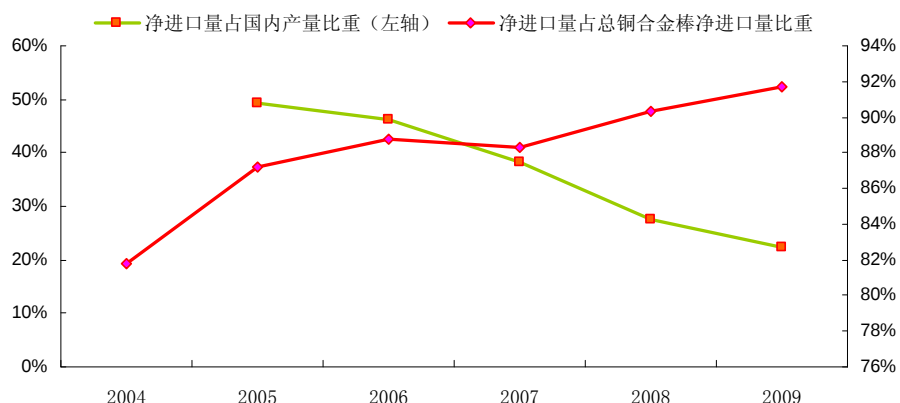
图 10：中国铜加工行业逐渐形成以线材、管材、板带材、棒材为主导的产业结构（2008）



资料来源：招股说明书

由于国内铜加工行业总体生产技术和装备水平的相对落后，市场供给表现为结构性失衡：低端产品产能过剩严重；高技术高附加值的高端铜合金产品供不应求，且长期依赖进口。以铜合金棒为例，2009 年中国精密铜合金棒和高性能铜棒净进口 6.97 万吨，占铜合金棒净进口比重 91.7%。占国内两者产量比重 22.2%。从下图可以反映出，一方面，国内对铜合金棒的进口主要是高端产品，且比重逐年增长；另一方面，随着部分国内企业技术的不断升级，高端产品正逐步实现进口替代（不排除国际厂商在华设厂形成新增产能等因素影响）。

图 11：高技术含量的精密铜合金棒和高性能铜合金棒净进口量占比情况



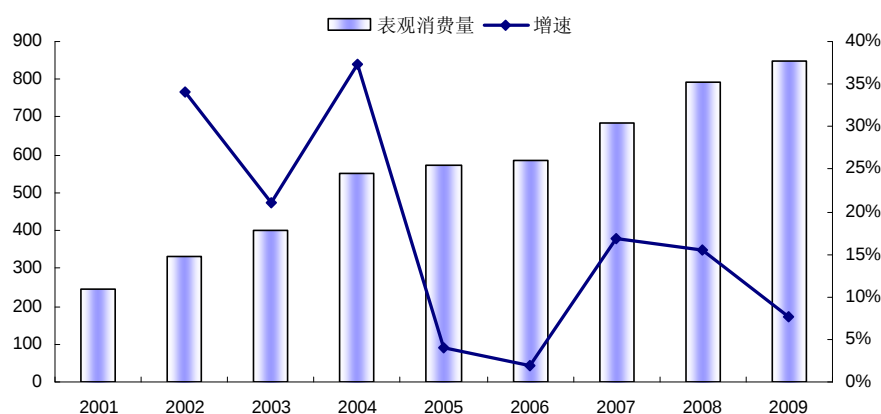
资料来源：招股说明书

● 中国铜加工材需求仍将保持增长，高端铜加工材将是行业主要看点

近年，随着电力、电器电子、信息通讯、交通运输等行业的迅速发展，国内铜加工材需求总体保持增长态势。我们认为，未来中国铜加工材需求仍将保持稳健增长。主要基于以下逻辑：（1）农村大规模电网建设投资的再次启动将形成对铜加工材需求的持续推动（国家将开始在今后 2 年半左右时间里投资 2000 亿元用于农村电网建设，相对于每年 800 亿元的投资规模，其中 60% 将用于购买电力变压器和传输设备；政策面上，“十二五”期间，国家电网预算预计将增加至 1.7 万亿元，较“十一五”增加 29%。）（2）随着家电下乡政策的持续推进，广阔的农村家电消费市场将得到逐步开发。（3）国内 3C 电子产业发展势头依然不减。（4）中国步入经济结构转型期，政府今后致力于拉动内需的其他政策举措也是对铜加工材需求增长的利好。总体上，未来下游产品消费稳步增长将对中国铜加工材需求形成较强的支撑。

结合上述供给和需求因素，我们认为，铜加工材行业中，受制于产能过剩以及较低的进入壁垒，传统低端铜加工材行业将无法获得可观收益；受益于高端铜加工材逐步进口替代以及高技术优势形成的行业壁垒，高技术含量高附加值的高端铜加工材将是行业主要看点。

图 12：中国铜加工材表观消费情况



资料来源：招股说明书

表 3：铜加工材下游主要终端产品产量增速情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-10 月
汽车	26.9%	22.6%	5.1%	47.6%	34.8%
彩电	8.5%	-11.8%	6.0%	17.5%	15.4%
空调	2.0%	15.5%	-7.4%	4.7%	29.8%
冰箱	30.7%	14.0%	-3.1%	30.9%	28.5%
洗衣机	18.4%	10.7%	10.4%	15.0%	29.9%
冷柜	28.2%	44.8%	1.3%	5.1%	35.8%
手机	-	-	-	11.9%	43.7%
笔记本电脑	-	-	-	40.5%	32.3%
集成电路	45.5%	7.8%	2.0%	15.8%	32.3%
电子元器件	-	-	-	17.8%	45.6%
数码相机	-	-	-	-6.5%	0.9%
变压器	-	-	-	10.7%	4.2%
电力电缆	-	-	-	11.6%	25.6%
电力电容器	-	-	-		38.9%

资料来源：CEIC

三、公司深度分析

● 公司是国内铜合金棒材行业的领导企业之一

公司是国内铜合金棒材行业的领导企业之一。截止 09 年，公司铜合金棒材产量 3.43 万吨，居行业第二位；其中，精密铜合金棒产量 3.11 万吨，居国内首位；高强高导铜合金棒产量 1200 吨，居国内第一、环保铜合金线产量居行业前三。此外，公司铜合金线产量也居国内其他特殊铜合金线行业首位。

表 4：公司铜合金棒产品产量居国内铜合金棒材行业前列

序号	公司名称	2009 年产量	公司名称	2008 年产量	公司名称	2007 年产量
1	金田集团	10.68	金田集团	15	金田集团	12.21
2	博威合金	3.43	宁波金龙	2.95	佛山承安	2.64
3	宁波金龙	2.8	博威合金	2.86	海亮股份	2.82
4	贵溪亿新	2.63	国东铜材	2.4	博威合金	2.18
5	国东铜材	1.76	海亮股份	2	宁波金龙	2.08
全国产量合计		69		68.4		64.9
公司市场占有率		4.97%		4.18%		3.36%

资料来源：招股说明书

表 5：3 年来公司精密铜合金棒产量居国内首位

公 司	2009 年度	2008 年度	2007 年度
博威合金	3.11	2.63	2
国东铜材	1.8	1.8	1.6
海亮股份	1.2	1.1	1.4
全国总计	17.3	17.1	14.3
公司占比	17.98%	15.47%	13.99%

资料来源：招股说明书

表 6：公司高强高导铜合金棒产量居国内前列

序号	名称	2009 年度产量	名称	2008 年度产量	名称	2007 年产量
1	博威合金	0.12	博威合金	0.15	中铝沈铜	0.18
2	中铝沈铜	0.1	中铝沈铜	0.09	博威合金	0.1
全国总计		0.65		0.6		0.65
公司占比		18.46%		25%		15.38%

资料来源：招股说明书

表 7：公司铜合金线产量居国内其他特殊铜合金线行业首位

公司名称	2009 年度	2008 年度	2007 年度
博威合金	0.37	0.37	0.37
鑫科材料	0.16	0.15	0.16
中铝上铜	0.11	0.18	0.16
全国总计	4.95	4.6	3.7

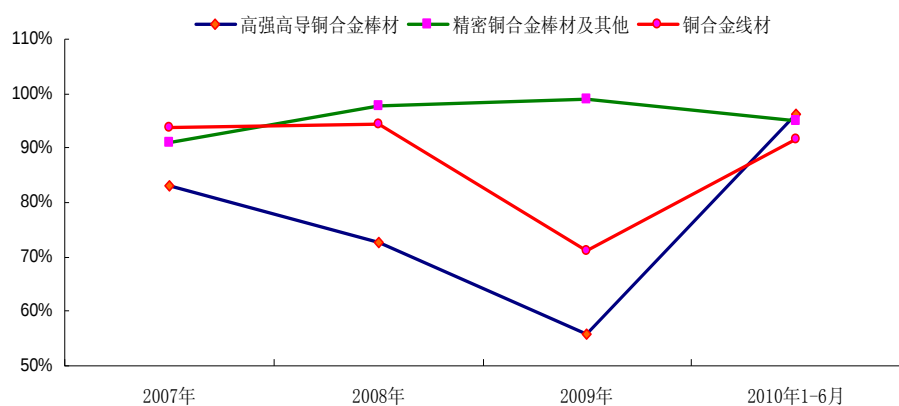
公司占比	7.47%	8.04%	10%
------	-------	-------	-----

资料来源：招股说明书

● 公司核心竞争力在于高品质、高性能新型合金材料系列化研发及产业化

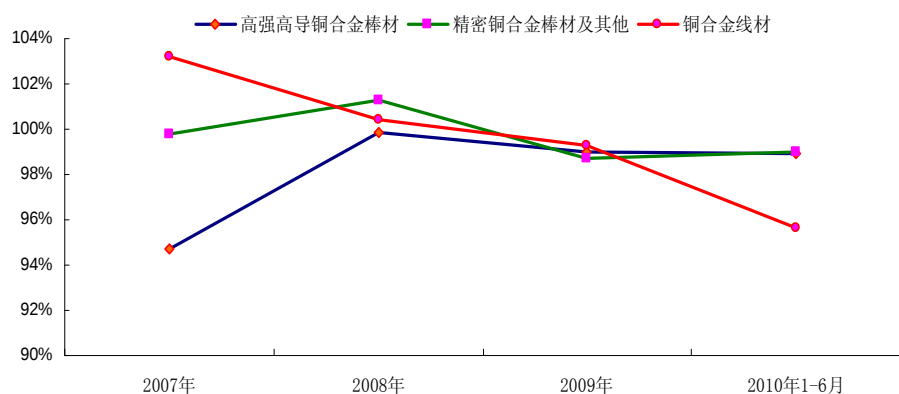
目前，公司基本形成以易切削精密铜合金棒为主、以高强高导铜合金棒、环保铜合金棒以及特殊铜合金线为辅的主要产品架构。公司自产自销产品的定价模式为“原材料+约定加工费”，受托加工产品的定价模式为“固定盈利+加工损耗成本”。因此，公司的盈利模式为主要赚取较为稳定的约定加工费。相比中档产品精密铜合金棒，公司高强高导铜合金棒、环保铜合金棒以及特殊铜合金线等高品质、高性能合金材料能获得更高的约定加工费。因此，在公司产能利用率维持高位和“以销定产”的生产方式下，公司的核心竞争力将是持续致力于高品质、高性能新型合金材料的系列化研发及产业化。

图 13：近年公司主要产品产能利用率情况



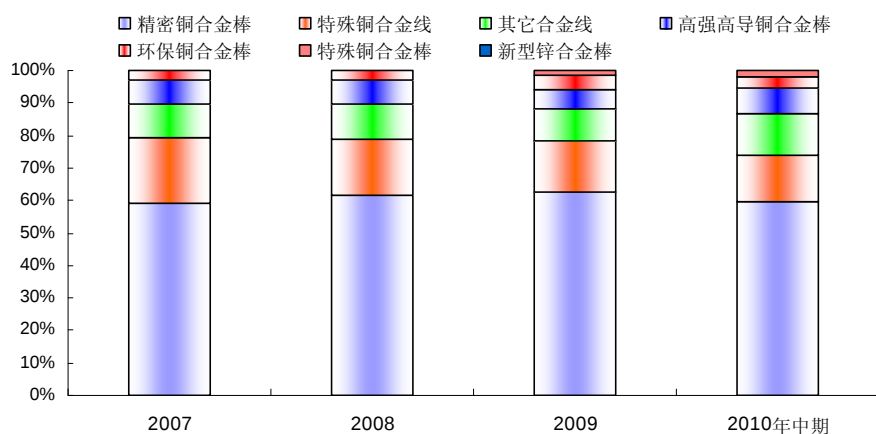
资料来源：招股说明书

图 14：近年公司产销率情况



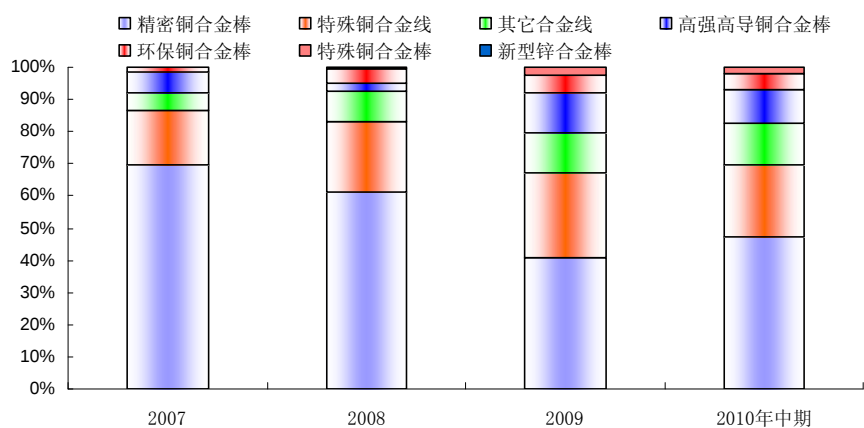
资料来源：招股说明书

图 15：近年公司收入结构变化情况



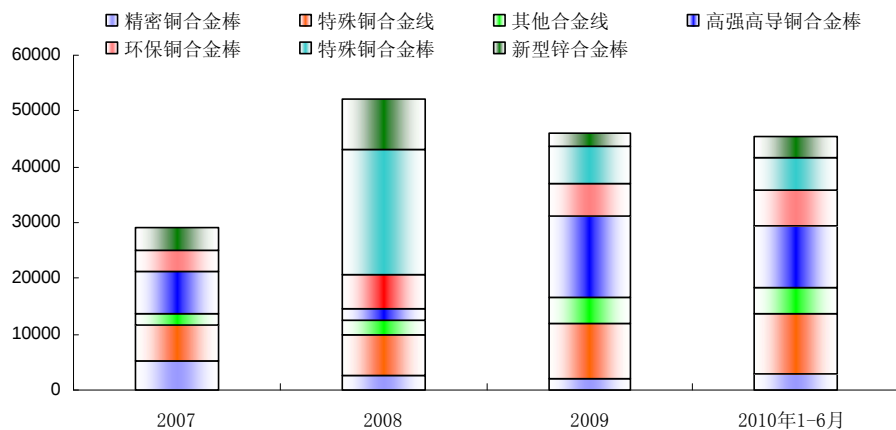
资料来源：招股说明书

图 16: 高端产品对公司利润贡献比重逐年提升



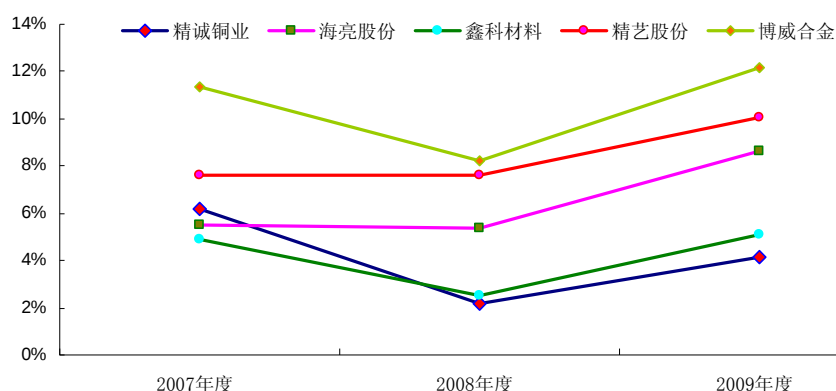
资料来源：招股说明书

图 17: 公司高端产品具有较高的单位毛利（元/吨）



资料来源：招股说明书 注：公司主要利润来自加工费，单位毛利更能说明公司各项产品的盈利能力

图 18: 公司与同类上市公司综合毛利率比较



资料来源：招股说明书

● 公司具有较强的研发实力

公司研发实力较强，拥有国家发明专利 11 项，美国发明专利 1 项，正申请的国家发明专利 10 项，德国发明专利 1 项，并有多项在研的产业化项目。公司研发人员主持或负责起草国家铜合金线生产标准 3 项，能耗和计量基础标准 4 项，综合实力居国内前列。公司率先研发成功环保无铅铜合金棒，打破欧美国家对该领域的技术垄断。我们认为，夯实的研发基础将能在一定程度上确保公司未来高端产品逐步实现系列化，利于公司进一步向铜合金材料的高端领域拓展。

表 8: 公司主要核心技术情况

	技术水平	技术评价及应用情况
高精密铜棒的恒温挤压技术	国际先进水平	公司高精密铜棒成为世界 500 强企业首选供应商
专有无擦伤的热挤压控制技术	世界先进水平	2007 年获得国际铜加工协会专家认同
多产品牌号的棒、线、型材Φ8-30mm 的恒温上引连铸技术和结晶器设计	国内第一	实现产业化
多产品牌号的棒、空心棒、型材Φ8-250mm 的恒温水平连铸技术和窄间隙，双密封的长短结晶器设计制造技术	国际先进水平	--
“无铅易切削黄铜合金”系列合金化技术为专利技术	--	国家发明专利 4 项、美国发明专利 1 项，申请中的国家发明专利 3 项、德国发明专利 1 项、国家重点新产品
铬锆铜合金的合金化及制备技术	--	1 项国家发明专利
铜合金线在线自动连拉退火技术	居国内领先水平	--
航天电子用高弹合金线的专有技术	国内领先	稳定应用于神舟系列飞船和嫦娥卫星
高塑性 H70 子弹线的晶粒度控制技术	国际先进水平	--

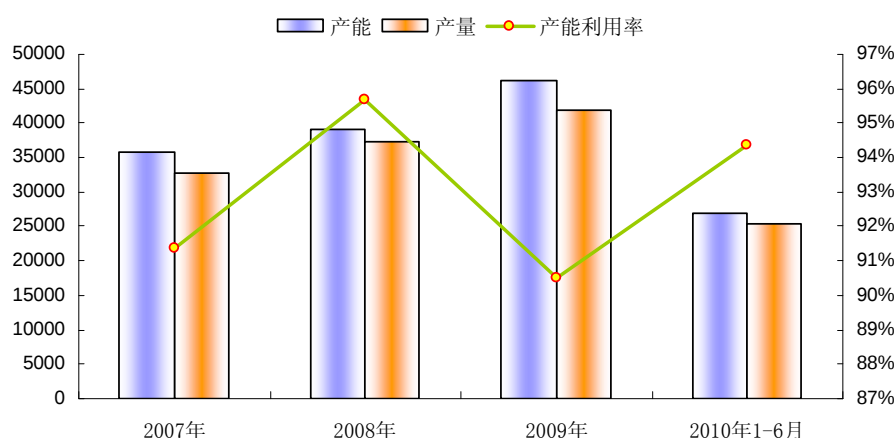
无镍白铜、高强度锌白铜、高强度黄铜合金和复杂黄铜等铜合金材料，以及高强度锌合金、高密度锌合金等锌合金材料	合金材料的研发领域居国内领先水平	--
--	------------------	----

资料来源：招股说明书

● 公司未来将致力于高端产品的产能扩张

目前，公司铜合金棒合计产能 4.2 万吨；其中易切削精密铜合金棒及其他棒材（主要是易切削精密铜合金棒）产能 4 万吨，高强高导铜合金棒材产能 2000 吨；铜合金线产能合计 1.2 万吨。总体上，公司目前产品产能主要集中在中档产品精密铜合金棒，后期公司将通过募投项目新增无铅易切黄铜棒产能 1 万吨，新增高精密高精度铜合金板带 2 万吨，新增变形锌合金材料产能 1.5 万吨。公司未来新增产能重点致力于高技术含量高单位毛利的高端材料产品领域，募投项目建成后，公司将形成有色合金棒、线、板、带领域高、中、低端市场的产品格局，以高强高导铜合金、环保铜合金、易切削青铜等高端合金材料为主的产能将达到 3.46 万吨，这将有利于优化公司产品结构，实现高品质、高性能合金材料的产业化的稳步推进，进一步提升公司核心竞争力。

图 19：近年公司（铜棒材+铜合金线材）产能稳步扩张（吨）



资料来源：招股说明书

表 9：后期公司产能扩张将重点致力于高端产品领域（吨）

序号	产品结构	主要产品	新增年产能	未来年产能
1	高端材料产品	高强高导铜合金、锡青铜、引线框架专用铜合金、锌白铜等	20000	23000
		环保铜合金产品	10000	11600
2	中端材料产品	精密铜合金棒	-	35400
3	低端铜合金替代材料产品	变形锌合金材	15000	15000

资料来源：招股说明书

四、募投项目分析

● 募集资金投向及项目实施进度

公司本次募投资金将主要用于年产 1 万吨无铅易削黄铜棒生产项目、年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产项目以及年产 1.5 万吨变形锌合金材料生产项目，项目总投资 7.4 亿元。其中，无铅黄铜棒项目总投资 1.88 亿元，该项目建设期 1 年，建成投产后第一年达产 60%，第二年完全达产；高精铜板带项目总投资 4.08 亿元，建设期 2 年，建成投产后第一年达产 60%，第二年达产 80%，第三年达产 100%；变形锌合金材料项目总投资 1.45 亿元，建设期 1 年，建成投产后第一年达产 50%，第二年达产 80%，第三年完全达产。

表 10：公司募集资金投向

序号	募投项目名称	募投项目总投资 (万元)	核准单位	项目核准文件
1	年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒生产线项目	18817	宁波市发改委	甬发改审批[2010]61 号
2	年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产线项目	40793	宁波市发改委	甬发改审批[2010]60 号
3	年产 1.5 万吨变形锌合金材料生产线项目	14528	宁波市发改委	甬发改审批[2010]59 号
总计		74138	-	-

资料来源：招股说明书

表 11：项目投资总额和募集资金投入的时间进度（万元）

项目名称	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	项目总投资
无铅黄铜棒线项目	14,907	2,317	1,593	--	--	18,817
高精铜板带项目	23,376	7,792	5,709	1,959	1,957	40,793
变形锌合金材料项目	11,595	1,441	896	596	--	14,528
合 计	49,878	11,550	8,198	2,555	1,957	74,138

资料来源：招股说明书

● 公司募投项目产品主要为高端铜合金材料，公司盈利能力将进一步提升

本次募投项目将新增公司各产品产能合计 4.5 万吨，其中新增无铅黄铜棒以及高精铜项目等高端产品产能 3 万吨，新增低端产品变形锌合金材料产能 1 万吨。公司在无铅黄铜棒线产品上具有专利技术优势和产业化规模生产优势，该募投项目属公司紧俏产品的产能扩建；高精铜板带项目产品则有望受益未来在高压高导引线框架铜带、低氧含量的射频电缆铜带、冶金行业和模具行业用铬锆铜板带、接插件用高弹性铜带的进口替代；变形锌合金材料将能在部分领域实现低成本合金材料的替代。总体上，我们认为，公司募投项目将能有效提升公司盈利能力，利于公司长远发展。

表 12：公司募投项目主要新增产能情况

项目名称	主要产品	年产能（吨）	达产年份
无铅黄铜棒线项目（高端）	电子电气用无铅易切削黄铜棒线材	2,000	第 3 年
	饮用水、卫浴用无铅黄铜棒线材	4,000	
	饮用水、卫浴用无铅（铸）型材	4,000	

高精铜板带项目（高端）	高精度铬锆铜板带	4,000	第5年
	高精度锡青铜带	4,000	
	高精度锌白铜带	3,600	
	引线框架专用铜带	4,800	
	无氧铜带	3,600	
变形锌合金材项目（低端）	变形锌合金棒材	9,000	第4年
	变形锌合金异型材	6,000	

资料来源：招股说明书

五、盈利预测与结论

综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目情况，我们预计公司2010年和2011年eps分别为0.51元和0.62元，按照11年给予30倍pe计算，公司合理价格应该在18~20元左右。

六、投资风险和结论的局限性。我们盈利预测及结论都是建立在下游行业需求稳步增长、公司募投项目进展顺利的前提下的。未来行业前景以及公司募投项目不及预期等因素将造成报告中业绩预测及投资结论的偏差。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2009	2010	2011	2012
营业收入	1171	1768	2033	2542
营业成本	1029	1556	1800	2249
毛利	142	212	234	292
% 营业收入	12.2%	12.0%	11.5%	11.5%
营业税金及附加	1	1	1	2
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	22	30	34	42
% 营业收入	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	26	37	43	53
% 营业收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用	17	20	14	17
% 营业收入	1.5%	1.1%	0.7%	0.7%
资产减值损失	0	0	-5	-8
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	81	124	147	186
% 营业收入	7.0%	7.0%	7.2%	7.3%
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	103	124	147	186
% 营业收入	8.8%	7.0%	7.2%	7.3%
所得税费用	10	16	18	28
净利润	93	109	128	158
归属于母公司所有者	93.0	108.9	128.3	157.7
者的净利润				
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.43	0.51	0.60	0.73

现金流量表 (百万元)

	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	10	52	87	111
取得投资收益收回	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-84	0	0
固定资产投资	-89	-453	-561	-1276
其他	9	0	0	0
投资活动现金流	-80	-537	-561	-1276
债券融资	0	0	0	0
股权融资	19	0	1650	0
银行贷款增加 (减)	244	537	-812	875
筹资成本	66	9	2	1
其他	-193	0	0	0
筹资活动现金流	136	546	840	877
现金净流量	65	61	366	-288

资产负债表 (百万元)

	2009	2010	2011	2012
货币资金	115	177	542	254
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	146	92	111	145
存货	253	486	562	702
预付账款	42	109	126	157
其他流动资产	34	35	40	50
流动资产合计	603	915	1401	1334
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	151	585	1107	2293
无形资产	6	89	86	84
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	3	3	3	3
资产总计	764	1593	2598	3714
短期贷款	354	892	0	805
应付款项	112	262	303	379
预收账款	13	44	51	64
应付职工薪酬	4	8	9	11
应交税费	3	13	15	23
其他流动负债	4	2	2	2
流动负债合计	490	1221	380	1284
长期借款	50	50	130	200
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	541	1271	511	1485
归属于母公司所有者权益	223	321	2087	2229
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	223	321	2087	2229
负债及股东权益	764	1593	2598	3714

基本指标

	2009	2010	2011	2012
EPS	0.433	0.506	0.597	0.733
BVPS	1.40	2.01	13.04	13.93
PE	69.32	59.24	50.26	40.90
PEG	3.61	3.08	2.61	2.13
PB	21.50	14.94	2.30	2.15
EV/EBITDA	58.91	43.93	29.81	24.34
ROE	41.7%	33.9%	6.1%	7.1%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。