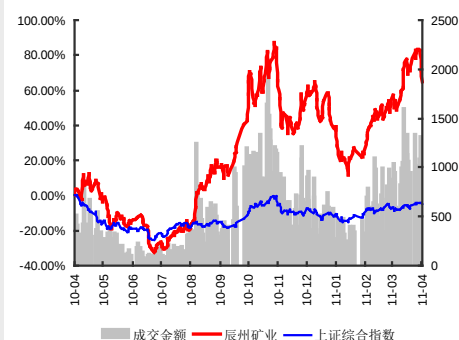


辰州矿业（002155）－ 黄金护航，锑钨起飞

投资评级：推荐（首次）

一年以来辰州矿业相对大盘表现



基础数据

截至 2011.04.17

总股本(亿股)	5.47
流通 A 股(亿股)	5.47
流通比例(%)	100
总市值(亿元)	222.5
流通市值(亿元)	222.5
每股净资产(元)	4.4

分析师：李振宇

执业证书号：S1490210030001

分析师：陈庆

电话：010-58568255

邮箱：chenqing@hrsec.com.cn

黄金和锑为主，钨业为辅

公司主要从事锑钨伴生矿的开采勘探、冶炼和深加工，是全球及全国第二大锑品生产商，湖南省最大的产金公司，在钨行业排名约为 15 位左右。公司的主要产品是黄金、锑和钨，目前拥有的资源储量为：金金属量 41.64 吨、锑金属量 19.43 万吨、钨金属量 4.48 万吨。锑品对公司的盈利贡献最大，2010 年公司的毛利构成是：锑品占 47.2%、黄金占 41.7%、钨品占 10.8%。随着锑价的上涨，我们预计到 2012 年锑品对公司的盈利贡献将达到 60%以上。

同行业中矿产自给率最高，公司业绩相对于金属价格弹性很大

2010 年公司矿产黄金、锑和钨的自给率分别为 48.5%、71.7% 和 100.0%，矿产品在黄金和钨的同行业的可比公司中最高，因此这两项业务的毛利率也在同行业公司中最高。由于产品冶炼加工部分的毛利率较低，矿产品自给率越高，公司业绩弹性越大，越能受惠于产品价格的上涨。敏感性测试显示，若黄金、锑和钨价格均上涨 10%，公司 2011 年每股盈利将上涨 24.7%至 1.21 元。

供应紧缺和下游稳定需求推动锑价持续上涨

锑是我国具有绝对资源优势的稀缺金属品种，2010 年中国锑储量为 95 万吨，占全球总储量的 52%；矿山锑产量为 12 万吨，占全球总产量的 89%。2010 年 3 月以来，国家对锑行业的进行一系列环保整顿工作，导致锑市场供应日趋紧缺，推动锑价急速上涨。展望未来，随着行业整顿的进一步深化和更多行业保护政策的出台，供应紧缺的局面短期难以改变；同时阻燃剂需求的稳步增长拉动锑的下游消费需求，为锑价的持续上涨提供强有力的支持。因此我们认为锑价未来将保持稳步上涨的态势。

盈利预测、估值和投资评级

根据我们中性预测，公司 2011 和 2012 年每股盈利分别为 0.97 元和 1.10 元。敏感性测试显示，公司业绩受锑价影响最大，锑价每变动 10%将导致公司盈利变动 14.4%。我们以市盈率为基础，运用业务分布加总估值法得出公司的合理价值为 44.5 元，结合 DCF 估值法得出的每股价值 47.0 元和公司矿山部分的每股价值 31.5 元，并考虑到锑资源的稀缺性和公司未来盈利的增长潜力我们认为公司的合理价值为 46.0 元，相当于 2011 年和 2012 年的 47 倍和 42 倍市盈率。首次覆盖给予公司“推荐”的投资评级。

目录

图表目录.....	3
1. 估值与投资建议.....	5
1.1 相对估值法.....	5
1.2 主要假设及敏感性分析.....	6
1.2.1 矿产品自给率假设.....	6
1.2.2 产品产销量假设.....	7
1.2.3 金属价格假设.....	7
1.2.4 敏感性分析.....	8
1.3 绝对估值法.....	9
1.4 矿山资源价值估值.....	10
1.5 投资建议.....	11
2. 全球第二大锑生产商，尽享锑价上涨盛宴.....	12
2.1 公司概况.....	12
2.2 黄金和锑为主，钨业为辅.....	13
2.3 矿产资源自给率高，业绩相对于金属价格变动弹性很大.....	14
2.4 资源储量稳步增长.....	16
3. 供给紧缺推动锑价持续上涨.....	17
3.1 锑是中国具有绝对资源优势的稀缺金属.....	17
3.2 供应紧缺推动锑价持续上涨.....	20
3.3 锑的下游需求稳步增长.....	21
4. 盈利预测.....	26
4.1 销售收入预测.....	26
4.2 净利润预测.....	26
附录：财务预测表.....	28

图表目录

图表 1: A股市场黄金板块可比公司的估值情况(截至于 2011 年 4 月 11 日)	5
图表 2: A股市场小金属板块可比公司的估值情况(截至于 2011 年 4 月 11 日)	5
图表 3: 以市盈率为基础的业务分部加总估值法估值	6
图表 4: 矿产品自给率假设	7
图表 5: 公司主要产品产量预测	7
图表 6: 公司主要产品销量预测	7
图表 7: 公司主要产品市场价格预测	8
图表 8: 公司主要产品平均销售价格预测	8
图表 9: 自产矿产品产量变化对公司盈利的影响	8
图表 10: 产品销量变化对公司盈利的影响	9
图表 11: 金属价格变化对公司盈利的影响	9
图表 12: 加权平均资本成本(WACC)计算	10
图表 13: DCF估值模型	10
图表 14: 估值敏感性分析	10
图表 15: 以 2010 年金属价格均价作为长期价格对矿山资源部分估值	11
图表 16: 以当前金属价格作为长期价格对矿山资源部分估值	11
图表 17: 公司的PE band	12
图表 18: 公司的PB band	12
图表 19: 公司股权结构图	13
图表 20: 2010 年销售收入构成	14
图表 21: 2010 年毛利构成	14
图表 22: 黄金上市企业矿产金自给率比较(2009)	14
图表 23: 黄金上市企业黄金业务毛利率比较(2009)	15
图表 24: 钨上市企业的钨精矿自给率比较(2009)	15
图表 25: 钨上市企业的钨品业务毛利率比较(2009)	15
图表 26: 公司资源储量变化情况	16
图表 27: 公司拟投资的采探矿项目	16
图表 28: 2010 年全球锑储量分布	18
图表 29: 2010 年全球矿山锑产量分布	18
图表 30: 全球锑矿产资源储量呈下降趋势	18
图表 31: 我国锑矿资源储量分布	19
图表 32: 湖南是最大的锑生产地	19
图表 33: 2008 年以来我国矿山锑产量逐渐减少	20
图表 34: 今年以来我国锑月度产量同比下滑	20
图表 35: 长江现货市场锑锭价格走势	21
图表 36: 锑的产业链	21
图表 37: 2002 年美国锑的消费结构	22
图表 38: 2002 年中国锑的消费结构	22
图表 39: 目前美国锑的消费结构	22

图表 40: 目前中国锑的消费结构.....	22
图表 41: 阻燃剂的应用领域.....	23
图表 42: 阻燃剂的分类.....	24
图表 43: 各类阻燃剂的特性分析.....	24
图表 44: 各国家地区消费的溴系阻燃剂在阻燃剂总消费量中的占比.....	24
图表 45: 我国锑的净出口比重逐渐减少.....	25
图表 46: 我国锑的表观消费量和增长率.....	26
图表 47: 公司销售收入及同比增速（2007-2012E）.....	26
图表 48: 公司分产品毛利率变动情况（2007-2012E）.....	27
图表 49: 公司净利润及同比增速（2007-2012E）.....	27

1. 估值与投资建议

1.1 相对估值法

公司的三大主营业务分别是黄金、锑和钨。2010 年之前，黄金业务对公司的盈利贡献最大，2009 年黄金、锑和钨对公司毛利的贡献度分别为 58.7%、31.5%和 9.2%。2010 年，由于锑价大幅上涨，锑品业务对公司利润的贡献度大幅提升，锑品业务超过黄金业务，成为公司盈利的最大贡献来源。2010 年黄金、锑和钨对公司毛利的贡献度分别为 41.7%、47.2%和 10.8%。

由于公司的业务包括黄金和锑钨等小金属，而黄金板块和小金属板块在市场的整体估值水平有所不同，我们认为运用单一的可比公司市盈率进行估值不够精确，所以我们运用业务分部加总估值法(sum-of-the-parts)，通过分别对公司各项业务分部进行估值，然后加总得出公司的合理价格水平。

我们预测公司 2011 年实现每股盈利 0.97 元，其中黄金、锑品和钨品业务分部的每股盈利分别为 0.295 元、0.567 元和 0.109 元。根据二级市场中黄金板块和小金属板块 2011 年的平均市盈率水平 29 倍和 51 倍，黄金、锑和钨这三部分业务相应的每股价值分别为 8.7 元，31.4 元和 6.1 元。因此，以市盈率为基础，运用业务分部加总估值法得出公司的合理价值为 46.2 元，相当于 2011 年 48 倍市盈率。

图表 1：A 股市场黄金板块可比公司的估值情况(截至 2011 年 4 月 17 日)

公司名称	股票代码	最新价格 (元)	市值(百万 元)	每股盈利(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)
				2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	
紫金矿业	601899	7.97	115,894	0.24	0.33	0.47	33	24	17	5.3
山东黄金	600547	53.87	76,661	1.05	0.86	1.19	51	63	45	19.7
中金黄金	600489	37.10	52,797	0.66	0.79	1.18	56	47	31	10.7
恒邦股份	002237	47.45	9,091	0.78	0.99	1.97	61	48	24	6.7
平均							44	41	29	10.8

数据来源：Wind、华融证券研究部

图表 2：A 股市场小金属板块可比公司的估值情况(截至 2011 年 4 月 17 日)

公司名称	股票代码	最新价格 (元)	市值(百万 元)	每股盈利(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)
				2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	
金钼股份	601958	24.83	80,117	0.17	0.26	0.40	146	96	62	6.0
包钢稀土	600111	89.12	71,951	0.07	0.93	3.34	1290	96	27	29.8
锡业股份	000960	35.77	29,478	0.21	0.41	0.66	173	88	48	7.3
厦门钨业	600549	48.05	32,769	0.31	0.51	0.96	154	94	50	12.8
宝钛股份	600456	31.10	13,381	0.04	0.01	0.35	778	3888	90	3.7
贵研铂业	600459	39.45	4,408	0.08	0.45	0.70	493	88	56	7.2
章源钨业	002378	38.63	16,542	0.31	0.35	0.67	125	110	58	13.1
云南锗业	002428	73.18	9,191	0.83	0.70	1.07	88	105	69	7.5
赣锋锂业	002460	45.44	4,544	0.45	0.44	0.62	101	103	73	6.6
天齐锂业	002466	54.33	5,324	0.50	0.48	0.72	109	113	75	5.6

平均

490

286

53

13.8

数据来源：Wind、华融证券研究部

图表 3：以市盈率为基础的业务分部加总估值法估值

业务分类	所占比重	每股盈利	板块估值水平	每股价值
黄金	30.4%	0.295	29	8.6
锑	58.5%	0.567	53	30.1
钨	11.2%	0.109	53	5.8
总计				44.5

数据来源：Wind、华融证券研究部

1.2 主要假设及敏感性分析

我们预测公司 2011-2012 年每股盈利分别为 0.97 元和 1.10 元，主要基于以下三个关键假设：

- ✧ **矿产品的自给率：**由于冶炼加工部分毛利率较低，矿产品的矿石自给率越高，毛利率越高。2010 年公司的黄金、锑和钨的矿石自给率分别为 48.5%、71.7%和 100%。我们采取保守假设，假定未来两年公司的自产矿产品产量与 2010 年保持不变。
- ✧ **产品产量：**产量假设是预测公司收入增长的主要变量。根据 2011 年公司的生产经营计划和公司在“十二五”期间的经营规划目标（即到 2015 年，公司的黄金、锑和仲钨酸铵产量分别达到 13.5 吨、3.3 万吨和 4000 吨），我们预测未来四年黄金、锑和仲钨酸铵产量的年均复合增长速度分别为 21.7%、7.2%和 16.1%。
- ✧ **金属价格：**我们中长期看好黄金、锑和钨的价格。特别是锑和钨这两种在我国具有绝对储量优势的稀缺小金属品种的价格，今年以来这两种小金属价格已经分别上涨 33.7%和 19.8%。随着行业整顿政策的进一步推进和供应紧缺，未来价格有望持续上行。

1.2.1 矿产品自给率假设

2010 年，公司自产黄金、锑和钨的产量分别为 2.46 吨、1.66 万吨和 2042 吨。根据我们保守预测，2011 和 2012 年公司的自产矿产品产量维持不变。随着产品产量的扩大，外购矿产品的比例将逐渐增大，若产品价格不变，则产品毛利率将逐渐下降。因此根据我们预测，矿产金自给率将从 2010 年的 48.5%下降至 2012 年的 32.8%；矿产锑自给率从 2010 年的 71.7%下降至 2012 年的 61.8%；矿产钨自给率从 2010 年的 100.0%下降至 79.9%。

图表 4：矿产品自给率假设

矿产品分类	2009	2010	2011E	2012E
黄金	57.6%	48.5%	39.9%	32.8%
锑	73.5%	71.7%	66.2%	61.8%
钨	100.0%	100.0%	92.8%	79.9%

数据来源：公司公告、华融证券研究部

1.2.2 产品产销量假设

我们以 2011 年的产量计划为基础，按照公司“十二五”规划的产量目标，以 21.7%、7.2%和 16.1%的年均复合增长率分别预测未来四年黄金、锑和钨产品的产量增长速度。具体产量预测如下表所示：

图表 5：公司主要产品产量预测

产品	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
黄金（吨）	3.4	2.5	4.4	5.1	6.2	7.4
增长率		-25.5%	74.6%	15.6%	21.5%	21.7%
锑品（吨）	21,050	18,111	19,106	23,077	25,000	26,800
增长率		-14.0%	5.5%	20.8%	8.3%	7.2%
钨品（吨）	1,426	1,852	1,705	2,042	2,200	2,554
增长率		29.9%	-7.9%	19.8%	7.7%	16.1%

数据来源：公司公告、华融证券研究部

2007-2009 年，黄金、锑和钨的平均产销率分别为 99.4%、101.6%和 97.3%。我们预测 2010-2012 年三种主要产品产销率均为 100%。具体销量预测如下表所示：

图表 6：公司主要产品销量预测

产品	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
黄金（吨）	3.4	2.5	4.4	5.1	6.2	7.4
增长率		-26.6%	76.4%	16.2%	21.5%	21.7%
锑品（吨）	18,470	19,814	20,580	23,077	25,000	26,800
增长率		7.3%	3.9%	12.1%	8.3%	7.2%
钨品（吨）	1,453	1,805	1,576	2,042	2,200	2,554
增长率		24.2%	-12.7%	29.6%	7.7%	16.1%

数据来源：公司公告、华融证券研究部

1.2.3 金属价格假设

2011 年初至今，黄金、精锑和仲钨酸铵的平均价格分别为 30 万元/千克、9.4 万元/吨和 18 万元/吨，我们以年初至今的均价作为 2011 年全年的价格假设；同时我们看好未来黄金锑钨价仍有可能持续上扬，预测 2012 年黄金、锑和钨价分别为 32 万元/千克（相当于 1500 美元/盎司）、11.1 万元/吨和 20 万元/吨。具体价格预测如下表所示：

图表 7：公司主要产品市场价格预测

产品	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
黄金（万元/千克）	17.0	19.6	21.5	28.0	30.0	32.0
增长率		14.7%	9.7%	30.5%	7.1%	6.7%
精锑（万元/吨）	4.3	4.1	3.6	6.5	9.4	11.1
增长率		-4.8%	-12.1%	80.3%	44.9%	17.9%
仲钨酸铵（万元/吨）	15.2	12.8	10.0	14.0	18.0	20.0
增长率		-15.7%	-22.3%	40.4%	28.6%	11.1%

数据来源：Wind、华融证券研究部

根据上表中黄金、精锑和仲钨酸铵的市场价格预测，我们预测公司的黄金产品、锑产品和钨品的平均销售价格如下表所示：

图表 8：公司主要产品平均销售价格预测

产品	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
黄金（万元/千克）	17.1	19.5	20.8	26.6	28.5	30.4
增长率		14.0%	6.9%	27.6%	7.1%	6.7%
精锑（万元/吨）	3.2	3.1	2.7	5.4	7.8	9.2
增长率		-2.8%	-13.7%	100.1%	44.9%	17.9%
仲钨酸铵（万元/吨）	12.9	10.4	8.3	10.5	13.5	15.0
增长率		-20.3%	-19.9%	26.7%	28.6%	11.1%

数据来源：Wind、华融证券研究部

1.2.4 敏感性分析

根据上述假设，我们预测公司 2011 和 2012 年分别实现每股盈利 0.97 元和 1.10 元。下面我们针对这三个主要假设，分别测算自产矿产品产量变化、产品销量变化和金属价格变化对公司业绩的影响。

(1) 自产矿产品产量变动

图表 9：自产矿产品产量变化对公司盈利的影响

	2011 年每股盈利（元）	变动幅度（%）
基准情况	0.97	0
自产矿产金产量+10%	1.03	6.2
自产矿产锑产量+10%	1.08	11.3
自产矿产钨产量+10%	0.99	2.1
自产矿产金产量-10%	0.93	-6.2
自产矿产锑产量-10%	0.86	-11.3
自产矿产钨产量-10%	0.95	-2.1

数据来源：华融证券研究部

(2) 产品销量变动

图表 10：产品销量变化对公司盈利的影响

	2011 年每股盈利（元）	变动幅度（%）
基准情况	0.97	0
黄金销量+10%	1.00	3.1
锑品销量+10%	1.05	8.2
钨品销量+10%	0.99	2.1
黄金销量-10%	0.90	-7.2
锑品销量-10%	0.89	-8.2
钨品销量-10%	0.96	-1.0

数据来源：华融证券研究部

(3) 金属价格变动

图表 11：金属价格变化对公司盈利的影响

	2011 年每股盈利（元）	变动幅度（%）
基准情况	0.97	0
黄金价格+10%	1.03	6.2
锑品价格+10%	1.11	14.4
钨品价格+10%	1.00	3.1
黄金价格-10%	0.91	-6.2
锑品价格-10%	0.83	-14.4
钨品价格-10%	0.94	-3.1
黄金、锑和钨+10%	1.21	24.7
黄金、锑和钨-10%	0.74	-24.7

数据来源：华融证券研究部

由此可见，在这三个基本假设中，在其他基本假设保持不变的情况下，公司盈利受金属价格波动的影响最大，其次是公司自产矿产品产量的影响，受公司产品销量的影响最小。若黄金、锑和钨价在现有的基础上均上涨 10%，公司 2011 年每股应将上升 24.7%至 1.21 元。

在黄金锑和钨的产品组合中，公司盈利受锑产品的影响最大，其次是黄金产品，最后是钨产品。总而言之，公司业绩对锑价波动的弹性最大，锑价格变动 10%将导致公司盈利的变动幅度为 14.4%；自产矿产锑的产量变动 10%将导致公司盈利变动 11.3%。

1.3 绝对估值法

我们使用以公司自由现金流为基础的 DCF 模型对公司进行估值，通过确定 8.9%的加权平均成本(WACC)和 2.5%的永续增长率，我们得出公司的股权价值为人

民币 25,715 百万元，即每股价值为人民币 47.0 元。具体估值模型如下：

图表 12：加权平均资本成本(WACC)计算

无风险利率	3.0%
同行业 beta 系数	1.4
风险溢价	6.5%
权益成本	12.1%
所得税率	25.0%
税后债务成本	4.5%
加权平均资本成本	8.9%

数据来源：华融证券研究部

图表 13：DCF 估值模型

自由现金流估值（百万元）	14,423
加权平均资本成本	8.9%
永续增长率	2.5%
自由现金流折现总值（百万元）	7,471
终极增长折现总值（百万元）	17,700
企业价值（百万元）	25,171
净现金/（净负债）	544
股权价值	25,715
发行股数（百万股）	547
每股价值（元）	47.0

数据来源：华融证券研究部

图表 14：估值敏感性分析

WACC	永续增长率				
	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.41%	45.1	47.9	51.4	55.6	60.9
7.91%	42.2	44.6	47.5	50.9	55.1
8.41%	39.7	41.8	44.2	47.1	50.5
8.91%	37.5	39.3	47.0	43.8	46.6
9.41%	35.6	37.1	38.9	41.0	43.4
9.91%	33.8	35.2	36.7	38.5	40.6
10.41%	32.2	33.4	34.8	36.4	38.2

数据来源：华融证券研究部

1.4 矿山资源价值估值

公司是历史悠久的矿山开发企业，公司本部矿区－沃溪矿区是全球罕见的大型金矿及金锑钨伴生矿。截至 2010 年底，公司保有资源储量矿石量 2113 万吨，其中金金属量为 41.64 吨、锑金属量为 19.43 万吨、钨金属量为 4.48 万吨。我们通过假设这三种金属未来的长期价格，计算公司的矿山资源在可开采年限内对公司的盈利

贡献，然后根据可开采年限和一定的折现率（如公司的 WACC）计算出公司矿山部分资源的价值。

金属价格对矿山资源部分的价值影响很大，下面我们分别以去年三种金属的平均价格和当前金属的价格作为未来长期的价格对矿山的资源价值进行测算，得出公司矿山部分的每股资源价值分别为 19.0 元和 31.5 元。由于黄金、锑和钨有望持续上扬，以当前的金属价格作为未来长期的价格更趋于合理价格，**所以我们认为公司矿山部分的每股价值为 31.5 元**。价格敏感性测试结果显示，金属价格每变动 10%，影响每股矿山部分资源价值 4.4 元。

图表 15：以 2010 年金属价格均价作为长期价格对矿山资源部分估值

	黄金	锑	氧化钨
资源储量(吨)	41.64	194,252	44,828
开采成本（万元）	105,000	2.7	5.5
平均售价（万元/吨）	280,000	6.5	15.1
净利润（扣除三费）（百万元）	6,194	6,274	3,675
开采年限(年)	10	10	10
每年净利润(百万元)	619	627	368
折现总值（以 WACC 折现）（百万元）	3,992	4,043	2,368
发行股数（百万股）	547	547	547
每股资源价值（元）	7.3	7.4	4.3
每股资源价值总值（元）			19.0

数据来源：华融证券研究部

图表 16：以当前金属价格作为长期价格对矿山资源部分估值

	黄金	锑	氧化钨
资源储量(吨)	41.64	194,252	44,828
开采成本（万元）	105,000	2.7	5.5
平均售价（万元/吨）	300,000	11.0	21.6
净利润（扣除三费）（百万元）	6,902	13,704	6,152
开采年限(年)	10	10	10
每年净利润	690	1,370	615
折现总值（以 WACC 折现）（百万元）	4,448	8,831	3,964
发行股数（百万股）	547	547	547
每股资源价值（元）	8.1	16.1	7.2
每股资源价值总值（元）			31.5

数据来源：华融证券研究部

1.5 投资建议

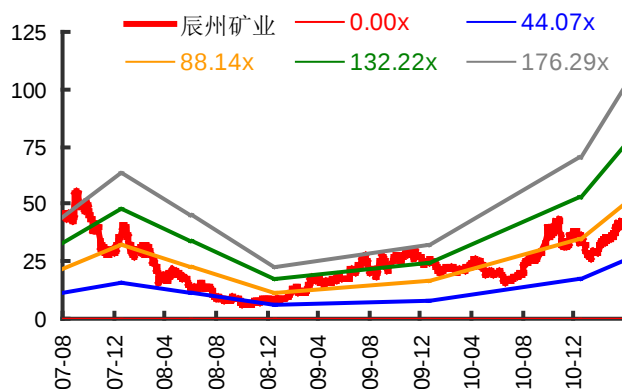
综合上述三种估值方法，其中：

- ✓ 以市盈率为基础，运用业务分部加总估值法得出公司的合理价值为 44.5 元；
- ✓ 以绝对估值法得出的公司每股合理价值为 47.0 元；
- ✓ 矿山资源部分价值为 31.5 元

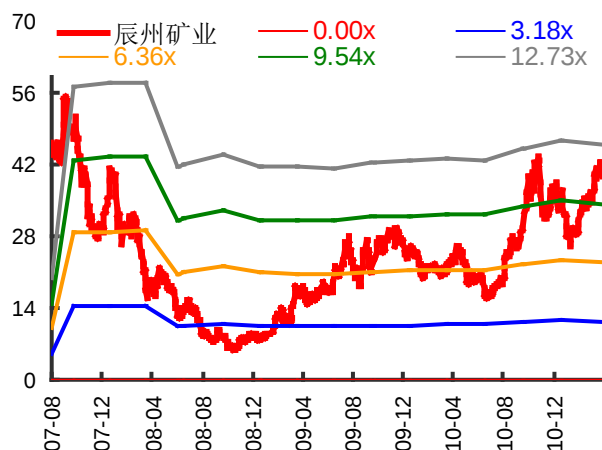
所以，我们认为公司的合理价值为 46 元，以 2011 年和 2012 年每股盈利 0.97 元和 1.10 元计算，相当于 2011 和 2012 年 47 倍和 42 倍市盈率；2011 和 2012 年 10.4 倍和 8.9 倍市净率。

参考公司自 2007 年上市以来的估值水平，从市盈率上看，平均市盈率为 109 倍，最高市盈率为 450 倍，最低市盈率为 27 倍；从市净率上看，平均市净率为 6.8 倍，最高市净率为 17.2 倍，最低市净率为 1.8 倍。由此可见，公司当前的估值仍处于安全边际较高的水平。

图表 17：公司的 PE band



图表 18：公司的 PB band



数据来源：Wind、华融证券

2. 全球第二大锑生产商，尽享锑价上涨盛宴

2.1 公司概况

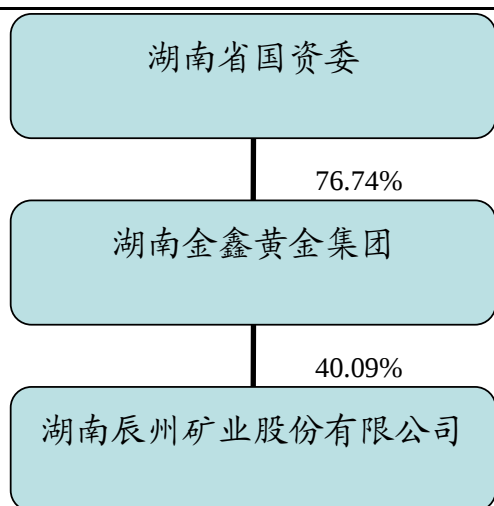
公司主要从事金锑钨伴生矿和金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼和深加工，拥有国际领先的金锑选矿和冶炼精细分离技术。公司目前拥有黄金提纯产能 30 吨/年、精锑冶炼产能 2 万吨/年、氧化锑产能 2 万吨/年和仲钨酸铵产能 5000 吨/年。公司的主要产品是“辰州”牌黄金、精锑及三氧化二锑、钨金矿及仲钨酸铵等。公司是首批取得上海黄金交易所现场席位的综合类会员之一，黄金产品直接通过金交所销售；精锑、氧化锑和仲钨酸铵等则根据国内外市场行情签署订单进行销售。

在黄金行业，公司是湖南省最大的产金公司。2010 年黄金产量为 5.06 吨，其中自产黄金 2.46 吨。在锑行业，公司是全国及全球第二大锑品生产商，仅次于锡

矿山闪星锑业股份有限公司。2010 年公司锑品产量为 2.31 万吨，其中自产锑 1.66 万吨。在钨行业，公司在国内排名约为 15 位左右，2010 年生产钨品 2042 吨，矿产品全部自给。

公司的控股股东是湖南金鑫黄金集团有限责任公司（以下简称“金鑫黄金”），目前持有本公司股本的 40.09%。2010 年 6 月后，金鑫黄金通过四次减持，共减持 21,592,700 股，持股比例由 44.04%下降至 40.09%。金鑫黄金的实际控制人是湖南省国资委，湖南省国资委持有其 76.74%的股份。所以湖南省国资委是公司的实际控制人。

图表 19：公司股权结构图



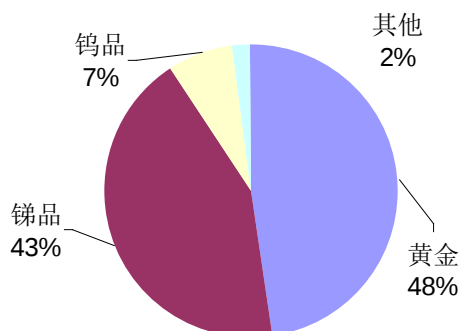
数据来源：公司公告

2.2 黄金和锑为主，钨业为辅

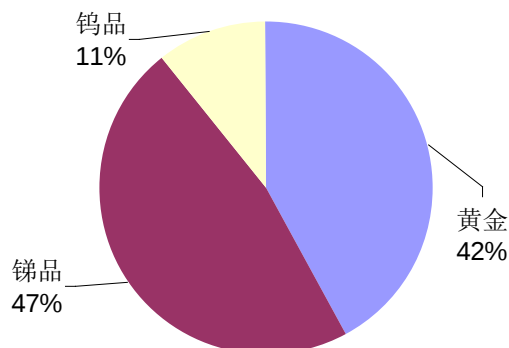
公司的主要产品是黄金、锑和钨。2009 年以前，黄金产品是公司收入和利润的主要贡献者。2009 年，公司的销售收入构成是：黄金占 54%、锑产品占 33%、钨产品占 8%、其他产品占 5%；毛利构成是：黄金占 59%、锑产品占 32%、钨产品占 9%。

2010 年以来，随着锑价的暴涨，公司的锑产品逐渐取代黄金产品，成为公司盈利的主要来源。2010 年公司的销售收入构成是：黄金占 47%、锑产品占 44%、钨产品占 7%。由于锑价上涨，2010 年锑产品毛利同比增长 179.1%至 4.51 亿元，对公司毛利贡献超过黄金，达到 47.2%。黄金和钨品对毛利贡献的比重则分别为 41.7%和 10.8%。到 2012 年，我们预测锑产品对公司的盈利贡献将达到 60%以上。

图表 20：2010 年销售收入构成



图表 21：2010 年毛利构成



数据来源：公司公告、华融证券

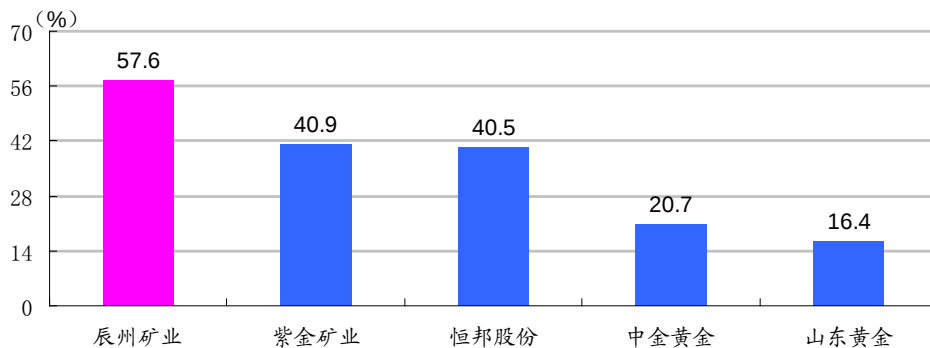
2.3 矿产资源自给率高，业绩相对于金属价格变动弹性很大

由于产品冶炼加工部分的利润率较低，矿产资源的自给率越高，越能受惠于金属价格的上涨。敏感性测试显示，黄金、锑和钨的矿产品自给率分别上升 5 个百分点，对应的公司每股盈利则分别上升 7.2%、9.3%和 1.0%。

2009 年公司的黄金、钨和锑的自给率分别为 57.6%、73.5%和 100.0%，2010 年，由于产量的扩大，矿产品自给率有所下降，分别为 48.5%、71.7%和 100.0%。尽管如此，公司的矿产品自给率仍然是同行业公司中自给率最高的，因此公司的业绩相对于金属价格变动的弹性最大。

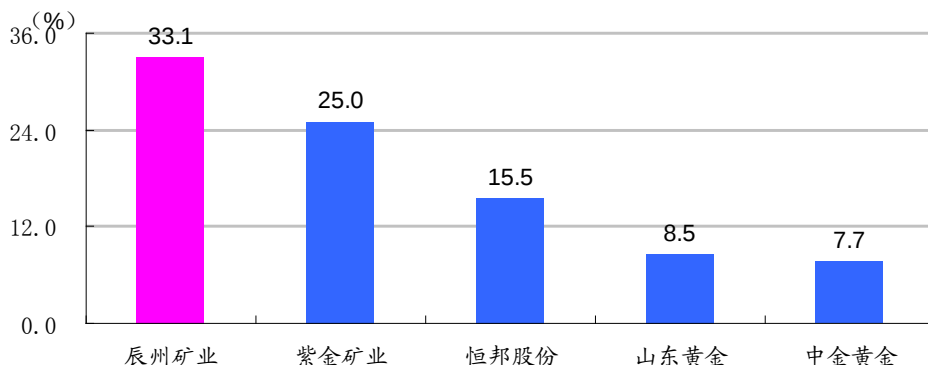
在黄金行业，我们选择在 A 股上市的四家黄金生产企业进行比较，分别是紫金矿业、山东黄金、中金黄金和恒邦股份，以上四家公司 2009 年矿产金自给率分别为 40.9%、16.4%、20.7%和 40.5%。由于公司的矿产金自给率是同行业的黄金上市公司中最高，公司的黄金产品毛利率也是这五家公司中最高的。所以，与其他黄金生产企业比较，公司的业绩相对于黄金价格的弹性最大。

图表 22：黄金上市企业矿产金自给率比较（2009）



数据来源：公司公告，华融证券研究部

图表 23：黄金上市企业黄金业务毛利率比较（2009）

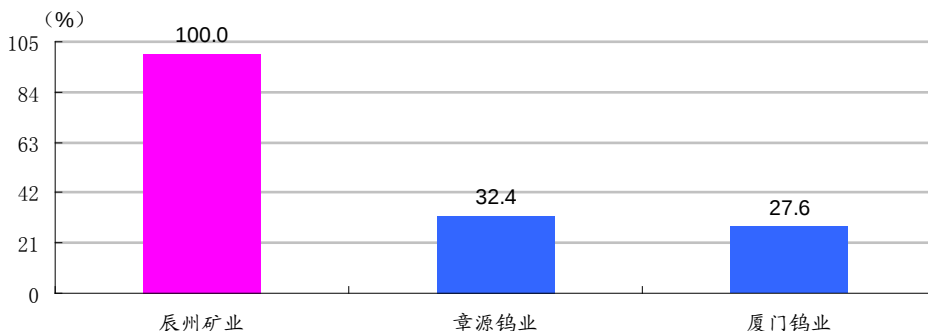


数据来源：公司公告，华融证券研究部

在锑行业，A 股市场没有类似上市公司，锡矿山闪星锑业作为湖南有色的子公司在香港上市，这里我们暂不作比较。

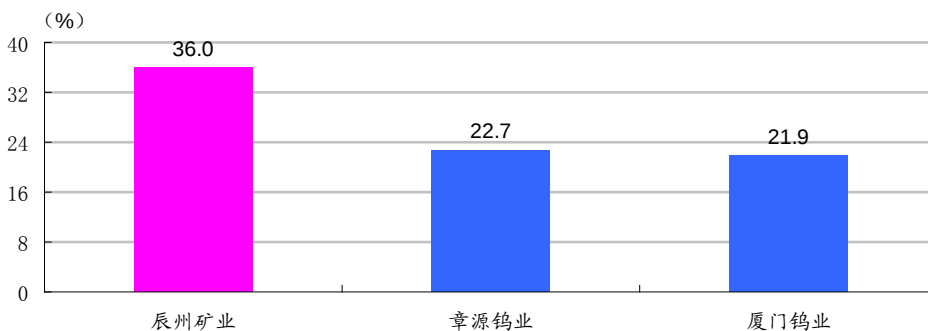
在钨行业，我们主要选取厦门钨业和章源钨业与本公司进行比较。2009 年，公司的钨精矿自给率为 100%，较章源钨业的 32.4%和厦门钨业的 27.6%都高。因此，公司钨产品的毛利率也较这两家公司的钨品业务的毛利率高。

图表 24：钨上市企业的钨精矿自给率比较（2009）



数据来源：公司公告，华融证券研究部

图表 25：钨上市企业的钨品业务毛利率比较（2009）



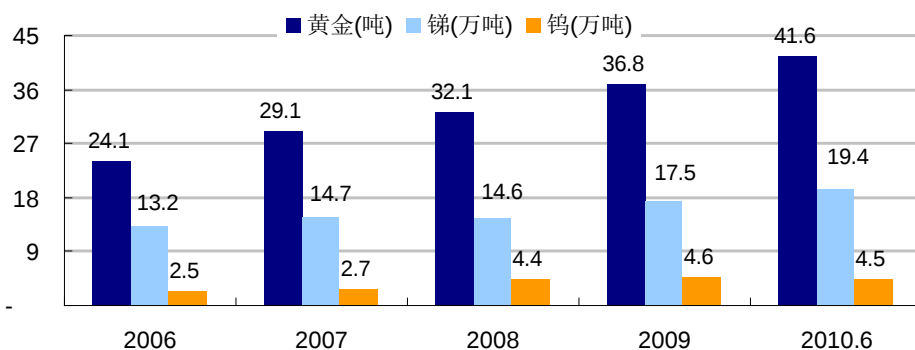
数据来源：公司公告，华融证券研究部

2.4 资源储量稳步增长

截至 2010 年 12 月 31 日，公司拥有和控制矿业权 39 个。其中，探矿权 21 个，探矿面积为 359.31 平方公里；采矿权 18 个，采矿面积为 40.0 平方公里。公司拥有采矿权和探矿权的这些矿山主要为金锑钨单一矿或（伴）生矿，分别位于湖南省的怀化、益阳、邵阳、永州等地区及甘肃、新疆和河北等省。公司拥有的保有资源储量矿石量为 2,113 万吨，其中金金属量为 41.64 吨、锑金属量为 19.4 万吨、钨金属量为 4.5 万吨。虽然与在 A 股上市的黄金生产企业和钨生产企业比，公司的资源储量和产能规模有一定的差距，但近年来公司围绕“做大黄金、做强锑钨”的发展思路，积极进行资源扩张，实现公司的金锑钨资源储量稳步增长。

2006 至 2010 年，公司的黄金、锑和钨的资源保有储量年均复合增长率分别为 14.6%、10.2%和 15.9%，超额完成公司金锑钨资源保有储量年均增长率不低于 10% 的目标。

图表 26：公司资源储量变化情况



数据来源：公司公告，华融证券研究部

公司主要采取内生和外延两种方式进行资源扩张。以内生的方式扩张，公司主要是采取加大对目前已经控制的矿产资源的探矿和开采力度，提高开采能力，提升开采效率，同时积极对矿区周围一些有潜力的相关中小矿山进行整合。由于公司目前公布的资源储量采取较谨慎的原则，储量的审查结果只包括 333 级别以上的数据，333 级别以下的储量不予采信也不予统计，所以当公司加大探矿力度，矿产资源储量增加潜力很大。公司在 2011-2013 年拟投资的采矿探矿项目如下表所示：

图表 27：公司拟投资的采矿探矿项目

项目名称	投资金额（万元）		
	2011E	2012E	2013E
沃溪坑口开拓工程	300	400	600
沃溪坑头探矿工程	700	800	1000
鱼儿山开拓工程	300	400	200
鱼儿山探矿工程	300	400	300
新龙本部开拓工程	1100	1200	1300

新龙本部探矿工程	1400	1500	1300
东安新龙本部开拓工程	600	700	100
东安新龙本部探矿工程	700	800	300
隆回金杏开拓工程	50	100	100
隆回金杏探矿工程	400	500	300
新昭辰鑫探矿工程	200	300	-
新昭四维探矿工程	200	300	1000
湘安钨业开拓工程	700	800	600
湘安钨业探矿工程	700	800	600
甘肃辰州开拓工程	200	300	1300
甘肃辰州探矿工程	400	500	2000
洪江辰州开拓工程	400	500	800
洪江辰州探矿工程	300	400	700
溆浦辰州开拓工程	400	500	800
溆浦辰州探矿工程	300	400	200
陕西辰州开拓工程	200	300	50
陕西辰州探矿工程	700	800	50
湖北潘隆新开拓工程	200	300	200
湖北潘隆新探矿工程	300	400	300
河北鑫峰开拓工程	100	150	100
河北鑫峰探矿工程	500	600	200
合计	11650	14150	14400

数据来源：华融证券研究部

以外延的方式扩张，公司制定了以国内矿山收购为主，矿产勘察至少达到普查阶段以上、资源储量折合黄金在 10 吨以上、4000 米海拔以下以及投资环境良好的收购原则。2009 年，公司的整合并购取得一定进展，完成了收购甘肃加鑫矿业公司 90% 的股权和兼并重组了安化县渣滓溪锑矿两个对外投资项目，增加黄金储量约 12 吨、锑金属量 1.81 万吨和钨金属量 593 吨。展望未来，公司预计 2011-2013 年每年出资 5 亿元收购外部资源基地，扩张资源储量。同时，未来大股东资产注入的可能性也很大。公司的控股股东湖南金鑫黄金集团控制的资源中最有可能注入公司的是黄金洞矿业，黄金洞矿业目前黄金储量为 20 吨左右，矿产金年产量为 1.3 吨左右。

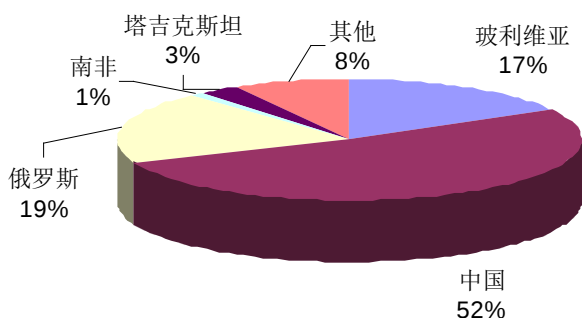
3. 供给紧缺推动锑价持续上涨

3.1 锑是中国具有绝对资源优势的稀缺金属

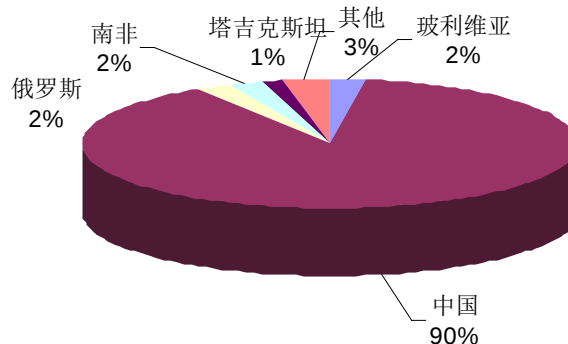
根据美国地质局(USGS)2011 年数据，全球锑储量为 180 万吨，中国储量位居全球第一，为 95 万吨。其余四大锑矿储量大国分别是俄罗斯、玻利维亚、塔吉克斯坦、南非，储量分别为 35 万吨、31 万吨、5 万吨和 2.1 万吨，

中国是全球最大的锑生产和出口国，USGS 预测 2010 年全球矿山锑产量约为 13.5 万吨，中国的产量为 12 万吨。其余四大产锑国分别是玻利维亚、俄罗斯、南非和塔吉克斯坦，2010 年矿山锑产量分别为 3000 吨、3000 吨、3000 吨和 2000 吨。按照 2010 年矿山锑 13.5 万吨的产量计算，全球锑矿山资源的静态可采年限仅为 13 年左右。

图表 28：2010 年全球锑储量分布



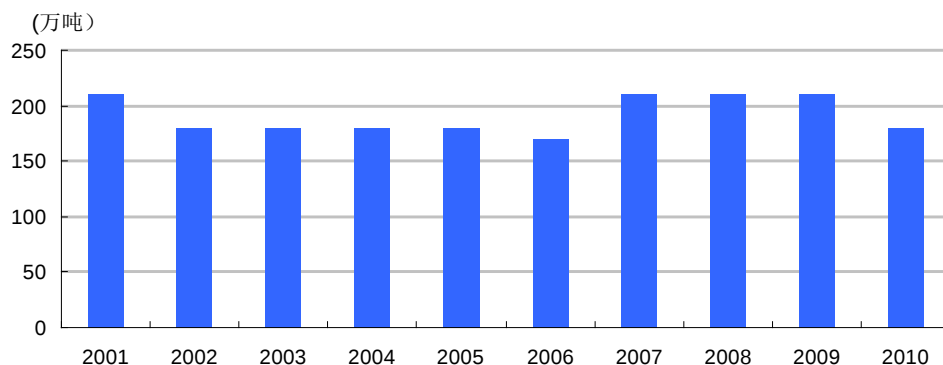
图表 29：2010 年全球矿山锑产量分布



数据来源：Wind、华融证券

全球锑矿资源形势非常严峻，从历史数据来看，全球锑矿资源储量呈平稳下降趋势。2010 年，全球锑矿储量从 2009 年的 210 万吨下降至 180 万吨，同比下降 14.3%。

图表 30：全球锑矿产资源储量呈下降趋势

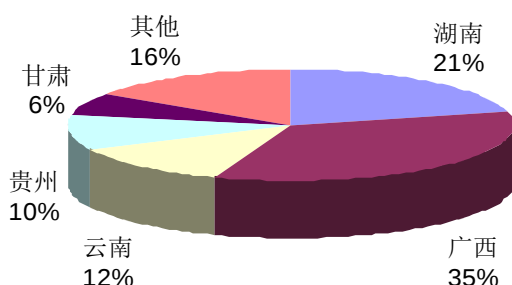


数据来源：USGS，华融证券研究部

中国锑矿储量位居全球第一，占全球储量的 52%。我国的锑矿资源储量分布相对集中，大中型矿床居多。分布集中在湖南、广西、贵州、云南和甘肃五省（区），这五省（区）的合计查明资源储量占全国锑查明资源储量的 84% 以上。目前，我国主要有锑产地 111 处，主要包括贵州省万山、务川、丹寨、铜仁、半坡；湖南省新晃汞矿、冷水江市锡矿山、广西壮族自治区南丹县大厂矿山；甘肃省崖湾锑矿、陕

西省旬阳汞锑矿。其中湖南省先后开发了锡矿山、桃江板溪、新绍龙山、桃源沃溪等地锑矿。1996 年我国锑矿储量为 278 万吨，但由于过量开采导致我国锑储量迅速递减，目前我国锑储量仅为 95 万吨。

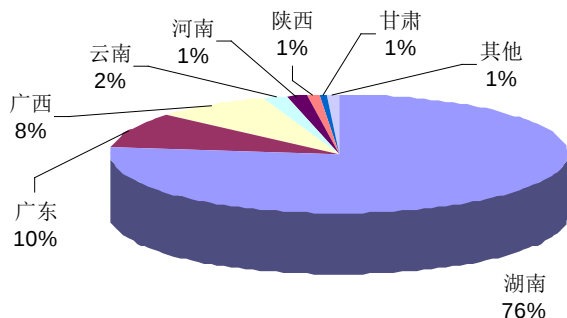
图表 31：我国锑矿资源储量分布



数据来源：有色金属工业年鉴，华融证券研究部

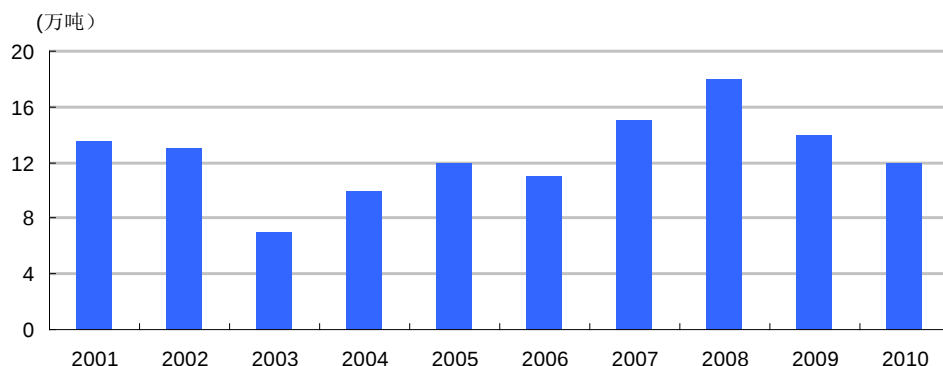
中国锑产量全球第一，矿山锑产量占全球总产量的 89%。我国锑产地的集中度非常高，湖南省是我国最大的锑产地。2010 年湖南省的锑产量占全国总产量的 76.6%，其次是广东和广西两省（区），分别占全国总产量的 9.8%和 8.3%。从 2000 年开始，国家对锑及锑制品的开采、生产和销售实行总量控制。2010 年 3 月，国土资源部下达通知，限定 2010 年我国锑矿的开采总量指标为 10 万吨，同时表示原则上暂停受理新的锑矿的勘查和开采。受国家限制开采影响，USGS 预测 2010 年我国矿产锑产量同比下降 14.3%至 12 万吨。2011 年，国家继续对锑矿实行开采总量控制管理，锑矿开采总量控制指标为 10.5 万吨；暂停受理新的锑矿勘察和开采得规定延长至 2012 年 6 月 30 日。由此可见，今年矿产锑供应趋紧的态势仍然不变。

图表 32：湖南是最大的锑生产地



数据来源：有色金属工业年鉴，华融证券研究部

图表 33：2008 年以来我国矿山镨产量逐渐减少

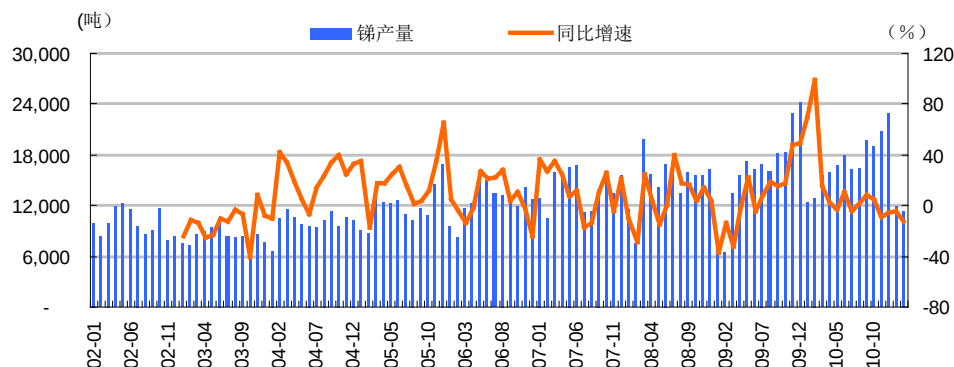


数据来源：USGS，华融证券研究部

3.2 供应紧缺推动镨价持续上涨

环保整顿导致供应紧缺。2010 年 3 月起，国家对镨行业进行大力整顿，在冷水江市开展一系列的涉镨企业关闭整顿工作。整顿工作包括取缔所有非法手工选矿小作坊、非法浮选厂、整合改造现有合法涉镨冶炼企业，关闭未列入整合计划的涉镨冶炼企业。同时，列入整合计划的企业则必须完成扩能提质改造，达到年生产能力 5000 吨，环保达标排放。冷水江市是著名的“世界镨都”，为配合环保整顿，除闪星镨业外，冷水江市大部分镨冶炼厂有可能大范围停产。而且当环保整顿到位后，满负荷运转仍需要一定时间。同时，国家对镨矿开采进行总量控制，提高开采准入门槛，使市场上镨原料供应日趋紧缺。由于镨原料采购竞争激烈，即使环保验收合格后，那些没有自给资源的镨冶炼厂也难以采购到原料进行生产，市场上镨供应紧缺在一段时间内难以缓解。受镨行业整顿影响，国内镨产量从去年 3 月起增速逐渐放缓，今年 1 和 2 月镨产量还出现同比下滑，下滑幅度分别为 4.5%和 12.4%。

图表 34：今年以来我国镨月度产量同比下滑

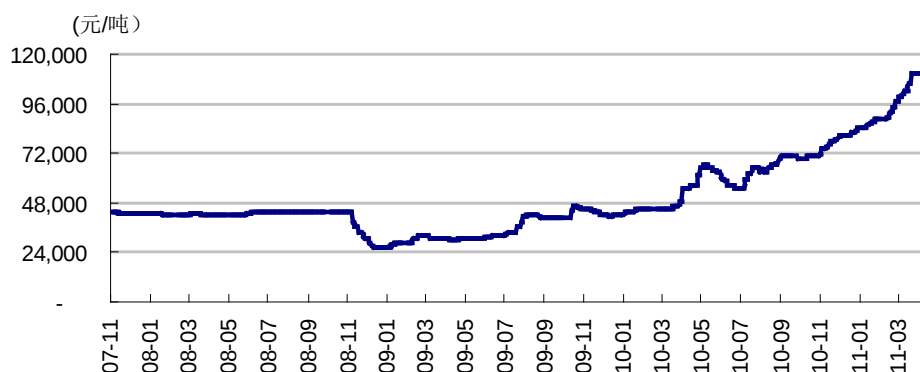


数据来源：USGS，华融证券研究部

供应紧缺推动价格急速上涨。受供应紧缺影响，镨价从去年 3 月起开始迅猛上涨。去年全年精镨和氧化镨的平均价格分别为 60,620 元/吨和 54,508 元/吨，同

比上涨 51.5%和 36.3%。今年以来，受 3 月份冷水江地区环保验收影响，锑价再度强势上攻，精锑和氧化锑年初至今的平均价格分别为 95,671 元/吨和 86,016 元/吨，较去年均价分别上涨 57.8%和 57.8%。预计未来稀有金属“十二五”规划和国家对锑进行战略收储等一系列措施的出台将导致供应紧缺情况加剧，成为锑价新一轮上涨的催化剂。我们认为锑价在供应面短缺和政策面保护的双重支撑下有望持续上涨。

图表 35：长江现货市场锑锭价格走势



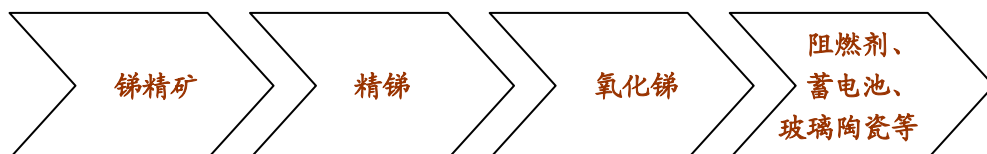
数据来源：USGS，华融证券研究部

3.3 锑的下游需求稳步增长

锑在自然界里主要以硫化物（如三硫化二锑）的形式存在。锑比重 6.68、熔点 630.5 摄氏度、沸点 1590 摄氏度、性脆、耐酸，无延展性，是电和热的不良导体，在常温下不易氧化，有抗腐蚀性能。锑在合金中的主要作用是增加强度，常被称为金属或合金的硬化剂。冶炼锑金属矿物的主要原料有辉锑矿、方锑矿、锑华等 10 种锑矿物。矿石的工业类型主要有单一锑、锑金、锑汞、锑金钨、锑钨等。锑与锑化合物首先用于耐磨合金、印刷铅字合金、铅酸蓄电池等，随着科学技术的发展，目前已被广泛应用于阻燃剂、陶瓷、玻璃和其他化学制品等。

锑的主要产品为精锑、氧化锑（ Sb_2O_3 ，俗称锑白）、硫化锑等。精锑即是生产氧化锑的原料，也可以直接用来生产锑合金。氧化锑是应用最早的无机阻燃剂，但其单独使用时用量很大而且阻燃效果差，所以，氧化锑一般作为阻燃剂的协效剂，与卤系阻燃剂中的溴系阻燃剂复配使用，一般与溴化物最佳配比为 3: 1，通过协同效应使阻燃效果得到明显提升。

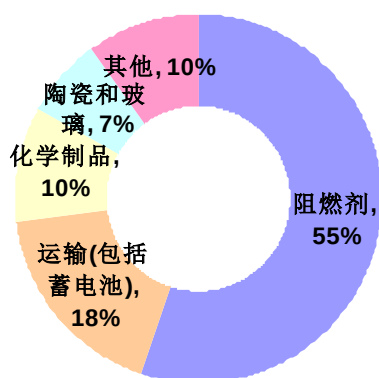
图表 36：锑的产业链



数据来源：华融证券研究部整理

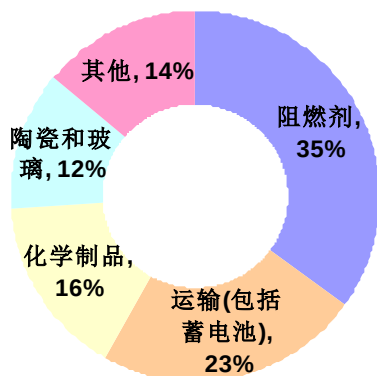
阻燃剂是锑消费的最大领域。锑用作阻燃剂的消费量约占世界锑消费总量的 70%或氧化锑消费总量的 90%。近年来，美国等西方国家和我国对锑的消费结构产生了很大的变化。以 2002 年为例，根据美国地质调查局报告，阻燃剂在美国锑的消费结构中占 55%，而中国锑的消费结构中仅占 15%。随着阻燃剂用锑产品逐渐由发达国家向发展中国家转移，美国锑在阻燃剂领域的消费比重逐渐下降，而中国锑在阻燃剂领域的消费比重逐渐上升。目前，阻燃剂在美国锑的消费结构中的比重下降至 35%；而在中国锑的消费结构中的比重上升至 55%。

图表 37：2002 年美国锑的消费结构



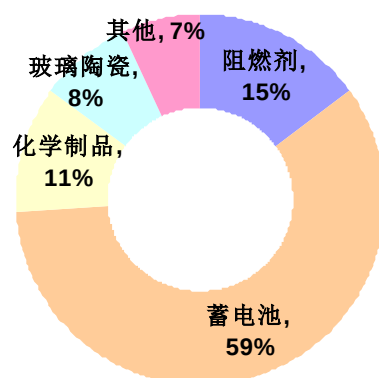
数据来源：USGS、华融证券

图表 39：目前美国锑的消费结构

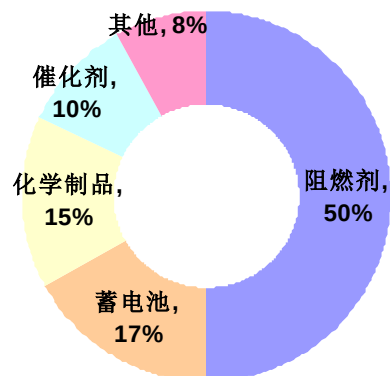


数据来源：USGS、华融证券

图表 38：2002 年中国锑的消费结构



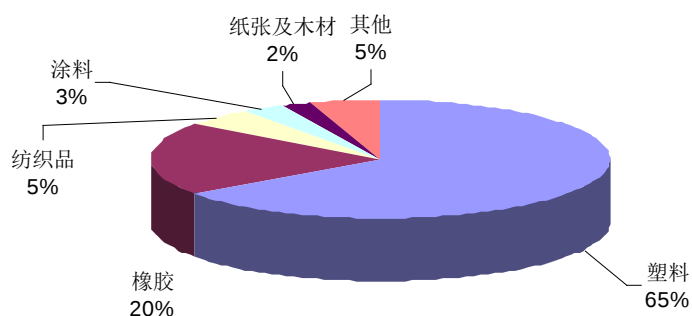
图表 40：目前中国锑的消费结构



阻燃剂需求稳步增长。阻燃剂是又称耐火剂或防火剂，是阻止材料被引燃和抑制火焰传播的像塑助剂，也是材料的一种改性添加剂。近年来，高分子材料越来越

广泛地应用于建筑、化工、军事和交通等领域，由于高分子材料的易燃和可燃性，这些材料的防火要求催生了阻燃剂的出现和迅速发展。目前，阻燃剂行业已成为仅次于增塑剂的第二大橡塑助剂行业，广泛应用于塑料、橡胶、纺织品和涂料等领域。根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 年将达到 230 万吨。随着我国经济发展和高分子合成材料的广泛应用，从 2002 年起，我国对阻燃剂的需求急剧上升，年均消费增长率超过 20%。消费量的大幅增加主要来源于电子电器设备和汽车等制造行业的发展。2007 年，我国阻燃剂的表现消费量为 24 万吨。预计未来 5 年，我国阻燃剂消费量的年均增长率可达到 15%。

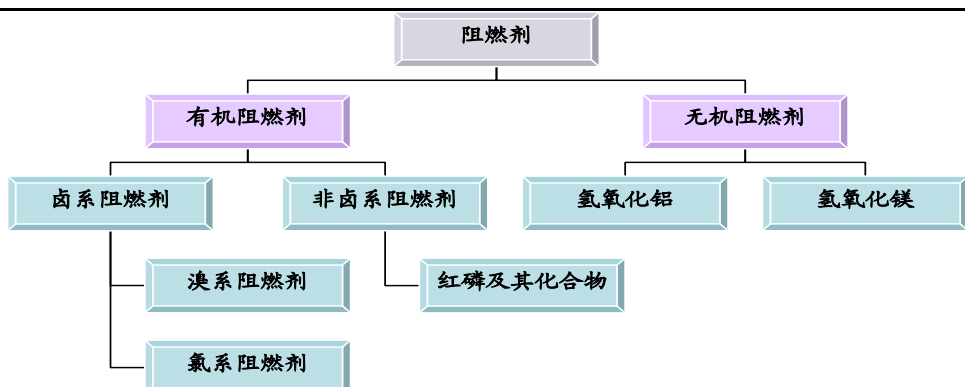
图表 41：阻燃剂的应用领域



数据来源：Wind，华融证券研究部

溴系阻燃剂是世界上消费量最大的阻燃剂。阻燃剂主要包括有机阻燃剂和无机阻燃剂。在有机阻燃剂中主要分卤系和非卤系，卤系阻燃剂是世界上产量最大的有机阻燃剂。卤系阻燃剂又主要包括溴系和氯系阻燃剂，其中溴系阻燃剂占绝大部分。非卤系阻燃剂主要是以红磷及其化合物为代表。无机阻燃剂包括氢氧化铝、氢氧化镁、膨胀石墨、硼酸盐、草酸铝和硫化锌为基的阻燃剂，其中氢氧化铝和氢氧化镁是无机阻燃剂的主要品种。溴系阻燃剂具有阻燃效果最好、高性价比和优异的回收性能等特点，是世界上消费量最大的阻燃剂。世界溴系阻燃剂的年消费量在 30 万吨左右，在阻燃剂中所占比例达 20% 以上。全球电子电器产品所用的阻燃剂约有 80% 左右为溴系阻燃剂。

图表 42：阻燃剂的分类



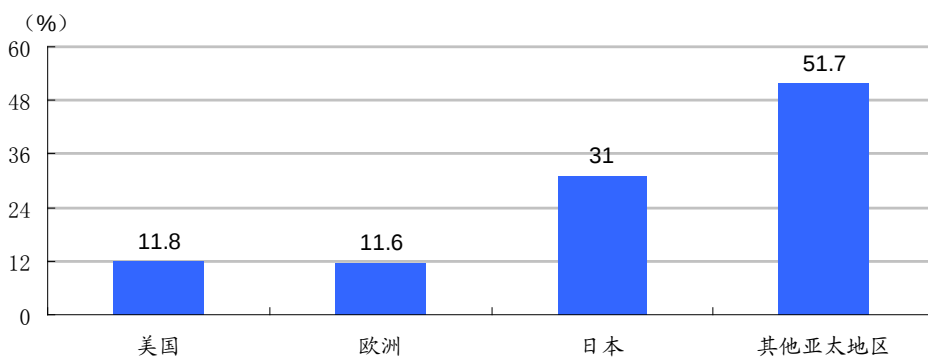
数据来源：华融证券研究部

图表 43：各类阻燃剂的特性分析

	有机卤系	有机非卤系	无机系
主要产品	十溴二苯醚、四溴双酚 A	TCPP、BDP	氢氧化铝、氢氧化镁
阻燃效率	最高	高	低
价格	适中	适中	较低
环保性	产生有毒、腐蚀性气体	低毒、低腐蚀、抑烟效果好	低毒、低腐蚀、抑烟效果好
主要缺点	燃烧烟雾大、放出有毒腐蚀性气体，如二 英	挥发性大，热稳定性差	相容性差、添加量大、影响材料的物理机械性能
应用领域	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：招股说明书、华融证券研究部

图表 44：各国家地区消费的溴系阻燃剂在阻燃剂总消费量中的占比



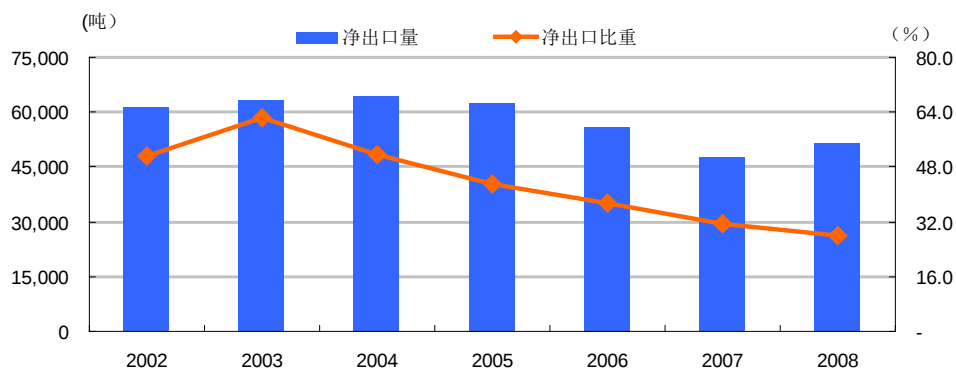
数据来源：Wind，华融证券研究部

溴系阻燃剂作为阻燃剂领域最重要的产品系列，短期仍不可替代。虽然溴系阻燃剂在环保上存在缺陷，燃烧时会产生有害致癌物质和大量有害烟雾，但由于其阻燃效果好，对阻燃高分子材料性能影响小，性价比高从而得以广泛应用。而且，

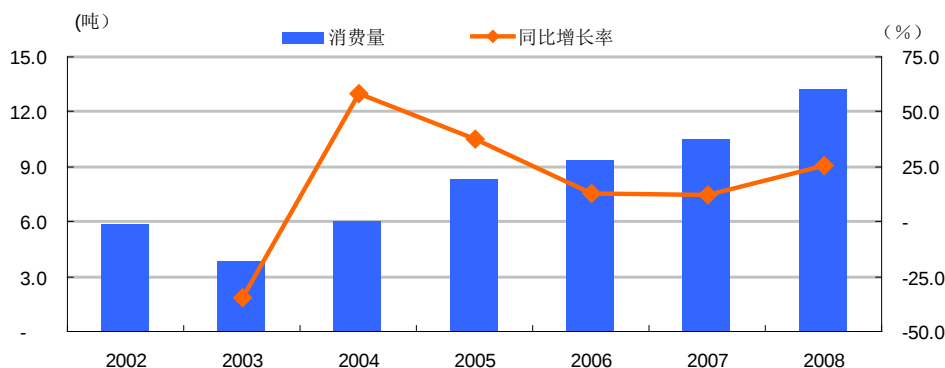
作为溴系阻燃剂中最常用的十溴二苯醚 (DBDPO)，经过欧盟专家委员会对其进行历时 10 年的科学风险评估得出结论，确认 DBDPO 对环境和人体健康无害，无需限制其使用。虽然国际上的绿色环保机构仍积极推行“无 / 低卤素”行动，反对使用溴系阻燃剂，但溴系阻燃剂生产商会已完成多项研究报告，认定含溴系阻燃剂的高聚物在燃烧产生的总发烟量中的有毒成分只是无机阻燃剂高聚物的三分之一。据此，有关专家认为十溴二苯醚在十年内不会受到约束使用。

阻燃剂需求增长拉动我国锑消费增长。随着我国加入 WTO，出口产品对阻燃性能要求更加严格，特别是各种塑料制品，必须达到国际上认可的难燃标准。同时，公安部制定《公共场所阻燃制品燃烧性能要求及标示》，自 2008 年 7 月 1 日起，凡涉及在公共场所使用的阻燃建筑制品、阻燃织物、阻燃塑料/橡胶、阻燃泡沫塑料、阻燃家具及组建和阻燃电线电缆等 6 类产品必须符合该标准要求。在国家法规强制要求落实和火灾沉重教训等影响下，我国阻燃剂需求呈长期增长态势。氧化锑作为溴系阻燃剂的协效剂，消费量也随着阻燃剂需求量的增长持续稳步增强。一方面溴系阻燃剂需求增长大幅拉动我国锑消费量的增长；另一方面作为目前锑消费的第二大领域—蓄电池的消费量并没有明显下降。虽然，近年来车用蓄电池的锑消耗量有所下降，但由于我国机动车保有量和产量的飞速发展，锑在蓄电池上的消费总量并没有发生大的变化。目前我国已成为世界第一大锑消费国，精锑出口比重逐渐减少。2008 年，我国精锑的表观消费量为 13.2 万吨，2002-2008 年间的年均复合增长率为 14.6%。

图表 45：我国锑的净出口比重逐渐减少



数据来源：Wind，华融证券研究部

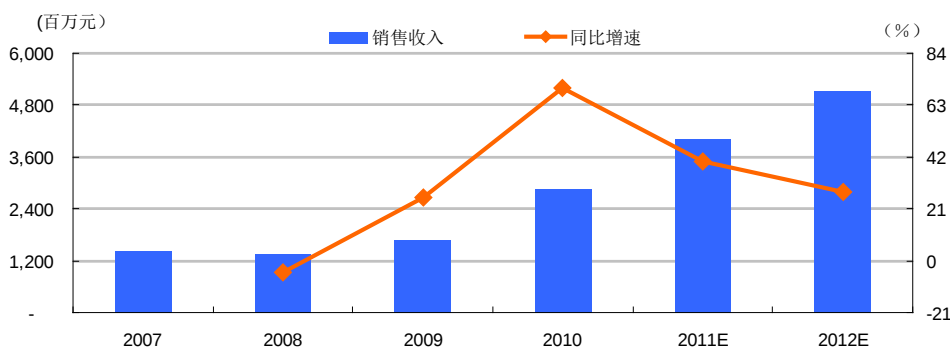
图表 46：我国铋的表观消费量和增长率


数据来源：Wind，华融证券研究部

4. 盈利预测

4.1 销售收入预测

根据我们对公司的黄金、铋和钨产品的销量和平均销售价格的假设，我们预测公司 2011-2012 年销售收入分别为 40.1 亿元和 51.4 亿元，分别同比增长 40.2% 和 28.1%。2007-2012 年，公司销售收入的年均复合增长率为 29.6%，其中铋品收入的年均复合增长率最高，为 33.0%，黄金和钨品收入的年均复合增长率则分别为 31.6% 和 15.2%。

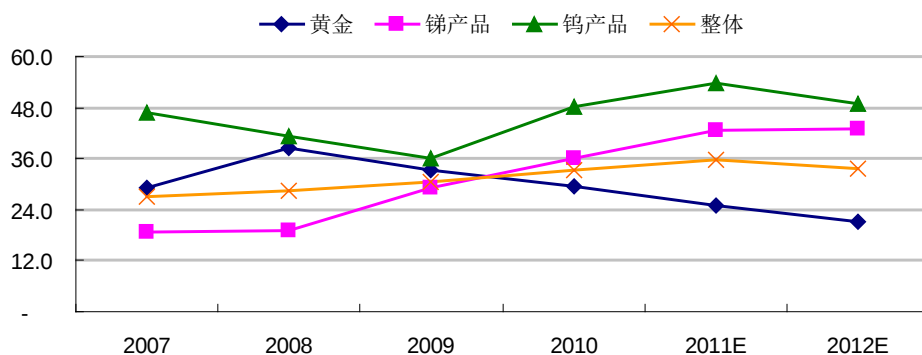
图表 47：公司销售收入及同比增速 (2007-2012E)


数据来源：公司公告，华融证券研究部

4.2 净利润预测

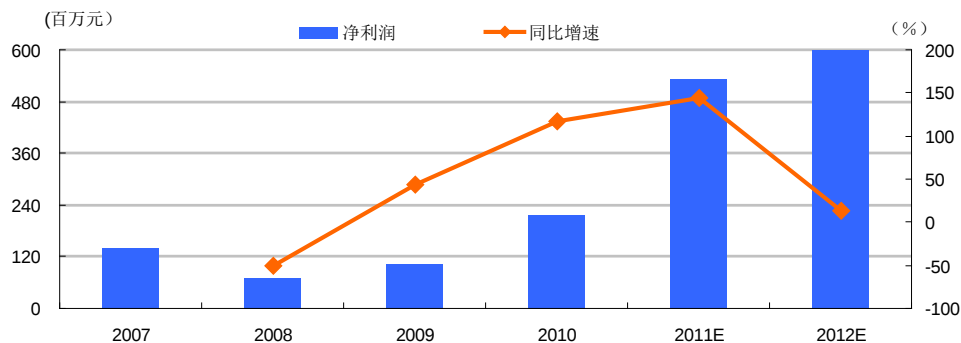
根据我们对公司自产矿产品产量和产品单位成本的假设，我们预测 2011 和 2012 年公司毛利率分别为 35.8% 和 33.8%。2011 和 2012 年归属母公司净利润分别为 5.3 亿元和 6.0 亿元。2007-2012 年归属母公司净利润的年均复合增长率为 33.6%。

图表 48：公司分产品毛利率变动情况（2007-2012E）



数据来源：公司公告，华融证券研究部

图表 49：公司净利润及同比增速（2007-2012E）



数据来源：公司公告，华融证券研究部

附录：财务预测表

资产负债表				
单位：百万元				
	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	896	1324	1791	2052
现金	316	654	641	633
应收账款	51	75	112	144
其它应收款	103	73	195	231
预付账款	52	66	119	141
存货	301	306	588	697
其他	73	150	136	206
非流动资产	1847	1816	2173	2494
长期投资	6	23	6	6
固定资产	1062	1076	1273	1477
无形资产	408	331	497	588
其他	371	386	397	423
资产总计	2742	3140	3964	4546
流动负债	784	997	1465	1640
短期借款	595	60	1070	1175
应付账款	86	56	137	152
其他流动负债	103	881	258	313
非流动负债	47	97	91	88
长期借款	0	50	47	42
其他	47	47	44	46
负债合计	832	1094	1556	1728
少数股东权益	75	46	54	63
股本	547	547	547	547
资本公积金	1041	1038	1038	1038
留存收益	243	412	769	1169
归属母公司股东权益	1836	1999	2355	2754
负债和股东权益	2742	3140	3965	4546

现金流量表				
单位：百万元				
	2009	2010	2011E	2012E
净利润	96	191	519	585
折旧摊销	154	189	140	163
投资损失	22	2	0	0
营运资金变动	-159	-31	-232	-127
其它	-3	165	11	11
投资活动现金流	-470	-319	0644	-626
资本支出	-343	-356	-558	-566
资产处置净收益	6	0	0	0
其他	-133	37	-86	-61
筹资活动现金流	65	110	144	-76
发行股票	0	0	0	0
债务变化	150	185	300	100
股息支出	-85	-80	-156	-176
其他	0	6	0	0
现金净增加额	-266	338	-13	-9

数据来源：Wind、华融证券研究部

利润表				
单位：百万元				
	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1692	2879	4011	5137
营业成本	1180	1922	2554	3381
营业税金及附加	16	26	21	21
营业费用	19	22	31	39
管理费用	253	386	538	689
财务费用	26	31	49	61
资产减值损失	18	162	90	126
公允价值变动收益	-5	0	-2	-1
投资净收益	-22	-2	-12	-7
营业利润	153	329	715	812
营业外收入	11	9	10	10
营业外支出	15	50	32	41
利润总额	150	288	693	780
所得税	54	97	173	195
净利润	96	191	519	585
少数股东损益	-5	-27	-12	-15
归属母公司净利润	101	218	531	600
EBITDA	333	548	904	1035
EPS（元）	0.18	0.40	0.97	1.10

主要财务比率				
	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1692	2879	4011	5137
营业利润	153	329	715	812
归属母公司净利润	101	218	531	600
获利能力（%）				
毛利率	29.3	32.3	35.8	33.8
净利率	5.9	7.6	13.2	11.7
ROE	5.4	11.4	26.0	24.9
偿债能力（%）				
资产负债率	27.9	30.3	34.8	39.2
流动比率	77.1	48.5	72.9	82.4
速动比率	53.8	32.2	56.1	55.4
营运能力				
总资产周转率（%）	61.7	91.7	101.2	113.0
应收帐款周转率	45.4	56.1	53.5	46.0
应付帐款周转率	9.7	22.3	45.6	24.7
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.40	0.97	1.10
每股净资产	3.5	3.7	4.4	5.2
每股经营现金	0.26	1.00	0.89	1.27
估值比率				
P/E	221	102	42	37
P/B	11.6	10.9	9.2	7.9

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn