

- **布局钒钛下游开发，意在钒钛上游资源。**控股子公司四川钒钛资源开发公司的红格南矿区钒钛磁铁矿综合开发利用项目已获攀枝花市发改委备案，具体建设内容包括：新建 10 万吨/年高档氯化法金红石钛白粉，5 万吨/年高档钛材及钛合金，1 万吨/年五氧化二钒，9100 吨/年三氧化铬，200 吨/年电钴，240 吨/年硫酸镍、1850 吨/年硫酸铜，7.76 吨/年金属镓，20 万吨/年离心铸管，20 万吨/年精密铸件，107.8 万吨/年含钒铸坯。总投资 183.2 亿元，其中国内贷款 128.25 亿元，自筹资金 54.97 亿元。项目还需进行可研、环评、安评、资源利用等专项报告的编制和评审，待上述工作完成及相关条件具备后才能开展矿业权的取得工作。公开资料显示，红格南矿区占攀枝花钒钛磁铁矿资源保有总储量的 28.73%，位居全市第一位，其丰富的钒钛磁铁矿资源为延伸钒钛制品产业链，发展钒钛制品深加工提供了良好的资源基础保障，这或许也是公司真实意图所在。
- **维持“增持”评级。**在 2011-13 年锌价 18500、18700、19000 元/吨的假设下，我们预测 2011-13 年 EPS 分别为 0.47、0.12、0.38 元。公司资源价值提供较高安全边际，而钼铜项目的破冰以及钒钛项目的推进都将增强公司融资需求。地产业务转让扫清了其再融资的障碍，大股东减持已暂告一段落，未来出于减少关联交易的考量，前期未果的资产重组预期有望加强。
- **风险提示：钼铜项目仍需环评审批、紧缩预期下公司财务压力增加、钒钛资源综合开发项目仍需诸多环节的审批，且采矿权的取得仍存较大不确定性**

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6466	6769	7831	7905	营业收入	4148	4580	5395	6861
现金	1944	4077	5343	4907	营业成本	3318	3496	4015	4929
应收账款	50	213	251	319	营业税金及附加	22	21	24	31
其他应收款	150	206	243	309	营业费用	151	165	194	247
预付账款	804	699	602	739	管理费用	443	481	539	686
存货	3250	1398	1205	1479	财务费用	261	393	391	381
其他流动资产	269	175	188	152	资产减值损失	147	0	0	0
非流动资产	3852	3604	3303	2961	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	247	240	240	240	投资净收益	-10	699	10	10
固定资产	2086	2240	2202	2069	营业利润	-204	724	241	597
无形资产	438	408	378	348	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	1080	716	482	303	营业外支出	18	10	10	10
资产总计	10318	10373	11134	10866	利润总额	-216	719	236	592
流动负债	6164	5183	5268	4455	所得税	48	180	59	148
短期借款	5027	4000	4000	3000	净利润	-265	539	177	444
应付账款	275	350	402	493	少数股东损益	93	50	50	50
其他流动负债	862	834	866	962	归属母公司净利润	-358	489	127	394
非流动负债	2106	2601	3101	3201	EBITDA	329	1348	884	1241
长期借款	2059	2559	3059	3159	EPS (元)	-0.35	0.47	0.12	0.38
其他非流动负债	47	42	42	42					
负债合计	8271	7784	8368	7656	主要财务比率				
少数股东权益	817	867	917	967		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1032	1032	1032	1032	成长能力				
资本公积	256	256	256	256	营业收入	4.0%	10.4%	17.8%	27.2%
留存收益	-78	434	561	956	营业利润	-163.1%	255.3%	-66.7%	147.8%
归属母公司股东权益	1231	1722	1849	2243	归属于母公司净利润	-304.5%	36.6%	-74.0%	210.4%
负债和股东权益	10318	10373	11134	10866	获利能力				

现金流量表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-779	2339	1161	850	毛利率 (%)	20.0%	23.7%	25.6%	28.2%
净利润	-265	539	177	444	净利率 (%)	-8.6%	10.7%	2.4%	5.7%
折旧摊销	272	231	252	263	ROE (%)	-29.1%	28.4%	6.9%	17.6%
财务费用	261	393	391	381	ROIC (%)	1.0%	17.6%	11.2%	17.2%
投资损失	10	-699	-10	-10	偿债能力				
营运资金变动	-1210	1939	295	-321	资产负债率 (%)	80.2%	75.0%	75.2%	70.5%
其他经营现金流	152	-64	57	92	净负债比率 (%)	85.67%	84.26%	84.35%	80.44%
投资活动现金流	-675	716	-5	-5	流动比率	1.05	1.31	1.49	1.77
资本支出	430	0	0	0	速动比率	0.52	1.04	1.26	1.44
长期投资	-365	-25	0	0	营运能力				
其他投资现金流	-610	691	-5	-5	总资产周转率	0.44	0.44	0.50	0.62
筹资活动现金流	1751	-922	109	-1281	应收账款周转率	24	32	22	22
短期借款	1049	-1027	0	-1000	应付账款周转率	11.09	11.19	10.69	11.02
长期借款	997	500	500	100	每股指标 (元)				
普通股增加	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	-0.35	0.47	0.12	0.38
资本公积增加	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.76	2.27	1.13	0.82
其他筹资现金流	-296	-396	-391	-381	每股净资产 (最新摊薄)	1.19	1.67	1.79	2.17
现金净增加额	294	2133	1266	-436	估值比率				
					P/E	-38.69	28.33	109.09	35.15
					P/B	11.26	8.05	7.50	6.18
					EV/EBITDA	59	14	22	16



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。