

(1+4) 热连轧的魔力

——新股定价报告

报告关键点:

- 中国铝板带箔市场总量增长迅速, 结构显著优化, 产能扩张和整合将成趋势;
- 公司拥有自主研发的 (1+4) 热连轧生产线, 占据技术、成本和规模三重优势;
- 建议询价区间为 17.17 元-20.39 元。

报告摘要:

- 明泰铝业是国内领先的综合型铝板带箔加工企业, 是国内甚至全球铝轧制行业龙头企业之一。公司拥有国内唯一一条自主研发、处于国际领先地位的 (1+4) 热连轧生产线, 主要从事铝板带箔产品的生产和销售。2010 年完成铝轧制材产量居全国第二位, 其中印刷铝版基等产品国内市场份额第一。
- 铝板带箔市场总量迅速增长, 结构显著优化, 产能扩张和整合将成趋势。铝板带箔是一种消费铝材, 中国经济转型和消费升级的趋势将推动铝板带箔需求总量快速增长, 结构显著优化。国内铝板带箔行业的增长将面临产能瓶颈, 且行业集中度偏低, 产能扩张和整合将渐成趋势。而公司一直以来的业绩增长双引擎, 即产能扩张和产品结构优化恰好顺应了行业发展趋势, 有望受益。
- (1+4) 热连轧生产线的魔力巨大, 为公司带来技术、成本、产能三重优势。技术优势方面, 公司自主研发的 (1+4) 热连轧生产线代表着当今国际铝加工行业的先进工艺, 国内尚没有其他企业掌握全部关键技术。公司凭借其生产能力强、工艺稳定、生产效率高、产品品质好、板形优良等技术优势, 迅速抢占高端铝板带箔市场。成本优势方面, 该生产线具有投资少、折旧成本低和已折旧年限长的优势, 在资金密集型的铝加工行业中构筑了很高的竞争壁垒。产能优势方面, 铝板带箔加工属于典型的资金密集型行业, 具有明显的规模经济特征; 考虑到目前国内铝板带箔行业企业多、产能小, 公司的规模经济效应将显著提升其在行业中的竞争力。
- 作为电解铝第一大省河南省的铝加工龙头, 公司有望受益于政策扶持和产业集群效应。公司可依托当地铝加工产业链体系降低原材料和人力资源成本, 提高研发和市场拓展能力, 并积极进行产能扩张和整合。尤其是可获得稳定、低廉和便捷的铝锭供应。
- 募投项目扩大产能, 并优化产品结构, 提升盈利能力。预计投产后将使公司 (1+4) 热连轧生产线产能增加 10 万吨, 达到 45 万吨, 主要增加 CTP 版基、阴极箔和阳极箔等高端应用的产能, 预计将提升公司盈利能力。我们预计公司未来三年净利润的年均复合增长率为 38.2%。我们认为公司合理股价为 20.2 元 ~ 23.99 元, 相当于 2011 年 22.1x ~ 26.3x 的动态市盈率。
- 风险提示: (1) 铝板带箔市场竞争加剧, 毛利率下滑; (2) 铝锭价格大幅波动, 将直接影响公司直接成本, 并引起下游铝加工产品价格波动, 导致毛利率下降; (3) 出口约占公司销售收入的 27%, 人民币升值以及公司主要出口国美、韩、日等的需求不振将影响出口。

建议询价区间:

17.17 - 20.39 元

上市首日定价区间:

20.20 - 23.99 元

报告日期: 2011-09-02

发行数据

总股本(万股)	34,100
发行数量(万股)	6,000
网下发行(万股)	1,200
网上发行(万股)	4,800
保荐机构	
发行日期	2011-09-07
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

马廷义	31.06%
马廷耀	13.00%
雷敬国	11.55%
王占标	9.57%
化新民	6.40%
马跃平	6.40%
李可伟	6.09%
张卫冬	2.61%
郑州百瑞创新资本创业投资有限	1.47%
公司	

衡昆

 010-66581658
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

报告联系人

齐丁

 010-66581768
 qiding@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,290	4,990	7,309	7,979	8,686
Growth(%)	-20.7%	51.7%	46.5%	9.2%	8.9%
净利润	142	241	366	425	635
Growth(%)	326.4%	69.6%	52.1%	16.0%	49.4%
毛利率(%)	9.7%	10.1%	10.4%	10.7%	13.4%
净利润率(%)	4.3%	4.8%	5.0%	5.3%	7.3%
每股收益(元)	0.42	0.71	0.91	1.06	1.58
每股净资产(元)	2.78	3.41	5.30	5.95	6.90
净资产收益率(%)	15.7%	21.4%	18.6%	19.3%	24.8%
ROIC(%)	37.7%	34.5%	31.3%	18.5%	27.6%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司主营业务及创始人背景

明泰铝业是国内领先的综合型铝板带箔加工巨头，近年来一直位居中国铝板带箔行业前三名。公司不仅是国内铝轧制行业的龙头企业之一，在全球铝轧制行业也占有重要的地位，2006年时公司产能就已位居全球铝板带箔行业第23位。公司主要从事铝板带箔产品的生产和销售业务，主要产品包括印刷铝版基（CTP 版基、PS 版基）、合金板类、复合铝板带箔（钎焊料）、电子箔、包装箔及其他铝板带箔材等。产品广泛用于印刷制版、电子家电、电力设施、建筑装饰、交通运输、食品和医药包装、汽车制造等领域，产量超过28 万吨/年。目前公司拥有热轧和铸轧坯料产能45万吨，冷轧产能35万吨，2010年完成铝轧制材产量名列全国第二位，其中印刷铝版基等产品在国内市场份额第一。

公司前身为河南明泰铝业有限公司，成立于1997年4月18日。2007年5月20日，河南明泰召开股东大会，审议通过了整体变更设立股份公司的议案。公司以截至2007年3月31日经审计的账面净资产 51,667.55万元（母公司报表数据），按 1.64024:1的折股比例折为31,500万股股份，整体变更设立股份公司。

本公司控股股东及实际控制人为马廷义先生，持有公司 10,591.68 万股股份，占本次发行前后公司总股本的 31.06%和 26.41%。马廷义先生，1956 年出生，1997 年至 2007 年，任明泰铝箔和河南明泰董事长兼总经理；2007 年至今任明泰铝业董事长兼总经理。郑州市企业联合会、郑州市企业家协会副会长，中国国际商会郑州商会副会长。2005 年 1 月和 2009 年 5 月两次被中共河南省委、河南省政府评为“河南省优秀民营企业企业家”。

表 1 明泰铝业 IPO 前后股本结构情况

序号	股东姓名或名称	公司任职情况	发行前		发行后	
			数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
1	马廷义	董事长/总经理	10,591.68	31.06	10,591.68	26.41
2	马廷耀	董事	4,433.64	13	4,433.64	11.06
3	雷敬国	董事	3,937.68	11.55	3,937.68	9.82
4	王占标	监事	3,262.48	9.57	3,262.48	8.14
5	化新民	董事	2,184.04	6.4	2,184.04	5.45
6	马跃平	监事会主席	2,184.04	6.4	2,184.04	5.45
7	李可伟	-	2,076.44	6.09	2,076.44	5.18
8	其他 75 位自然人	-	4,030.00	11.82	4,030.00	10.05
9	郑州百瑞创新资本创业投资有限公司	战略投资者	500.00	1.47	500.00	1.25
10	上海恒锐创业投资有限公司	战略投资者	500.00	1.47	500.00	1.25
11	江苏埃里克斯投资有限公司	战略投资者	400.00	1.17	400.00	1.00
	本次拟发行流通股	-	-	-	6,000.00	14.96
	合计		34,100.00	100	40,100.00	100

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2. 行业发展前景

2.1. 铝板带箔的需求：总量迅速增长，结构显著优化

铝板带箔是一种消费铝材，中国经济转型和消费升级的趋势将推动铝板带箔需求总量快速增长，结构显著优化。

国内铝板带箔消费总量迅速增长，拥有巨大增长空间。2000-2010年，中国铝板带、铝箔消费年均复合增长率分别达到25.2%和19.2%，远高于全球平均增速。2008年，中国铝板带、铝箔人均消费量分别仅为欧美国家的1/5和2/3，考虑到中国巨大的人口基数和经济由投资驱动转向消费驱动的趋势，中国铝板带箔消费总量仍有巨大的增长空间。

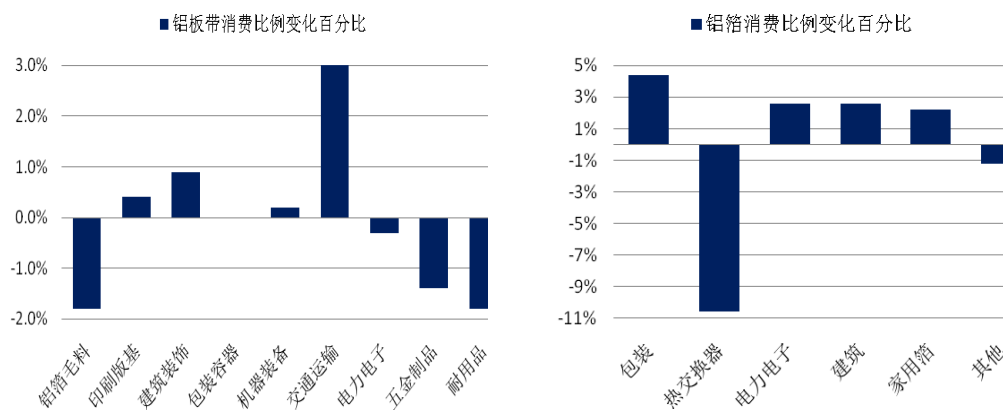
图 1： 2000-2010 年中国铝板带箔的消费需求迅速增长



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

国内铝板带箔消费结构显著优化，高端应用比例上升。随着铝轧制技术装备水平的提高和下游产业消费材料的升级，交通运输、印刷版基和包装容器等高端应用在铝板带应用领域中的占比逐渐上升，包装业、电力电子和建筑装饰在铝箔应用领域中的占比也显著提高。

图 2： 2001-2010 年中国铝板带箔消费结构变化百分比



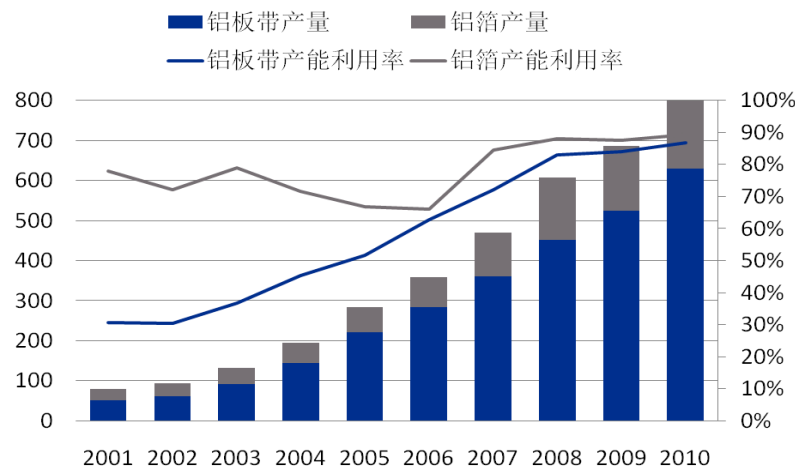
数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2.2. 铝板带箔的供给：未来国内产能的扩张和整合将成为趋势

国内铝板带箔的产能扩张将成为趋势。过去十年中，国内铝板带箔产量年复合增长率达到29.49%，高于产能年复合增长率18.34%的水平，从而使得产能利用率逐年上升，截至2010年已接近90%。考虑到未来铝板带箔需求的巨大增长空间，铝板带箔的产能渐成瓶颈，我们预计未来供给的增长将更多依赖于国内铝板带箔产能的投建。

图 3：中国铝板带箔产量及产能利用率高速增长

国内铝板带箔产量和产能利用率高速增长，产能渐成瓶颈

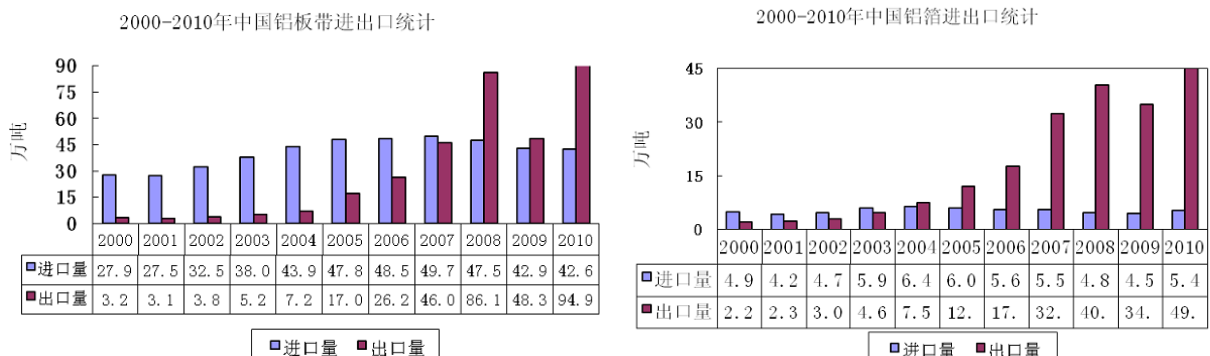


数据来源：尚轻时代、安信证券研究中心

国内铝板带箔企业的产能有待整合。2010年底，中国铝板带和铝箔的总体产能分别占全球的27%和37%，均居全球首位，但产能结构却不尽人意，呈现出行业集中度低、小企业散乱竞争的局面。与全球平均水平相比，国内铝板带箔企业的生产规模明显偏小，2010年中国240家铝板带企业平均产能为2.63万吨，而2006年全球454家铝板带企业平均产能就已达4.4万吨；同样，2010年中国143家铝箔企业平均产能仅为1.33万吨，而2006年全球258家铝箔企业平均产能也已达1.56万吨。铝板带箔加工属于典型的资金密集型行业，具有明显的规模经济特征，鉴于目前的行业结构，我们判断未来铝板带箔行业的整合将不可避免，规模化将成为铝加工企业发展的必然趋势。

铝板带箔净出口逐年增长，中国有望成为世界宽幅铝箔生产基地。随着我国铝板带箔产量的大幅增加，我国铝板带箔的出口量逐年增加，进口量逐渐减少。我国分别在2004年和2008年开始成为铝箔和铝板带的净出口国，并随着国际贸易环境的改善和市场适应性的提高，净出口量逐年上升。我们预计未来中国有望成为世界宽幅铝箔生产基地。

图 4： 2001-2010 年中国铝板带箔净出口逐年增长



数据来源：招股意向书、中国海关

3. 公司盈利模式与竞争优势

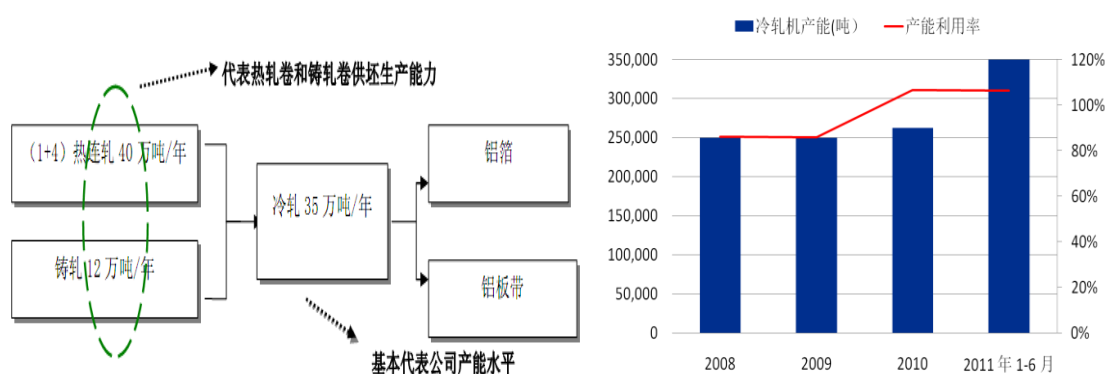
3.1. 公司盈利模式

公司通过对外采购铝锭，生产成铝轧制品对外销售，赚取加工费。采购方面，公司与具有一定规模和经济实力的铝锭供应商签订长期采购协议，并采用“以销定产、以产定购”方式，根据客户订单及生产经营计划采用持续分批量的形式向供应商采购。生产方面，采取“以销定产”方式，在与客户签订长期合作协议的基础上，依据客户订单组织生产，针对通用半成品、常用产品或热轧坯料，采用大批量生产方式，对于客户个性化要求的订单，采用多品种、小批量的生产方式。销售方面，公司针对生产企业和铝材经销商进行销售，采取“铝锭价格+加工费”定价原则，加工费由公司设定底线，并视产品性能和市场供求等因素确定最终水平。

公司业绩增长的主要依靠：（1）以产能和产能利用率持续扩张为基础扩大规模，开拓更多的客户资源；（2）产品结构的持续改善，增加高端铝板带箔的应用占比，提高综合毛利率水平。

从图5可以看出，公司产能近三年来持续扩张，从08年的25万吨提高到11年上半年的35万吨，产能利用率则由86%提高到了当前的106.45%。产能的扩张主要是通过不断地投产新生产线来完成，而产能利用率的提高则是通过委托加工、生产线技术升级增加生产效率来实现。

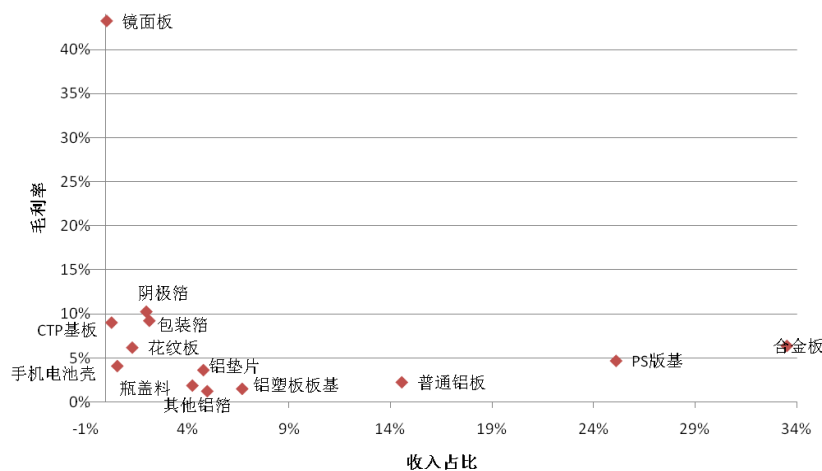
图 5： 公司产能持续扩张，产能利用率已超过 100%



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

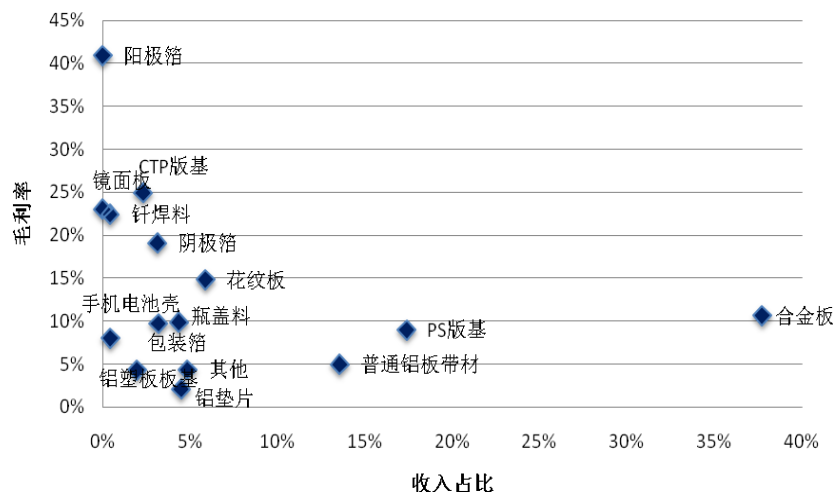
从图6和图7可以看出，从08年到11年上半年，毛利率高于10%的产品种类增多，相应的收入总占比也明显提高。例如，在印刷版基业务方面，公司将毛利率较低的PS版基的收入占比由25.1%降至17.4%，而将毛利率较高的CTP版基的收入占比由0.26%升至2.33%。公司通过积极的产品结构调整使公司综合毛利率从08年的5%提升到11年的10.1%。

图 6：明泰铝业铝板带箔分产品“收入占比-毛利率”分布（2008 年）



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 7：明泰铝业铝板带箔分产品“收入占比-毛利率”分布（2010 年上半年）



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3.2. 公司的竞争优势

3.2.1. (1+4) 热连轧生产线 = 技术优势+成本优势+产能优势

3.2.1.1. 技术优势

公司自行研发投建的（1+4）热连轧生产线代表着当今国际铝加工行业的先进工艺，目前全球已建成投产的（1+4）热连轧生产线仅有11条，其中中国拥有3条，公司就拥有其中一条。目前除明泰铝业之外，国内尚没有其他企业掌握全部关键技术，另外两条生产线系南山铝业、西南铝业分别从日本和英国引进的，投资额巨大且不掌握核心技术。公司凭借其生产能力大、工艺稳定、生产效率高、产品品质好、板形优良等优势，迅速抢占高端铝板带箔市场，并实现了高精铝板带箔的量产，使公司在CTP版基、电子箔等高精铝板带材市场的占有率明显提升。从2003年投产至今，公司一直不断对该生产线进行改良和优化，使得其工艺日趋稳定，生产效率和产能有大幅度提升，进一步巩固了公司在技术和研发能力上的优势。

3.2.1.2. 成本优势

公司的（1+4）热连轧生产线具有投入成本少、折旧成本低的优势。该条生产线在2001年自主研发投建时，建造过程未对外支付设计、安装、调试费等费用，成本较低，总投入仅约3亿元，而从国外引进则需要资金10亿元以上。同时，公司又不失时机地在2001年钢铁企业大重组时期以低廉的清算价购得生产线相关设备，进一步降低了生产线投建成本。这就使得公司在日后的营运中获得了低折旧成本的优势。对比表2中三条生产线的产能及投资规模，假设三条生产线折旧年限均为10年，公司每吨年折旧成本仅为200元，而西南铝业和南山铝业分别为400元/吨年和667元/吨年，折旧成本优势明显，再加上公司早在2002年就已经投产，折旧年限方面也有很大的优势。由此，大规模的一次性资本投入和折旧摊销形成了国内同类生产线推广的极大障碍，也构筑了公司核心竞争力的壁垒。

表 2：中国（1+4）热连轧生产线对比

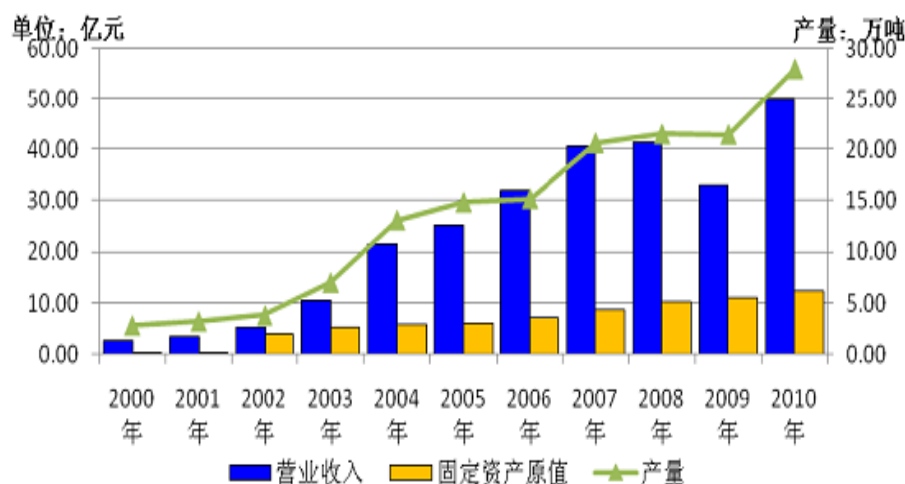
公司名称	投产时间	固定资产投资规模	产能	单吨产能投资额	主要产品
明泰铝业	2002 年	约 3 亿元	15 万吨/年	0.2 万元	PS 版基、合金板
西南铝业	2005 年	约 10 亿元	25 万吨/年	0.4 万元	光盘板、高档装饰板、箔坯、罐板、高档 PS 版基
南山铝业	2007 年	约 30 亿元	45 万吨/年	0.67 万元	光盘板、高档装饰板、箔坯、罐板

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3.2.1.3. 产能优势

（1+4）热连轧生产线投产之后，公司还不断进行技术改造，提升整条生产线技术水平和生产效率。从2002年到2010年，该生产线的产能获得大幅增长，产能从建成时的15万吨/年增加到了目前的40万吨/年，产量从3.8万吨增长到28万吨，营业收入保持32.17%的年均复合增长率。按产量统计，公司在国内铝加工企业中的行业地位也由2002年的第11位，迅速在2005年跃升为第三位，并一直保持国内前三甲的地位。由于铝板带箔加工属于典型的资金密集型行业，具有明显的规模经济特征，考虑到国内铝板带箔行业企业多、产能小，公司自身产能优势的释放所获得的规模经济效益将提升公司在国内同行业的竞争力。

图 8：（1+4）热连轧生产线帮助公司实现产量和营业收入的大幅提升



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3.2.2. 河南省铝加工产业的产业集群效应

3.2.2.1. 政策优势和产业集群优势

河南省铝资源丰富，是我国电解铝生产第一大省。铝工业是河南省重点扶持的支柱产业，具有良好的政策环境。河南省十二五规划明确提出 2010 年河南省铝加工产能达到 280 万吨以上，建成具有国际竞争力的铝工业基地，并重点发展箔材、PS 版基等铝精深加工产品。公司作为河南省铝加工产业集群的龙头，将获得较大的政策扶持，并逐渐依托河南省铝加工产业链体系降低原材料成本和人力资源成本，提高研发和市场拓展能力，并积极进行产能扩张和整合。

3.2.2.2. 上游铝锭供应优势

铝锭是公司最主要的原材料，采购成本占公司生产成本的 85% 左右，降低铝锭采购成本、保证铝锭的稳定供应至关重要。而公司所在的河南省发展铝工业的天然优势以及产业集群效应为公司铝锭原材料的获取提高了良好保证。河南多年来一直是全国铝锭产量最高的省份，每年产量约占国内总产量的 1/4，在公司 200 公里范围内，铝锭供应是更在 10 家以上，年产能超过 300 万吨。优越的地理位置不仅减少了铝锭采购的运输费用，而且为公司采取按日持续批量采购铝锭创造了便利，确保了公司对铝锭的可得性。

4. 公司募投项目分析

公司募投项目计划发行不超过 6000 万股，募集 7 亿投资铝板带箔生产线技术改造项目，将使公司产能增加 10 万吨，达到年产能 45 万吨。建设期为 1.5 年，预计投产后第三年达到设计生产规模。

结合图 7 和表 3 可以看出，募投项目主要是对公司现有产品生产能力的提升和产品结构调整。首先，增加毛利率处于中档的合金板的产能，继续扩大公司在铝板材市场的占有率；第二，增加阴极箔、阳极箔等毛利率较高的铝箔产能，进一步优化产品结构。尤其值得关注的是，募投项目还将新增 CTP 版基产能 5 万吨，预计建成后将会使公司的 CTP 产能达到 6 万吨，而 PS 版基的产能将逐步压缩至 3 万吨以下，使公司由 PS 版基巨头向高端应用 CTP 版基巨头转型，这将较大程度地优化公司产品结构，提高公司的综合毛利率。

表 3：募投项目情况表

项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	备案号
铝板带箔生产线技术改造项目	70,290	70,290	豫郑巩市工[2010]00174

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

表 4：募投新增产能情况

产品名称	铝板材	铝带材			铝箔					合计
	合金板	CTP 版基（结构调整）	CTP 版基（产品升级）	复合带	复合箔	阴极箔	阳极箔	药用铝箔	家用铝箔	
年产能（吨）	20,000	30,000	20,000	5,000	5,000	4,000	6,000	4,000	6,000	100,000

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

5. 公司盈利预测及估值

我们对公司 2011-2013 年盈利做如下假设：

- (1) 募投项目 CTP 版基生产线 2013 年达产 70%；
- (2) 保持目前的盈利模式不变；

根据上述假设，我们预计公司 2011-2013 年收入同比增速分别为 46.5%、9.2%、8.9%；净利润同比增速为 52.1%、16.0%和 49.4%，按 IPO 后总股本 4.01 亿股全面摊薄后的 EPS 为 0.91 元、1.06 元和 1.58 元；即未来三年公司净利润的年均复合增长率为 38.2%。

我们选取 A 股市场铝加工板块中的栋梁新材、鲁丰股份、利源铝业、亚太科技、闽发铝业、南山铝业、东阳光铝和新疆众和作参照系，参考其市场估值情况，给予公司 2011~2013 年的 P/E 水平分别为 26.3x、19.1x、14.9x，认为公司合理股价为 20.20~23.99 元；建议询价区间为 17.17~20.39 元（市场平均 P/E 给予 85%折扣）。

表 5：A 股主要铝加工上市公司估值比较

公司名称	代码	股价 8 月 31 日	EPS (元)				P/E (x)			
			2010 年	2011E	2012E	2013E	2010 年	2011E	2012E	2013E
栋梁新材	002082	12.71	0.64	0.85	1.13	1.31	19.9	15.0	11.2	9.7
鲁丰股份	002379	12.88	0.47	0.55	0.65	0.75	27.3	23.4	19.8	17.2
利源铝业	002501	25.82	1.00	0.76	1.11	1.86	25.9	33.9	23.3	13.9
亚太科技	002540	24.40	1.01	0.69	1.07	1.35	24.2	35.3	22.9	18.1
闽发铝业	002578	14.40	0.41	0.45	0.66	0.83	35.5	31.9	21.9	17.4
南山铝业	600219	8.28	0.40	0.60	0.69	0.74	20.5	13.9	12.0	11.2
东阳光铝	600673	13.74	0.30	0.55	0.74	0.96	45.8	25.0	18.6	14.2
新疆众和	600888	25.42	0.83	0.80	1.12	1.42	30.7	31.7	22.6	17.9
平均							28.7	26.3	19.1	14.9

数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心预测

6. 主要风险因素

未来公司可能面临的风险包括：

(1) 铝板带箔市场产品竞争加剧，毛利率有所下滑；(2) 铝锭价格大幅波动，将直接影响公司的直接成本，并引起下游铝加工产品价格波动，导致公司毛利率下降；(3) 出口约占公司销售收入的 27%，人民币升值以及公司主要出口国美、韩、日等国家的需求不振将影响公司出口。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-9-1		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-20.7%	51.7%	46.5%	9.2%	8.9%
减: 营业成本	3,290	4,990	7,309	7,979	8,686	营业利润增长率	390.9%	87.4%	54.2%	16.2%	49.8%
营业税费	3	5	4	4	4	净利润增长率	326.4%	69.6%	52.1%	16.0%	49.4%
销售费用	54	71	95	104	113	EBITDA 增长率	78.5%	57.9%	38.4%	13.0%	41.4%
管理费用	54	64	99	108	117	EBIT 增长率	140.4%	82.2%	49.1%	14.1%	47.0%
财务费用	26	38	40	35	35	NOPLAT 增长率	122.4%	65.2%	40.9%	14.0%	46.7%
资产减值损失	20	2	18	20	20	投资资本增长率	80.5%	55.5%	93.0%	-1.6%	14.8%
加: 公允价值变动收益	2	-2	-	-	-	净资产增长率	39.1%	23.2%	72.2%	12.1%	16.1%
投资和汇兑收益	9	4	-	-	-						
营业利润	174	326	502	584	875	利润率					
加: 营业外净收支	6	1	5	5	5	毛利率	9.7%	10.1%	10.4%	10.7%	13.4%
利润总额	180	327	507	589	880	营业利润率	5.3%	6.5%	6.9%	7.3%	10.1%
减: 所得税	23	63	112	130	194	净利润率	4.3%	4.8%	5.0%	5.3%	7.3%
净利润	142	241	366	425	635	EBITDA/营业收入	9.0%	9.4%	8.9%	9.2%	11.9%
资产负债表						EBIT/营业收入	6.1%	7.3%	7.4%	7.8%	10.5%
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	548	349	904	519	699	固定资产周转天数	67	45	32	30	28
应收账款	5	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-2	27	58	74	66
应收票据	285	345	585	638	695	流动资产周转天数	150	115	107	115	107
预付款项	56	183	100	100	100	应收账款周转天数	23	22	23	28	28
存货	93	174	131	142	150	存货周转天数	42	41	38	43	42
其他流动资产	503	646	917	997	1,053	总资产周转天数	228	170	148	159	156
可供出售金融资产	-	0	25	25	25	投资资本周转天数	74	81	98	118	115
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	15.7%	21.4%	18.6%	19.3%	24.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	10.6%	11.3%	13.0%	17.2%
固定资产	612	643	660	684	650	ROIC	37.7%	34.5%	31.3%	18.5%	27.6%
在建工程	39	77	120	350	550	费用率					
无形资产	55	53	52	51	50	销售费用率	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	17	18	15	15	15	管理费用率	1.7%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
资产总额	2,212	2,488	3,509	3,522	3,987	财务费用率	0.8%	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%
短期债务	426	475	500	200	200	三费/营业收入	4.1%	3.5%	3.2%	3.1%	3.1%
应付账款	165	157	151	162	170	偿债能力					
应付票据	533	540	500	500	500	资产负债率	54.7%	50.4%	39.4%	32.3%	30.6%
其他流动负债	69	70	138	148	158	负债权益比	120.7%	101.4%	65.0%	47.7%	44.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.25	1.37	1.93	2.13	2.23
其他非流动负债	17	11	-	-	-	速动比率	0.83	0.85	1.26	1.25	1.37
负债总额	1,210	1,253	1,382	1,138	1,219	利息保障倍数	7.76	9.62	13.56	17.68	25.99
少数股东权益	53	73	-	-	-	分红指标					
股本	341	341	401	401	401	DPS(元)	-	0.08	0.27	0.32	0.48
留存收益	608	821	1,726	1,984	2,367	分红比率	0.0%	11.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,002	1,235	2,127	2,385	2,768	股息收益率					
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2,009	2,010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.42	0.71	0.91	1.06	1.58
加: 折旧和摊销	157	264	366	425	635	BVPS(元)	2.78	3.41	5.30	5.95	6.90
资产减值准备	99	107	107	115	127	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	20	2	18	20	20	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-2	2	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	45	29	36	40	35	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-9	-4	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	15	24	29	34	51	CAGR(%)	43.0%	37.4%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-277	-357	-346	-124	-102	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	30	53	214	505	767	ROIC/WACC	10.1	9.2	8.3	4.9	7.4
融资活动产生现金流量	-63	-140	-175	-175	-382	REP	-	-	-	-	-
融资产生现金流量	160	-9	880	-463	-226						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2010年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034