

研究员: 刘敏达 执业证书编号: S0570510120047
☎ 025-83290904 ✉ liuminda@mail.htsc.com.cn
http://t.zhangle.com/4053

西部矿业(601168)

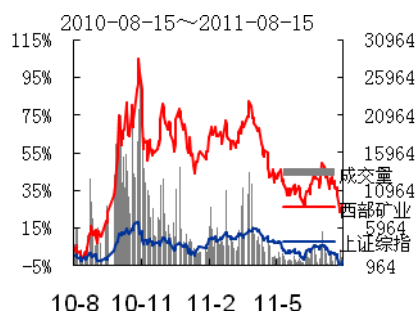
近看获各琦, 远看玉龙

投资评级: 推荐(维持)

工业金属及加工 II

当前价格(元):	12.94
目标价格(元):	15.34

股价走势图



相关研究

- 1 《西部矿业(601168):业绩符合预期, 产量短期难有提升》2011.3
- 2 《西部矿业(601168):矿产量保持稳定, 金属价格上涨推动业绩增长》2010.10
- 3 《西部矿业(601168):矿产量保持稳定, 金属价格上涨推动业绩增长》2010.10
- 4 《西部矿业(601168):业绩符合预期, 继续看好锌价》2009.10

公司基本资料

总股本(万)	238300.00
流通 A 股(万)	238300.00
52 周内股价区间(元)	11.54-23.3
总市值(亿)	308.36
总资产(亿)	249.34
每股净资产(元)	4.77

投资要点:

◆ 西部矿业是国内有色金属行业最大的多金属矿业公司之一, 位于中国西部地区青海省, 拥有丰富的铅、锌、铜金属资源。目前公司拥有锌储量 352.90 万吨、铅储量 229.63 万吨、铜储量 740.74 万吨、银 3412 吨和金 19.97 吨。公司的业务涉及矿山的采选、冶炼和贸易, 其中以矿山采选为重点。

◆ 矿产业务: 资源增长有限, 铜矿扩产是亮点。公司主要的矿产资源是铅、锌和铜。公司目前的发展战略为“小步快跑”——充分利用现有的矿产资源, 深挖潜力, 未来资源增长有限。获各琦矿开采能力持续扩建, 近期有望释放产量。玉龙铜矿乃公司未来利润增长点, 配套设施问题导致短期内难见效益。

◆ 冶炼业务: 规模小, 盈利能力弱, 对公司业绩影响不大。公司目前拥有的铝冶炼产能 11.2 万吨、铅冶炼产能 15 万吨和锌冶炼产能 7.4 万吨, 铜冶炼产能 6 万吨。与国内其他的冶炼企业相比, 规模偏小, 且盈利能力差, 处于盈亏平衡点附近, 不是公司重点发展方向。

◆ 资源注入短期难成行: 集团资产注入预期不明确, 会东铅锌矿处于资产重组改制和恢复生产阶段, 从改制方案确定到协议执行完毕, 再到启动生产尚需较长时间, 因此会东铅锌矿短期内不会注入公司。

◆ 盈利预测与投资建议: 我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59、0.61、0.74 元, 结合国内同类上市公司的估值水平, 给予公司 2011 年 26 倍市盈率, 对应合理股价 15.34 元, 给予“推荐”评级。

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	185.11	192.54	194.95	203.79
+/-%	9.62	4.01	1.25	4.53
净利润(百万)	989.43	1413	1443	1765
+/-%	62.64	42.87	2.12	22.31
EPS(元)	0.42	0.59	0.61	0.74
P/E	30.81	22	21.28	17.49

一、国内最大的多金属矿业公司之一

西部矿业是国内有色金属行业最大的多金属矿业公司之一，位于中国西部地区青海省，拥有丰富的铅、锌、铜金属资源。目前公司拥有锌储量 352.90 万吨、铅储量 229.63 万吨、铜储量 740.74 万吨、银 3412 吨和金 19.97 吨。公司的业务涉及矿山的采选、冶炼和贸易，其中以矿山采选为重点。

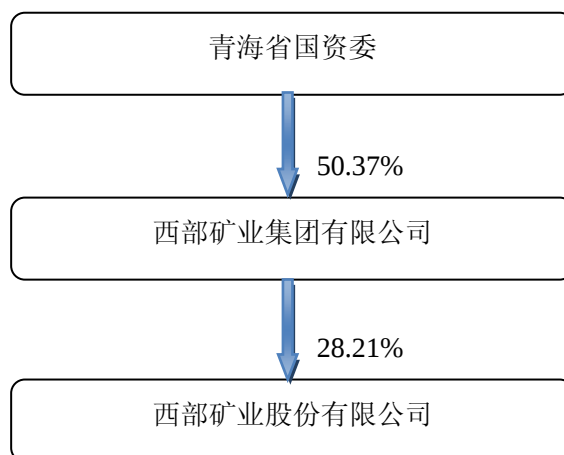
图 1：公司主要矿山及冶炼产能分布



资料来源：招股说明书

公司的大股东是西部矿业集团有限公司，持有 28.21% 的股份，实际控制人为青海省国资委。

图 2：公司控股股东与实际控制人



资料来源：公司公告

2011 年上半年公司实现营业收入 99.37 亿元，较上年同期增长 27.04%。实现归属于母公司股东的净利润 6.49 亿元，较上年同期增长 11.57%。基本每股收益为 0.27 元，较上年同期增长 12.50%。从主营业务结构上看，主要分为三部分：矿山开采、金属冶炼和有色金属贸易。矿山开采是公司主要的利润来源，毛利较高，也是公司未来重要的发展方向。冶炼业务由于规模较小且盈利能力弱，行情不好亏损时常出现，甚至导致停产现象，目前冶炼业务发展较慢。而有色金属贸易业务虽然收入规模较大，但盈利能力有限，对公司业绩影响较小。

图 3：主营收入构成（2011 上半年）

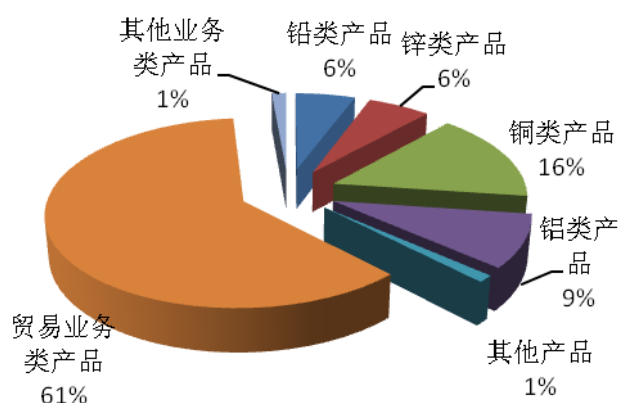
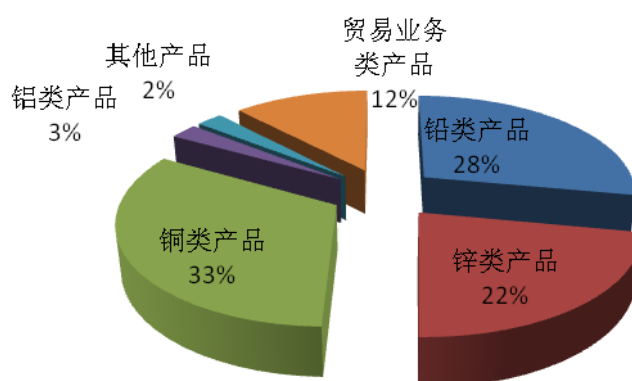


图 4：主营利润构成（2011 上半年）



资料来源：公司公告

二、资源增长小步快跑，铜矿扩产是亮点

公司未来资源战略——小步快跑

公司主要的矿产资源是铅、锌和铜。目前公司拥有锌储量 352.90 万吨、铅储量 229.64 万吨，铜储量 740.74 万吨，银 3412 吨和金 19.97 吨。公司旗下主要经营九座矿山，主要矿山为锡铁山铅锌矿、获各琦多金属矿、呷村银多金属矿、赛什塘矿和玉龙铜矿。其中锡铁山矿是我国采选量最大的铅锌矿，获各琦矿是我国第六大铜矿，赛什塘矿是青海采选能力最大的铜矿，呷村矿是四川省储量最大的银多金属矿，玉龙铜矿有望成为中国储量最大的铜矿。

公司近年来并没有大的资源扩张动作，仅有的一次增储为 07 年底用募集资金收购并增资玉龙铜矿，权益由 41% 增至 58%。在与公司高管的交流中，我们得知公司目前的发展战略为“小步快跑”——充分利用现有的矿产资源，深挖潜力。矿山资源大都掌握在大型国企或上市公司手中，如铜资源，据美国地质调查局数据，我国铜资源 2010 年的储量为 3000 万吨，但目前已上市的矿产企业手中控制的铜资源储量就达到 2518.68 吨，占全国储量 84%。上市公司铅锌储量也达到全国储量的 53%。目前公司掌握的矿产资源已经足够，且由于市场上对稀缺矿产资源争夺的激烈，收购矿山已不再经济。

表 1: 上市公司资源储量占比

金属品类	全球储量 (万吨)	中国储量 (万吨)	上市公司储量合计 (万吨)	占比
铜	63000	3000	2518.68	83.97%
铅锌	33000	5500	2898.64	52.70%

资料来源: 华泰证券研究所

锡铁山矿位于青海省, 为公司全资拥有, 是我国年采选矿量最大的铅锌矿。根据贝里多贝尔的评估, 锡铁山矿产资源储量为 3291 万吨矿石量, 其中含约 195.4 万吨锌、116.3 万吨铅、1549 吨银和 19.97 吨金。矿山铅锌平均品位为 10% 左右。近两年入选品位开始下降, 年矿石开采量也有所减少, 从 150 万吨降低至 120 万吨, 每年的铅锌精矿产量 10 万吨左右。公司锡铁山推测储量较少, 主要原因为当时的地质勘探较为粗略, 探矿密度和深度强度不高, 公司现在拥有锡铁山外围及深部等多处探矿权, 公司也一直在进行矿区周围及深部的补勘工作。2009 年在锡铁山深部探矿新增储量 75 万吨 (铅 17 万吨+锌 58 万吨)。锡铁山矿采用地下开采和浮选方法生产铅精矿、锌精矿和少量硫精矿。锡铁山的铅锌精矿部分自用, 大部分外售 (本部冶炼停产, 新建产能一直拖着)。铅精矿品位可以达到 74%, 高于一级品的品质; 锌精矿品位一般, 略低于一级品。

获各琦矿是中国铜储量排名第六的铜矿, 也是公司产能最大的运营中铜矿。根据贝里多贝尔的评估, 获各琦矿矿产资源储量为 8283 万吨矿石量。矿山是公司主要的铜精矿产出矿山, 矿山产量占本公司铜精矿总产量的比例维持在 80% 左右。获各琦矿南距巴彦淖尔市包兰铁路线上的临河火车站约 135 公里, 交通比较便利。获各琦矿与蒙古 oyu tolgoi (奥尤陶勒盖) 地理位置接近, 应属同一成矿区域, 矿区附近再次找到大铜矿的可能性较大。矿山本身的推断储量也较大, 是公司未来发展的一座重要矿山。

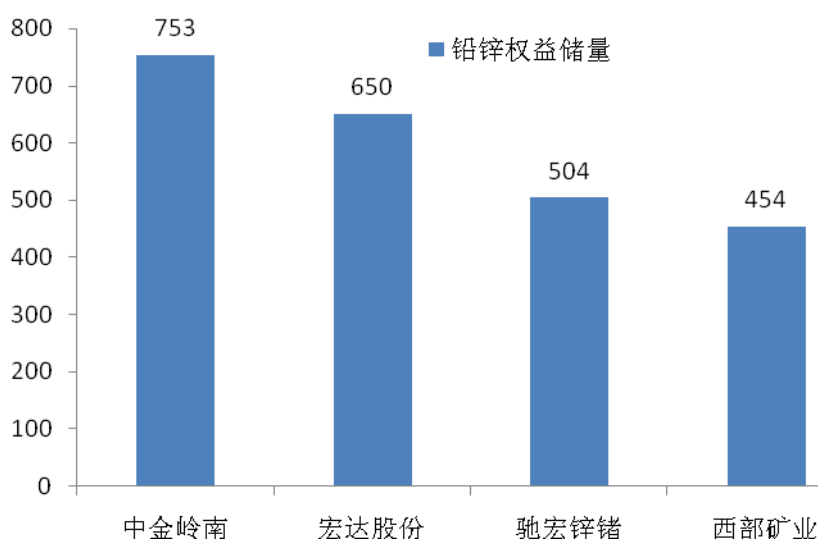
玉龙铜矿项目位于青藏高原东部山区的昌都, 矿区海拔高度一般在 4500 米-5100 米之间。玉龙铜矿于 1965 年被发现, 但由于自然环境和交通条件所限, 直至 2003 年, 中国有色金属国际工程研究院才完成第一阶段运营可行性研究, 并于 2006 年完成项目第一阶段的初步设计。根据《中国有色金属行业年鉴》(2006 年), 玉龙铜矿有潜力成为中国最大的铜矿, 而玉龙铜矿项目也是我国即将开发的最大的铜矿项目。根据贝里多贝尔的评估, 玉龙铜矿的矿产资源量含有超过 300 万吨铜金属。根据最新的《西藏自治区江达县玉龙铜矿勘探报告》, 并经国土资源部确认, 玉龙铜矿的铜资源储量达 624 万吨, 比 2007 年公布的储量 320 万吨增加近一倍。

表 2：公司主要矿山情况

主要矿山	矿石量 (万吨)	品位					金属量				
		%	%	%	克/吨	克/吨	万吨	万吨	万吨	吨	吨
		铅	锌	铜	银	金	铅	锌	铜	银	金
锡铁山矿	3291	4.34	5.99		67.4	0.87	116.3	195.4		1549	19.97
获各琦矿	8283	1.35	1.55	1.34			61.29	70.46	50.32		
赛什塘矿	4883			1.15					57.96		
呷村矿	1328	8.44	5.21	1.04	240		52.05	87.04	8.07	1863	
玉龙铜矿	42165			0.76					624		
合计							229.64	352.90	740.74	3412	19.97

资料来源：华泰证券研究所

图 5：铅锌上市公司权益储量情况



资料来源：华泰证券研究所

虽然公司的铅锌矿资源在同类上市公司并不占优势，但铜矿资源却是公司的另一资源优势。获各琦矿是中国铜储量排名第六的铜矿。玉龙铜矿有潜力成为中国最大的铜矿，经国土资源部确认玉龙铜矿的铜资源储量达 624 万吨，比 2007 年公布的储量 320 万吨增加近一倍。而玉龙铜矿项目也是我国即将开发的最大的铜矿项目。伴随着公司对铜矿资源的持续开发，未来有望成为公司的又一大利润增长点。

铜矿扩产是亮点——近看获各琦，远看玉龙

公司的利润主要来自于铅锌矿与铜矿的开采，主矿山锡铁山矿铅锌精矿产量未来将保持稳定，近两年入选品位开始下降，年矿石开采量也有所减少。公司未来的矿山业务我们更多的关注铜矿的扩产情况。

表 3：公司主要在建工程（截止 2011 年中期）

项目名称	项目金额（万元）	项目进度
获各琦多金属矿采选工程	49860	基建阶段（40%）
获各琦一号矿床采矿采选扩建工程	37696	基建收尾阶段（98%）
玉龙铜矿采选冶工程	178707	工艺完善阶段（85%）

资料来源：公司公告

◆ 获各琦矿开采能力持续扩建，近期有望释放产量

获各琦矿采矿能力在持续扩建，已经实现 200 万吨/年的采矿能力，公司计划扩到 300 万吨，目前已接近完工。选矿生产能力为 400 万吨，其中 100 万吨为铅锌的选矿，但由于伴生的铅锌矿由于原矿品位偏低，尚在进行选矿实验，并没有启动生产。按照项目进度，预计到 2011 年底竣工后，将形成 300 万吨/年的铜矿处理能力，届时矿山的铜精矿生产能力将大幅增加，2011 年产量预计为 1.9 万吨，2012 年预计为 2.7 万吨。

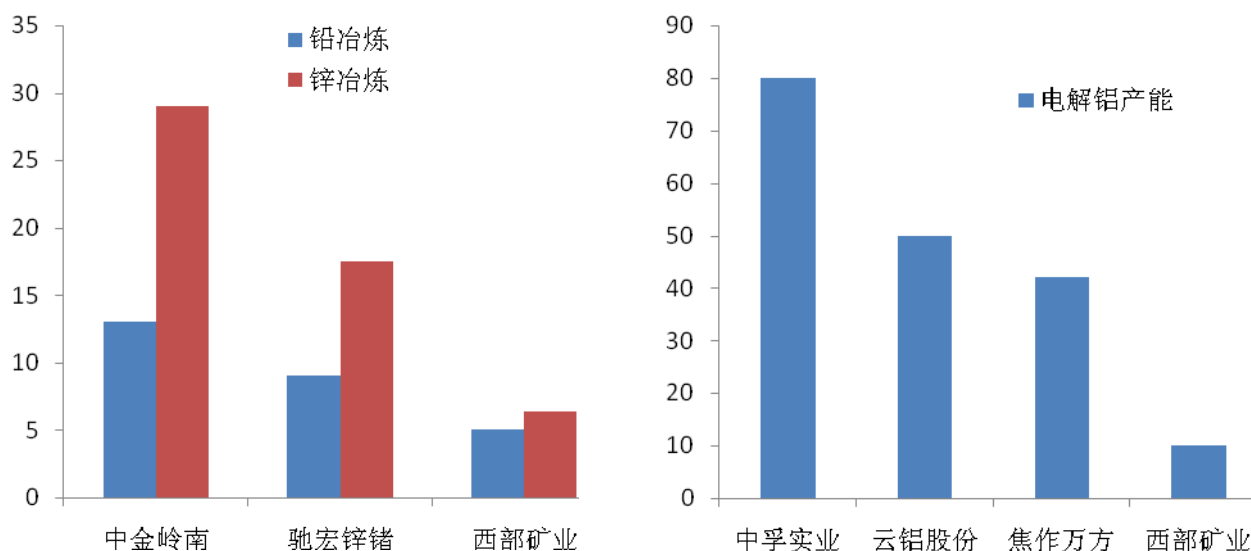
◆ 玉龙铜矿乃未来利润增长点，配套设施问题导致短期内难见效益

玉龙铜矿 2008 年底一期 1 万吨湿法铜投产，但目前的产量不大，每年大约为 3000-5000 吨。目前矿山的生产建设存在两方面的问题：技术+矿石。技术主要是堆浸工艺的问题，高海拔地区做堆浸技术要更完善。矿石主要是硫化矿和氧化矿的结构，可研时认为氧化矿少，硫化矿多，实际开起来发现氧化矿的比例超出预期。按照公司此前的开采计划，玉龙铜矿的开发应该按照 3 万-5 万-10 万吨的扩产计划，但目前只做了一期 3 万吨中的 1 万吨。公司目前的计划是直接上二期，开采二号矿体下部的硫化矿，目前开采计划还在论证中，具体方案还没有形成。同时由于矿山所处昌都地区海拔较高，矿石的运输问题很难解决，铜矿的开发进程始终落后于预期。昌都政府也在积极争取川藏铁路经过，2011 年 6 月 18 日昌都地委、行署与中铁二院工程集团有限公司专家组召开了川藏铁路昌都段预可行性研究现场踏勘工作座谈会，就川藏铁路昌都段预研工作进行了研究讨论。如果能够实现铁路运输，将有效的解决矿石的运输问题，同时降低玉龙铜矿的开发成本。因此玉龙铜矿虽然是公司未来的利润增长点，但短期内仍难见效益。

三、冶炼规模小，盈利能力弱，对业绩影响不大

公司的冶炼产品主要有铅、锌、铝和铜。公司目前拥有的铝冶炼产能为 11.2 万吨、铅冶炼产能 15 万吨和锌冶炼产能 7.4 万吨，铜冶炼产能 6 万吨。与国内同行的冶炼企业相比，规模偏小。

图 6：主要上市公司冶炼产能情况（万吨）



资料来源：华泰证券研究所

◆ 铝冶炼——规模小，电力成本较低，处于盈亏平衡点附近

公司铝冶炼位于甘河工业区，距青海省西宁市约 35 公里，由旗下百河铝业运营，产能为 11.2 万吨/年。除阳极碳素由百河铝业持有 42% 股权的西部碳素提供，氧化铝、氟化铝及冰晶石等其他原料均为外购。由于青海地区电价便宜，工业用电约 0.36 元/度，相比河南、山东地区，公司铝冶炼具有一定的成本优势。但由于电解铝行业投资建设周期较短（一年左右），08 年金融危机后新建了许多电解铝项目，导致了近年来一直处于产能过剩的局面，铝价则在成本线上低位徘徊，且公司没有资源优势，氧化铝全部外购，导致了公司铝冶炼一直处于盈亏平衡点左右，对公司业绩影响很小。

◆ 铅锌冶炼——精矿自供+外购，募投冶炼项目产能逐步释放

公司的铅冶炼及精炼设施位于甘河工业区。冶炼粗铅在铝业分公司进行，而精炼铅则在子公司西部铝业进行，产能在 5 万吨/年左右。公司在格尔木与豫光金铅合作新建 10 万吨铅冶炼产能，由于上半年铅精矿供应收到影响，青海西豫有色于 5 月份停产进行全厂检修和技术改造，导致产量减少。

公司的锌冶炼主要分为两块：一块是由铝业分公司运营，产能为 6 万吨。由于锡铁山矿的锌精矿品位高，直接利用成本较高，所以锌冶炼业务所用原料是外购的一些低品位矿与锡铁山锌精矿进行配比后的混合矿。另一块由湖南保靖分公司运营，规模更小，产能只有 1.4 万吨。

公司 07 年 IPO 募投项目 5.5 万吨铅冶炼项目与 10 万吨电锌氧压浸出工程由于市场因素，这两个项目的建设进度一直低于预期。5.5 万吨铅冶炼项目于 2010 年 11 月开始试生产，正逐步释放产量。10 万吨电锌氧

压浸出工程于 2011 年 5 月份才开始正式开工建设，建设期约为 2 年，预计到 2013 年中期将投产，届时公司锌冶炼产能将达 17.4 万吨。

◆ 铜冶炼——未来产能保持稳定，产量受制于铜冶炼加工费

公司的铜冶炼主要由西部铜材公司和玉龙铜业运营，目前产能为 6 万吨。西部铜材 5 万吨/年电解铜项目工艺尚在完善，且由于铜冶炼加工费空间缩小，为避免亏损扩大，减少了生产量。玉龙铜业 2009 年底一期 1 万吨湿法铜投产，目前产量不大。其冶炼原材料铜精矿全部来自玉龙铜矿的开采。由于前期紫金矿业湿法冶炼铜的污染问题，目前只做了一期 3 万吨中的 1 吨，公司目前计划直接上二期，开采二号矿体下的硫化矿，方案还在论证中。短期内玉龙铜业的冶炼产能将保持在 1 万吨左右。

表 4：公司主要冶炼产能

产品	公司名称	权益	产能（万吨）
电解锌	锌业分公司	100%	6
	保靖分公司	100%	1.4
粗铅	铅业分公司	100%	5.5
电铅	西部铝业	64%	5.5
电解铝	百河铝业	100%	11.2
电解铜	西部铜材	100%	5
	玉龙铜业	58%	1

资料来源：公司公告

四、集团资产注入预期不明确，短期难成行

上市以来集团在矿产资源扩展方面依然动作不断。目前市场对于集团资产注入的预期主要集中在四川凉山的会东铅锌矿和曲麻莱县麻多乡境内的大场金矿。

公司控股东西矿集团于 2010 年 11 月 6 日，与相关各方签署《四川省会东铅锌矿国有产权转让及股份制改造协议》，协议约定西矿集团受让改制后新设公司 80% 的股权。会东铅锌矿始建于 1958 年 3 月，位于四川省凉山州会东县境内，具备日处理原矿 1350 吨、电锌 4 万吨/年和硫酸 6.5 万吨/年的生产能力，实际控制人为四川省监狱管理局；该矿采矿许可证的证载矿区范围面积 0.588 平方公里，有效期自 2009 年 10 月 16 日至 2029 年 10 月 16 日，开采矿种：铅矿、锌矿，开采方式：地下开采，生产规模：45 万吨/年；截至 2009 年 6 月 30 日，该矿保有矿石资源储量为 1155.9 万吨，其中锌金属量 114.06 万吨，铅金属量 8.8 万吨，伴生组份银 556.34 吨、镉 15,674 吨、镓 151 吨、锗 173 吨、硫 617,460 吨。

此次股权受让事项与公司产生潜在同业竞争，集团公司收购后，未来极有可能整合至上市公司平台。

但由于目前会东铅锌矿处于资产重组改制和恢复生产阶段，从改制方案确定到协议执行完毕，再到启动生产尚需较长时间，因此会东铅锌矿短期内不会注入公司。

2010年4月2日，集团与青海省第五地质矿产勘查院签署了开发大场金矿的协议书，大场矿区以金为主，伴生锑，位于曲麻莱县麻多乡境内，处于巴颜喀拉山金锑成矿带的中段，距格尔木市300公里。目前已经探明的资源量为150吨，预计整个大场地区的资源总量会超过300吨。集团目前在争取大场黄金矿外围的探矿权，内部核心区域的矿权仍在 Inter-citic（主要股东为李兆基及何厚铨家族）手中。目前大场矿的地质储量为300吨，但开采条件恶劣，海拔4700米，没有基础设施，未来即使获得矿权，在相当时间内也难以产出，短期内也难以注入上市公司。

五、盈利预测与投资建议

矿产精矿方面，锡铁山矿铅锌精矿产量未来将保持稳定；获各琦铜矿扩建工程预计将在近期持续释放产能，未来几年铜精矿的产量持续增加；玉龙铜矿由于二期开采方案仍在论证中，没有明确的时间表，我们暂且认为产量保持稳定。冶炼产能方面，10万吨电锌氧压浸化项目预计将于2013年中期投产，当年达产50%；假设精矿含金、含银、电解铝的产量未来保持不变。

表 5：主要产品产量假设

产品（吨）	2011 年	2012 年	2013 年
铅精矿	60110	60110	60110
锌精矿	79617	79617	79617
铜精矿	26365	36365	46365
精矿含金（公斤）	162.264	162.264	162.264
精矿含银（公斤）	108121	108121	108121
电解锌	55000	66000	116000
电解铝	100000	100000	100000
电解铜	48000	52000	58000
粗铅	62000	70000	70000
电铅	33000	35000	37000

资料来源：华泰证券研究所

近期由于对欧美债务危机的担忧，以及全球经济数据的不及预期，金属价格出现一波下跌行情。美国未来经济增长内生动力不足，欧洲债务危机短期内并没有有效的解决方案，且将持续困扰欧洲经济的发展，以及新兴国家的通胀压力较大，货币紧缩政策将抑制经济的增长，这些因素将抑制金属价格的上行。同时美国宽松的货币政策未来两年不可能立即收紧，金属价格可能维持震荡走势，因此我们预计未来两年金属均价将会小幅下跌。

表 6: 主要产品价格假设 (不含税)

价格 (元/吨)	2011 年	2012 年	2013 年
铅精矿	13100	12800	12800
锌精矿	10000	9900	9900
铜精矿	51100	48900	47100
精矿含金 (元/公斤)	293700	284800	275900
精矿含银 (元/公斤)	6240	5600	5200
电解锌	15470	15384	15384
电解铝	14615	14957	14957
电解铜	58120	57264	56410
粗铅	14200	13900	13900
电铅	14786	14530	14530

资料来源: 华泰证券研究所

基于上述假设, 我们预计公司未来三年将实现营业收入 192.54、194.95 及 203.79 亿元, 对应 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59、0.61 及 0.74 元。

公司业务涉及铅、锌、铜、铝、黄金、白银等多种金属, 但主要盈利来自于铅锌和铜产品, 所以我们选取国内铅锌、铜类上市公司的估值水平作为参考。当前国内铜、铅锌资源类上市公司 11 年的动态 PE 为 26.50 倍, 给予公司合理估值 26 倍 PE, 对应未来 6 个月的合理价格为 15.34 元, 给予“推荐”评级。

表 7: 同类上市公司估值情况

证券简称	收盘价 (9.6)	EPS (2011 预测)	PE
中金岭南	11.31	0.4743	23.85
宏达股份	12.08	0.4738	25.50
驰宏锌锗	19.23	0.5042	38.14
江西铜业	31.20	2.2174	14.07
铜陵有色	21.60	1.0826	19.95
云南铜业	18.79	0.6644	28.28
西部资源	19.83	0.555	35.73
平均			26.50

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

七、风险提示

1. 金属价格大幅下滑，包括铅锌价和铜价，公司业绩受价格波动影响较大。
2. 公司矿山扩建项目不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10081	14056	14269	16291
现金	5570	7024	7961	10074
应收账款	1616	1595	1693	1744
其他应收款	598	918	746	584
预付账款	485	1325	664	682
存货	1444	2961	2962	2962
其他流动资产	368	233	244	246
非流动资产	12376	12938	13307	13394
长期投资	2147	2345	2532	2513
固定资产	5751	7022	7486	7670
无形资产	2365	2135	2234	2344
其他非流动资产	2114	1437	1055	866
资产总计	22457	26995	27576	29685
流动负债	8860	7595	6547	6597
短期借款	1955	3000	3000	3000
应付账款	686	745	731	756
其他流动负债	6220	3850	2816	2841
非流动负债	1716	6451	7143	7954
长期借款	1042	1692	2392	3192
其他非流动负债	673	4759	4750	4761
负债合计	10576	14046	13689	14550
少数股东权益	748	790	832	884
股本	2383	2383	2383	2383
资本公积	5545	5545	5545	5545
留存收益	3140	4124	4972	6124
归属母公司股东权益	11134	12112	13008	14206
负债和股东权益	22457	26949	27529	29640

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1772	-136	3111	2963
净利润	1015	1455	1485	1817
折旧摊销	567	613	741	831
财务费用	243	230	375	370
投资损失	-324	-236	-240	-250
营运资金变动	287	-2279	720	147
其他经营现金流	-18	81	30	47
投资活动现金流	-1590	-792	-869	-665
资本支出	1342	1200	780	780
长期投资	-20	201	185	-20
其他投资现金流	-268	609	96	95
筹资活动现金流	1437	2381	-1305	-184
短期借款	-11	1045	0	0
长期借款	-1102	650	700	800
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	20	0	0	0
其他筹资现金流	2530	686	-2005	-984
现金净增加额	1617	1454	937	2113

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18511	19254	19495	20379
营业成本	16281	16564	16600	17041
营业税金及附加	63	66	67	70
营业费用	136	147	147	155
管理费用	815	764	774	809
财务费用	243	230	375	370
资产减值损失	28	-10	12	16
公允价值变动收益	-15	46	47	45
投资净收益	324	236	240	250
营业利润	1253	1776	1807	2213
营业外收入	31	5	12	12
营业外支出	91	6	8	9
利润总额	1193	1775	1811	2216
所得税	178	319	326	399
净利润	1015	1455	1485	1817
少数股东损益	26	42	42	52
归属母公司净利润	989	1413	1443	1765
EBITDA	2064	2619	2924	3414
EPS (元)	0.42	0.59	0.61	0.74

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	9.6%	4.0%	1.2%	4.5%
营业利润	62.8%	41.7%	1.8%	22.5%
归属于母公司净利润	64.5%	42.8%	2.1%	22.4%
获利能力				
毛利率(%)	12.0%	14.0%	14.8%	16.4%
净利率(%)	5.3%	7.3%	7.4%	8.7%
ROE(%)	8.9%	11.7%	11.1%	12.4%
ROIC(%)	10.5%	11.2%	12.6%	15.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.1%	52.1%	49.7%	49.1%
净负债比率(%)	39.99%	40.71%	46.88%	49.60%
流动比率	1.14	1.85	2.18	2.47
速动比率	0.97	1.46	1.72	2.01
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.78	0.71	0.71
应收账款周转率	11	12	12	12
应付账款周转率	31.60	23.15	22.49	22.92
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.59	0.61	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	-0.06	1.31	1.24
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.08	5.46	5.96
估值比率				
P/E	32.85	23.01	22.53	18.41
P/B	2.92	2.68	2.50	2.29
EV/EBITDA	16	13	11	10

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。