

有色金属行业动态分析

看好铜铝子行业，短期存在交易型机会

产业部门/行业

投资要点:

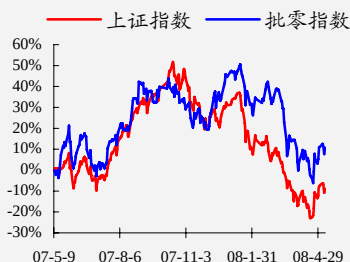
- 金融危机对实体经济的影响逐渐加深，世界主要发达经济体陷入衰退，新兴国家经济增速下滑已成定局。有色金属行业作为强周期性行业受经济下滑影响较大，各基本金属需求下滑明显，行业反转机会不大。
- 受需求下降影响，各基本金属价格都出现了大幅下挫。LME3 月铝价格从最高点下跌了 59.7%，LME3 月铜价从高点下跌了 63%，镍、锌、铅、锡，分别从高点下跌了 78.4%、72.9%、71%和 54.1%。目前铝行业亏损严重，铜镍价格也已处于行业盈亏平衡点附近，基本金属价格已经接近底部，受生产成本支撑，价格继续下行的空间不大。
- 由于各国出台的各项经济刺激政策（包括美国 7000 亿美元经济刺激计划以及中国 4 万亿投资计划等）以及大量流动性的注入，我们认为当经济形势有所好转，这些资金必将寻求投资回报率更高的市场，如大宗商品市场，基本金属市场有可能出现强劲反弹。同时我们认为美元走强的趋势难以持续，这对以美元计价的国际基本金属价格走势也会构成利好。
- 我们认为 2009 年有色行业来自政策的利好会较为频繁，由于基本金属对我国经济发展的重要性，国家对有色行业的扶植力度较大。预计政府会进一步鼓励有实力的企业做大做强，预计目前国家正在研究的有色行业振兴计划对大型国有企业的扶植力度会比较大。同时由于目前大多数基本金属价格已经低于生产成本，预计国家和地方仍将会有进一步的收储计划。
- 目前有色金属行业的股值水平较低，铝行业平均 PB 为 1.74 倍，铜行业平均 PB 为 2.15 倍，铅锌行业为 2.12 倍，均处于历史低位，股票价值已被低估。
- 国家出台的 4 万亿投资计划，铜行业和铝行业受益最大，其中国家对电网建设的投资对铜消费拉动最大，预计 2009 年铜子行业机会较大。目前国际铝价格仅仅只有 1330 美元/吨，即使不考虑通胀因素，也只相当于 1995 年的水平，随着库存消化过程的结束，铝价或有强劲反弹，同时行业间兼并加剧，铝行业的龙头企业投资机会较大。

优于大势

调升评级

2009 年 1 月 22 日

走势图



子行业	评级
铝子行业	优于大势
铜子行业	优于大势

重要公司	评级
中国铝业	推荐
江西铜业	推荐

分析师: 诸利达 (实习)

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhousl@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

有色金属行业概述

有色金属行业是和经济周期高度相关的强周期性行业，受全球经济下行影响，过去一年间各种基本有色金属都经历了大幅下跌。伦敦期货交易所各基本金属的价格下跌幅度都在 50% 以上，今年下半年以来基本金属价格更是呈现“集体高台跳水”的奇观。

造成基本金属价格大幅下跌主要是由于经济下行造成基本金属需求减少，特别是房地产和汽车行业的低迷，造成对铜，铝，镍等主要有色金属的需求下降非常迅速。其次是由于有色金属行业产能过剩严重，在 05 年开始的基本金属大牛市中，由于基本金属价格持续攀升，上游生产企业在利润的驱动下大幅度扩产，全球范围内各大矿业公司大肆新建矿山（以镍行业为代表），产能扩张迅速。同时在各个流通环节出于锁定成本或投机的考虑，囤积了大量的存货，造成了需求旺盛的假象从而加剧了产量过剩的情况（以铝行业最为典型）。

1 月 22 日 LME 金属 3 月期货价格除铜镍分别上涨 4.2% 和 0.87% 外，其他均小幅下跌，其中 3 月锌下跌 2.61%，锡下跌 1.72%。库存方面，原铝库存继续上升，达到 267 万吨，突破了 1994 年创下的 266 万吨的纪录。铜库存继续上升达到 41.7 万吨左右，处于 03 年以来的高位。铅锌库存分别为 4.9 万吨和 28.8 万吨，虽然库存上升迅速但仍处于历史低位。镍库存达到了 8 万吨左右，为 1997 年以来的高位。

金融危机影响加深行业反转可能性不大

有色金属行业和全球经济发展状况密切相关，全球 GDP 增速和大宗商品金属现货价格指数的增速基本保持同步。历史数据看有色金属行业基本上 4~5 年一个周期，牛市持续时间为 1~2 年左右，但从 2002 年开始的这一波基本金属大牛市已经整整持续了 5 年。我们认为虽然金属期货市场上的投机活动起了推波助澜的作用，但造成这一波基本金属大牛市的根本原因是下游行业的旺盛需求。从 02 年到 07 年房地产行业和汽车行业带动了全球经济的发展，而这两个行业又恰恰是基本金属最重要的两个下游行业。正是由于房地产和汽车行业的高速发展刺激了对基本金属的需求，造成了这波基本金属的超级大牛市。

美国最新公布的 2008 年 3 季度的经济增长速度环比下降 0.5%，欧盟统计局的数据显示，欧盟经济在第三季度下降 0.2%，出现了自 1999 年以来的首次衰退。日本继第二季度国内生产总值环比下降 0.9% 之后，第三季度又环比下降了 0.1%，出现连续两个季度的下滑。由此可见主要的工业化国家都已进入了经济衰退和通胀下行的阶段。从 2007 年 7 月份开始中国和美国领先指标指数就出现了下行的趋势，今年 7 月份以来开始加速下行。因此经济形势有进一步恶化的趋势，09 年全球经济增速将进一步下降，因此对于基本金属的需求也将继续走弱。在经济面出现好转迹象之前，有色行业出现反转的机会不大。

图 1.全球 GDP 增速和 CRB-Metals 指数增速

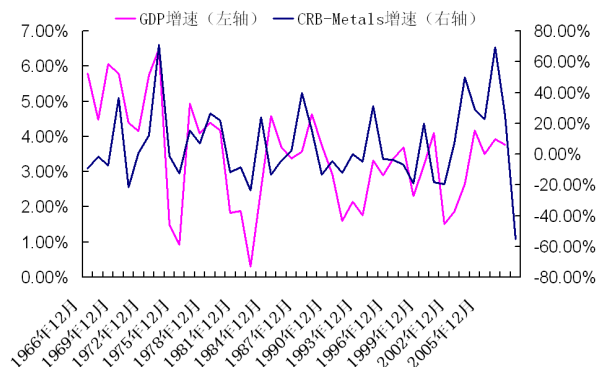
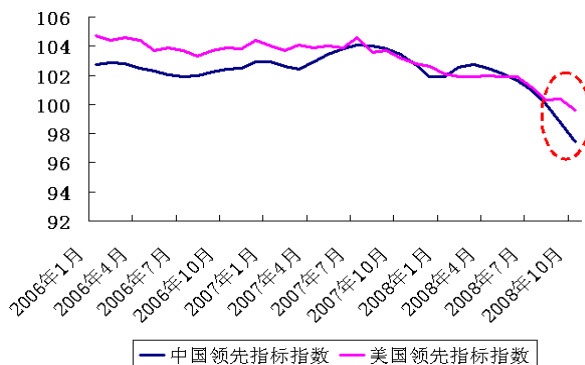


图 2.中美领先指标指数



资料来源:Wind, Bloomberg 东北证券研究部

图 3.美国房地产价格与景气指数

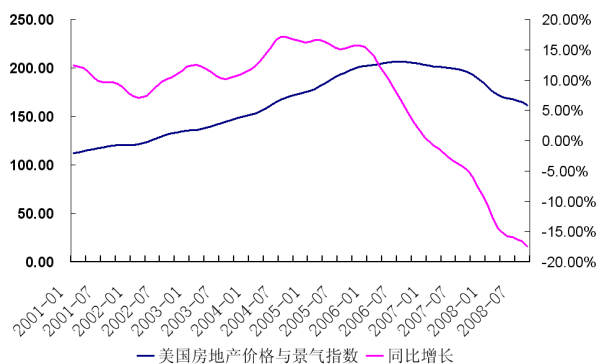
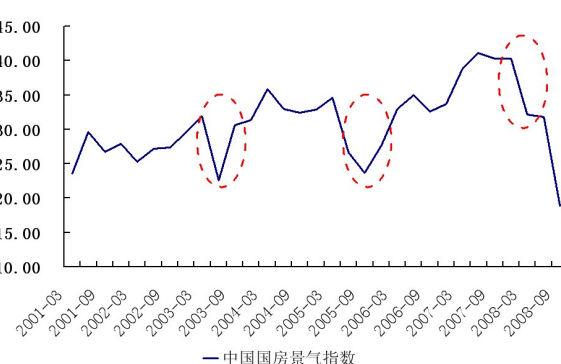


图 4.中国国房景气指数



资料来源:Wind, 东北证券研究部

资料来源:Wind, 东北证券研究部

图 5.美国国内汽车销量统计

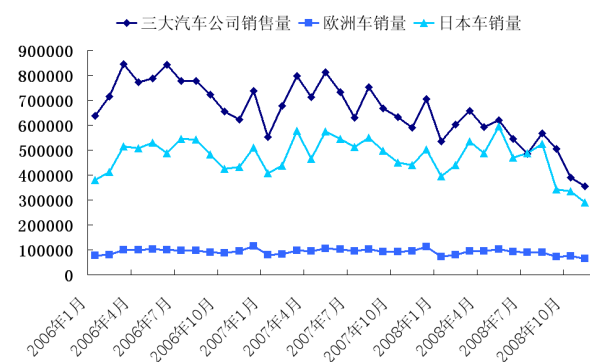
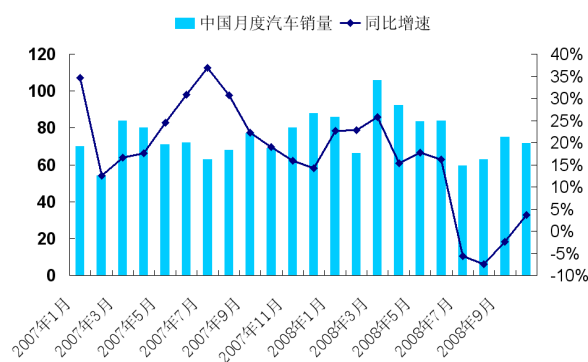


图 6.中国月度汽车销量及同比增速



资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

汽车行业和房地产行业是和有色金属需求联系最紧密的两个行业。其中铝、铜、镍、锌最重要的终端消费来自于交通和建筑行业，铅消费的 80%左右来自于电池行业，而含铅电池又大量的应用于汽车行业。只有锡主要应用于电子和包装行业，受房地产和汽车行业的影响较小。从中美房地产行业景气指数以及中美汽车销量的统计数据来看，房地产行业 and 汽车行业仍旧下行趋势明显，短期内不大可能出现“V”反转，因此作为上游行业的有色金属出现反转的机会不大。

基本金属价格接近底部，下行空间不大

受需求下降影响，各基本金属价格都出现了大幅下挫。LME3 月铝价格从最高点下跌了 59.7%，LME3 月铜价从高点下跌了 63%，镍、锌、铅、锡，分别从高点下跌了 78.4%、72.9%、71%和 54.1%。目前铝行业亏损严重，铜镍价格也已处于行业盈亏平衡点附近，基本金属价格已经接近底部。

目前大多数有色金属的价格已经击穿 75 分位数的现金成本，尤其是锌和铝，价格已经突破 50 分位数的成本线，也就是说有 50%以上的产能面临负现金流的压力。由于目前基本上所有金属都处于产量过剩的状态，基本金属的价格主要受生产成本支撑。

目前上游采矿企业的利润也已经很微薄，全球基本金属需求前景黯淡，这个从力拓等国际矿业巨头大幅裁员也可以反映出来。经过大幅的降价，石油已经跌至三十几美元一桶，硫酸价格从高位跌去了将近 90%，各类矿石价格的跌幅也已接近金属价格的跌幅，即使需求再继续萎缩，矿业集团也不太可能把矿石当石头卖，因此目前各种原材料的价格继续下降的空间已经不大。如果市场上基本金属价格继续下跌则将受到成本强有力的支撑，价格继续下跌空间不大。

图 7.LME3 月铝价格走势

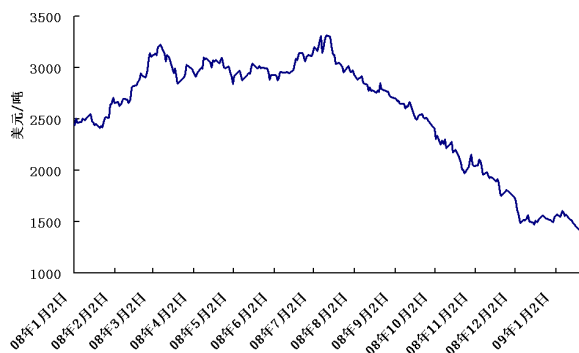
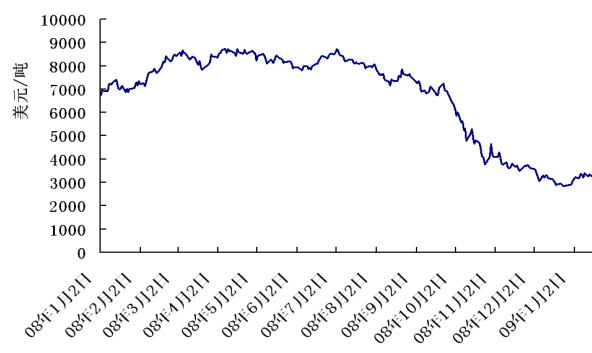


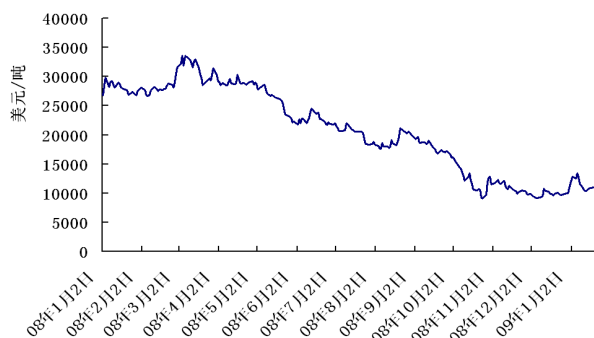
图 8.LME3 月铜价格走势



资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

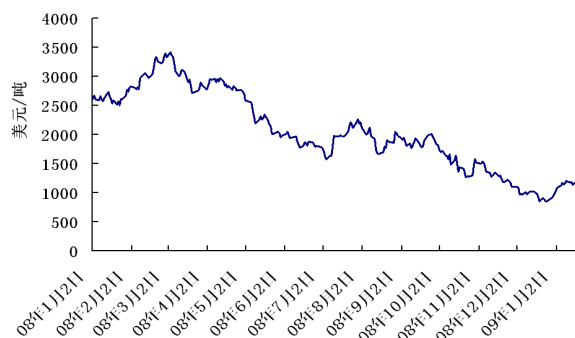
资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

图 9.LME3 月镍价格走势



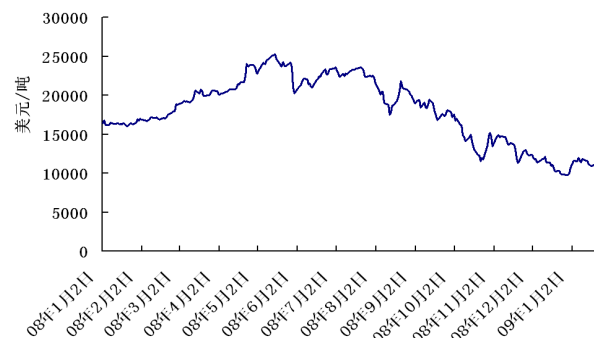
资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

图 10.LME3 月铅价格走势



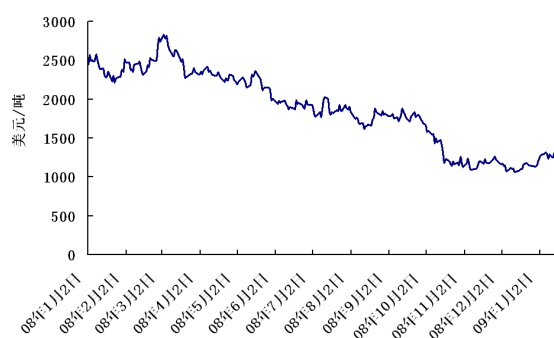
资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

图 11.LME3 月锡价格走势



资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

图 12.LME3 月锌价格走势

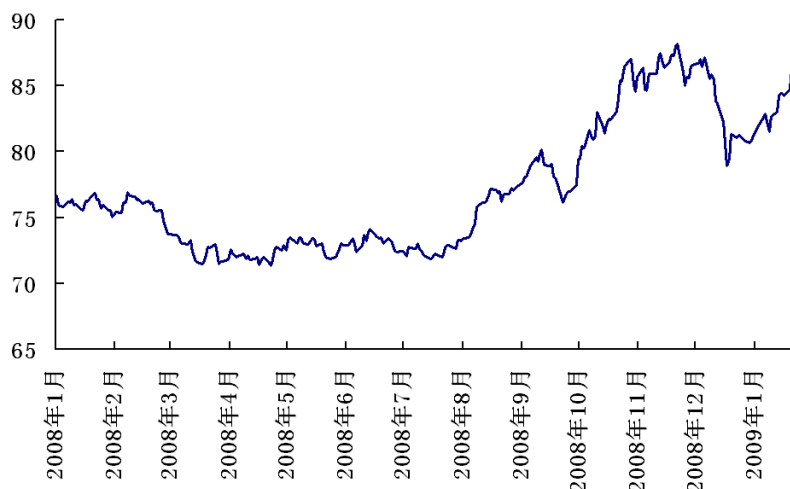


资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

流动性充沛以及美元走软有望促成基本金属价格的强劲反弹

目前各国都出台了各项经济刺激政策,包括增加基础建设投资,减税,降低基础利率等等。这些大量投入的流动性在当经济形势有所好转的时候必然会从债券等低收益产品转移到大宗商品等高风险高收益的市场。如果经济刺激政策有效,金属终端需求开始回升则基本金属价格的反弹有可能更为剧烈。此外基本金属一般以美元计价,因此金属价格和美元走势相关,近期由于美元大量回流,导致美元对其它国家货币大幅走强。虽然美国国内存在着去杠杆化过程,但是由于美国经济已经不可避免的步入衰退,同时美国的巨额贸易赤字也不得不由其它国家来买单,因此美元走强很难持续。目前美国国债的收益率已经很低,当经济危机有所缓解后,国际资本必将寻找收益更高的投资机会,比如大宗商品市场。因此未来美元走软有可能助推金属价格的反弹。

图 13.美元走势

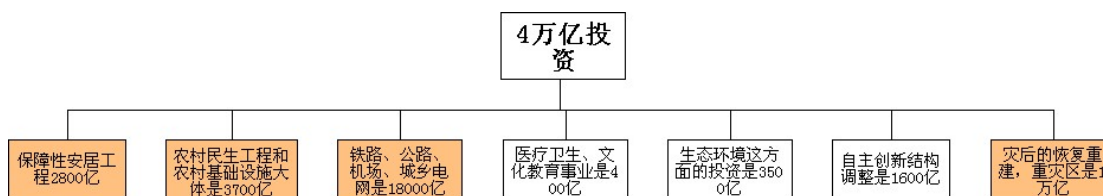


资料来源: Bloomberg, 东北证券研究部

政策利好频出，4 万亿投资计划拉动铜铝需求

受经济危机影响，基本金属需求下降。有色金属行业的利好基本来自于反周期的宏观调控政策。国家提出的 4 万亿投资计划主要投向 7 大方面，其中保障性住房建设、农村民生工程 and 基础设施建设、交通投入和城乡电网改造、灾后重建等 4 大方面（橙色标记处）共计 34500 亿投资和基本金属的消费联系紧密。收益最大的金属为和建筑行业 and 电力行业联系紧密的铜和铝，其次为锌镍。国家如此大规模的投资计划对钢铁有色等上游企业构成利好，可以有效地刺激对于基本金属的需求，减缓需求下降的速度。

表 2.4 万亿投资的主要方向



资料来源: 国家发展和改革委员会 东北证券研究部

除 4 万亿投资计划拉动有色金属需求之外，目前很多地方政府都调低了对有色金属行业企业的电价。由于目前有色金属整个行业亏损较为严重，一些企业的现金流已经开始出现问题。但行业的低谷也是以较低成本收购其他公司和矿山资源的好时机，预计明年有色行业内企业间的兼并和重组会较为频繁。从国家的角度来看，也希望让一些有实力的大企业做大做强，提高行业集中度和资源利用效率，让一些

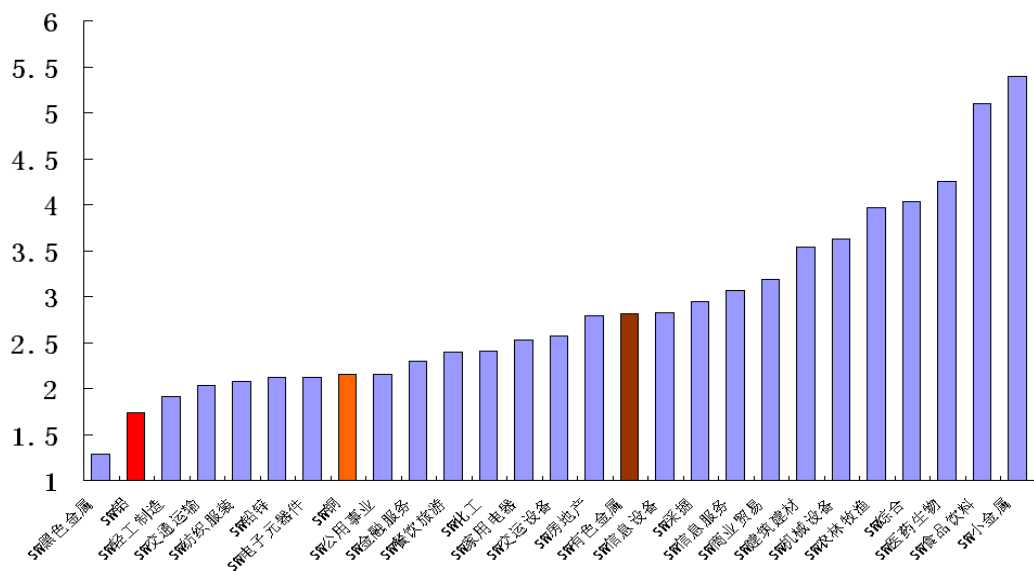
落后的产能推出这个行业。以电解铝行业为例，最近国家公布收储 30 万吨电解铝的计划，其中中铝独占 15 万吨的份额，政策明显倾向于大型央企，预计国家铝收储计划最终将达到 100 万吨左右，预计中铝得到 50%左右的份额，约 61 亿的额度，可占到其目前库存金额的 1/3 左右，收益最大。

预计未来国家对于有色行业的扶植政策将陆续出台，但政策很有可能会明显倾向于大型国企，小企业受益也许并不会十分明显。因此经营压力大的企业停产，甚至破产的情况也将会陆续出现，企业间的优胜劣汰将不可避免，但行业集中度的提高对于实力较强的大型央企来说反而是长期利好。

分行业

有色金属行业属于强周期性行业，其盈利能力受经济周期波动影响较大，因此在行业低谷期采用市净率标准比较更为准确。目前有色金属行业整体 PB 在 2.8 左右，其中小金属的 PB 在 5.4 左右。从整体来看，有色金属行业估值水平在所有行业中处于中等偏上，对于一个周期性行业来说估值并不具吸引力。但是作为第一和第二大有色金属的铝和铜行业的平均 PB 分别为 1.74 倍和 2.15 倍，处于较低水平，其中铝行业的平均市净率仅为 1.74 倍，仅高于黑色金属。目前铝行业和铜行业的估值都处于历史的地位，我们认为股价已经过度反映了业绩下滑的不利因素，具有投资价值。

图 13.所有行业市净率比较

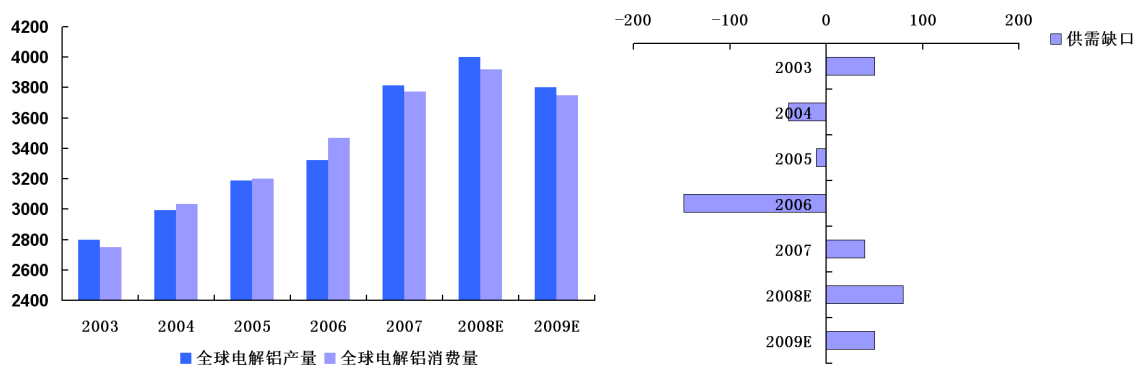


资料来源: wind, 东北证券研究部

铝行业

目前铝行业亏损最为严重，国际铝价格在 1330 美元/吨，即使不考虑通胀情况，也仅仅相当于 1995 年的水平，而且 13 年间电价，原料价格出现了大幅上升。电解铝冶炼技术进步造成的成本下降远远小于原料和人力成本的上升。目前国内铝行业处于全行业亏损，预计电解铝行业还将进一步减产，行业集中度将进一步提高。由于受下游需求下降影响，LME 库存上升迅速，目前库存量已达 267 万吨，突破了 1994 年创下的 266 万吨的纪录。一般电解铝库存的消化时间在 12 个月左右，随着铝价持续低迷，预计在全球范围内电解铝行业还将有一波大规模的减产活动，同时受各国经济刺激政策的影响，铝库存消化时间可能会快于预期。我们认为目前的铝价过度反映了原铝的过剩情况，如果 2009 年上半年铝金属需求有所恢复，铝价在短期内有望迎来大幅反弹。

图 14.世界电解铝的供需平衡情况



数据来源：IAI，东北证券研究部

供需平衡方面，从 2007 年开始全球电解铝产量开始出现过剩，过剩量在 40 万吨左右，但由于当时对 08 年经济形势估计乐观，这种程度的过剩并不会对行业造成大的影响。然而进入 2008 年下半年后，世界发达国家经济步入衰退和新兴国家经济增速放缓已成定局，电解铝需求增速下降明显，而前期建设的电解铝新增产能在 2008 年开始逐渐投产，因此预计全球 2008 年电解铝过剩缺口将进一步扩大，达到 80 万吨左右。由于目前电解铝价格已经跌破平均成本价，特别是在中国，电解铝行业平均生产成本处于全球中上水平，亏损情况更加严重，随着电解铝行业的进一步减产和各国政府各项拉动需求措施的实施，2009 年电解铝行业的过剩情况将会有所好转。预计 2009 年全球电解铝行业的过剩缺口将缩小到 50 万吨左右。

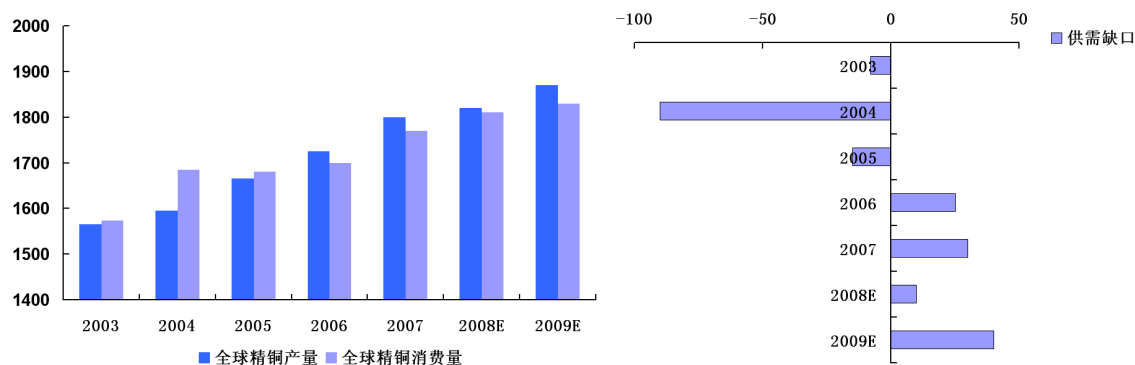
除了过剩情况有可能出现好转之外，原铝行业最大的利好来自于政策的扶持，由于铝行业过剩严重，铝价大幅下跌造成上市公司业绩下降不可避免。除了国家四

万亿投资以及对汽车行业的扶植对铝金属消费起拉动作用之外,关于电解铝企业的直供电以及电铝联营政策的出台对于电解铝行业是最大的利好。

铜行业

铜行业方面,目前国际铜价在 3220 美元/吨左右,较高点下跌了 63%,目前铜价已回到 2005 年 6-7 月份时的水平。铜价经过连续下跌目前风险释放已经比较完全,同时由于中国今后几年对电力行业的巨大投资将会大幅拉动金属铜的需求,此外国家收储计划对铜价也会起到提振作用。由于国内铜企业库存不高,并且国际铜价格相对国内要低 4000 元/吨左右,我国对铜的进口会逐渐增加,中国买票进入国际市场必将提振国际市场上的铜价,铜价格在短期内或有一波强劲反弹。

图 15.世界精铜供需平衡情况



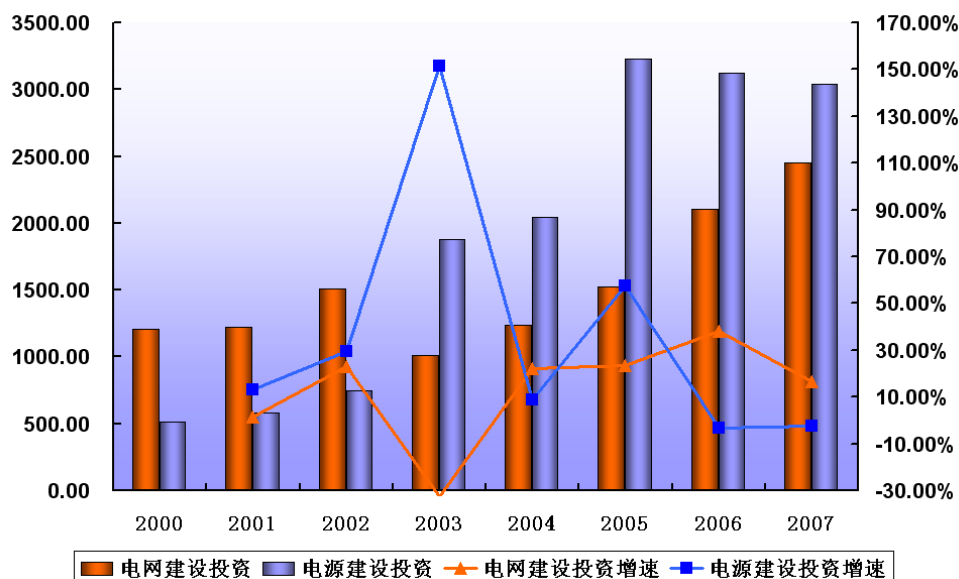
数据来源: ICSG, 东北证券研究部

供需平衡方面,铜由于受上游矿石产量限制,从 2003 年到 2007 年,铜和锌的产量并没有大幅度的提升,因此产量过剩情况没有铝行业和镍行业那么严重,预计 2008 年铜过剩缺口为 10 万吨左右。受房地产和汽车行业不景气影响,需求增速将进一步下降,因此预计 2009 年铜过剩缺口将进一步扩大,达到 40 万吨左右。

铜行业需求最大的拉动力量来自于电力设备行业。电力设备行业属于弱周期行业,受经济危机影响较弱,虽然企业用电量已经开始下降,但是对电力投资影响不大。国家计划在今后五年我国电网建设总投资将超过 1 万亿元。这一金额是我国“九五”末到“十五”初进行的三年大规模城乡电网建设改造总投资的 2 倍多。从 2000 年到 2007 年间国家对电网一直保持在 20%左右的增速,电源投资平均年增速在 30%左右。国家对电力行业的总投资也一直保持在 18%的年增速。“十一五”后期我国在电力行业的投资重点将是电网改造工程,国家电网公司计划“十一五”期间电网投资 11,300 亿元,预计 2008 至 2010 年我国电网建设和改造投资约在 1 万亿元左右,年均复合增长率达 16%。来自于电力行业的强劲需求有望拉动铜价出现较大幅度的

反弹。

图 16. 电力行业投资增速



资料来源：中华人民共和国国家统计局数据库

重点公司介绍

中国铝业

中国铝业是中国最大的氧化铝生产商，是全球第二大氧化铝生产商，同时也是中国最大、世界第四大的原铝生产商。

公司亮点：（1）行业地位：中国铝业是国内铝行业的龙头，是一家大型重点国企，公司良好的信誉使其具有较低的融资成本，在行业不景气的情况下也更易获得政府的支持。目前国家收储 30 万吨电解铝计划中中铝所占份额为 15 万吨，如果政府出台进一步的收储计划，中铝收益较大。（2）资源优势：截至 2006 年底，公司控制的矿石资源量为 6.3 亿吨，按目前的生产规模可以保证供应 30 年以上，同时公司还积极的向海外收购铝土矿。这对于中国这个铝土矿资源只占全球的 2.3% 左右，电解铝产能却占全球 30% 以上的国家具有重要的意义，谁控制了资源谁就可以在未来的竞争中立于不败之地。（3）上下游生产链完整：公司具有从铝土矿开采，到氧化铝电解铝生产，到铝制品加工，完整地生产链，对行业风险的抵御能力较强。

（4）大小非压力不大：根据公告披露的限售股解禁表，限售股解禁的集中时间在 2011 年，因此大小非对目前股价影响不大。（5）估值合理已具投资价值：12 月 31 日中国铝业收盘价为 7.00 元左右，PB 仅为 1.62 倍，公司价值被低估。预计公司 08 年、09 年和 10 年每股盈利分别为 0.188 元、0.195 元和 0.576 元，给予推荐评

级。

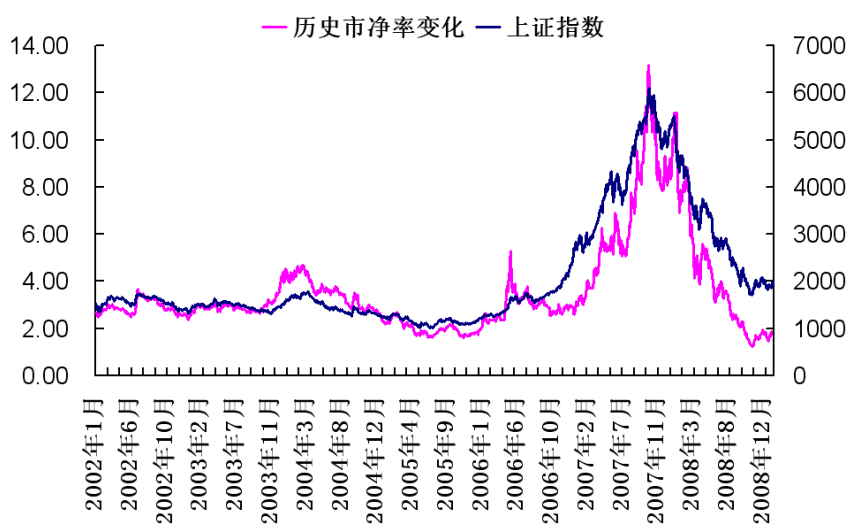
表 1.中国铝业盈利预测表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入（万元）	6,101,513.40	7,618,044.80	7,237,142.56	7,454,256.84	8,199,682.52
主营收入增长率	64.42%	24.86%	-5.00%	3.00%	10.00%
EBITDA（万元）	4,181,337.62	1,498,717.44	960,419.88	1,122,040.09	1,805,321.40
EBITDA 增长率	38.04%	-64.16%	-35.92%	16.83%	60.90%
净利润（万元）	1,132,895.60	1,022,505.80	263,086.10	293,159.71	828,100.39
净利润增长率	67.03%	-9.74%	-74.27%	11.43%	182.47%
ROE	26.63%	17.65%	5.64%	5.99%	15.12%
EPS（元）	0.972	0.756	0.195	0.217	0.612
P/E	7.20	9.26	35.98	32.29	11.43
P/B	1.92	1.81	2.03	1.93	1.73
EV/EBITDA	1.90	0.78	13.21	11.02	6.16

江西铜业

江铜是集采矿、选矿、冶炼、贸易、技术为一体的国内最大的综合性铜生产企业，拥有中国两座最大的已开采露天铜矿一座中国最大规模的铜冶炼厂以及中国最大的井下铜矿山中的一座。公司铜金属储量约占全国已探明可供工业开采储量的三分之一，自产铜精矿含铜金属量约占全国的四分之一。公司不仅是中国最大的铜生产基地，也是中国最大的伴生金、银生产基地，还是中国重要的化工基地。

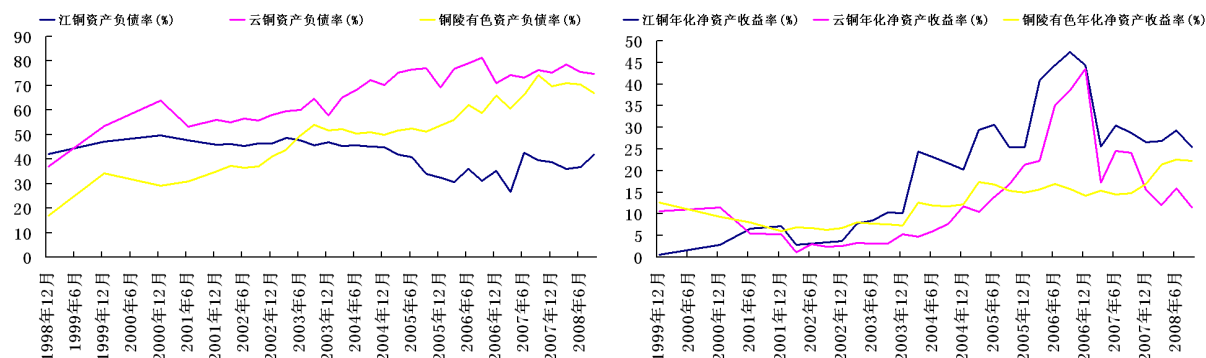
图 17.江西铜业市净率变化情况



数据来源：wind，东北证券研究部

由于有色金属行业属于周期性行业，其随经济周期变化，盈利水平波动较大，因此市净率相比市盈率更能说明问题。从估值水平上来看目前江铜的 PB 值在 1.9 倍左右。处于历史低位，风险很小。目前市场已经充分消化了不利因素，股价已经超跌，值得关注。

图 18.江西铜业财务数据和铜行业公司比较



数据来源: wind, 东北证券研究部

公司负债率和同行业公司相比处于较低的水平，资产结构良好，同时江西铜业由于拥有自有矿山，产品毛利率较高，公司年化净资产收益率在同行业公司中处于较高水平。08 年受铜价大幅下跌影响，江西铜业业绩会有所下降，预计全年每股盈利在 1.24 元左右，09 年，10 年分别为 0.754 元和 1.345 元，给予推荐评级。

根据我们最新的 FCFE 估值模型，江西铜业目标价在 21.90 元，给与推荐评级。

表 2 估值结果

估值结果汇总					
估值方法	估值结果	估 值 区 间		敏感度分析区间	
FCFE	21.90	19.48	— 25.46	贴现率±1%，长期增长率±1%	
DDM	12.98	11.38	— 15.58	贴现率±1%，长期增长率±1%	
APV	25.75	21.00	— 32.95	贴现率±1%，长期增长率±1%	

表 3.江西铜业业绩预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入（万元）	2,543,505.84	4,140,739.38	5,175,924.22	6,469,905.28	7,116,895.80
主营收入增长率	90.66%	62.80%	25.00%	25.00%	10.00%
EBITDA（万元）	604,476.87	402,706.41	619,705.25	447,583.96	706,586.48
EBITDA 增长率	-25.60%	-33.38%	53.89%	-27.77%	57.87%
净利润（万元）	460,934.55	413,273.46	374,615.23	228,042.76	406,607.86
净利润增长率	148.97%	-10.34%	-9.35%	-39.13%	78.30%
ROE	36.70%	22.78%	19.16%	10.78%	16.94%
EPS（元）	1.592	1.367	1.239	0.754	1.345
P/E	7.66	8.92	9.84	16.16	9.06
P/B	2.81	2.03	1.88	1.74	1.54

EV/EBITDA	6.23	10.44	7.40	11.51	7.10
-----------	------	-------	------	-------	------

表 4.财务报表预测

利润表（万元）	2006	2007	2008E	增长率%	2009E	增长率%	2010E	增长率%
主营业务收入	2,543,505.84	4,140,739.38	5,175,924.22	25.00%	6,469,905.28	25.00%	7,116,895.80	10.00%
主营业务利润	768,434.87	578,947.39	602,995.17	4.15%	433,483.65	-28.11%	690,338.89	59.25%
其他业务利润	(132,886.21)	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业费用	10,459.52	14,937.28	18,633.33	24.74%	23,291.66	25.00%	25,620.82	10.00%
管理费用	50,717.95	60,183.51	62,111.09	3.20%	76,344.88	22.92%	85,402.75	11.86%
财务费用	17,410.99	24,176.67	32,388.61	33.97%	45,305.11	39.88%	60,177.04	32.83%
营业利润	556,960.21	479,649.94	489,862.15	2.13%	288,542.00	-41.10%	519,138.28	79.92%
投资收益	257.56	7,352.37	9,000.00	22.41%	8,000.00	-11.11%	8,000.00	0.00%
利润总额	553,350.61	487,879.98	496,862.15	1.84%	294,542.00	-40.72%	525,138.28	78.29%
净利润	460,934.55	413,273.46	374,615.23	-9.35%	228,042.76	-39.13%	406,607.86	78.30%
NOPLAT	486,703.98	429,634.23	396,910.57	-7.62%	260,400.75	-34.39%	451,865.95	73.53%

资产负债表（万元）	2006	2007	2008E	增长率%	2009E	增长率%	2010E	增长率%
流动资产	973,857.43	1,771,900.46	2,175,212.38	22.76%	2,920,789.50	34.28%	3,118,436.40	6.77%
货币资金	101,697.60	275,309.14	362,314.70	31.60%	452,893.37	25.00%	498,182.71	10.00%
短期投资	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	102,762.90	0.00	212,709.21	N/A	261,455.08	22.92%	272,976.83	4.41%
其他应收款	30,747.27	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
存货	613,899.73	893,991.92	1,060,709.95	18.65%	1,483,646.77	39.87%	1,579,365.92	6.45%
长期投资	11,900.55	11,900.55	93,875.88	688.84%	93,465.73	-0.44%	93,465.73	0.00%
固定资产	877,206.00	1,066,434.32	1,444,111.03	35.41%	1,634,729.27	13.20%	1,711,813.20	4.72%
无形资产	12,032.73	65,326.40	60,971.31	-6.67%	56,616.21	-7.14%	52,261.12	-7.69%
总资产	1,874,996.71	3,005,480.86	3,774,110.44	25.57%	4,705,600.72	24.68%	4,975,976.45	5.75%
无息负债	309,008.52	410,679.37	489,958.42	19.30%	558,933.42	14.08%	614,961.73	10.02%
有息负债	264,806.35	741,460.27	589,607.11	-20.48%	1,250,285.51	112.05%	1,156,753.96	-7.48%
少数股东权益	41,533.06	24,415.28	27,415.28	12.29%	29,115.28	6.20%	32,115.28	10.30%
股东权益	1,256,092.68	1,813,838.93	1,955,524.07	7.81%	2,115,154.00	8.16%	2,399,779.50	13.46%
净营运资本	520,522.26	659,965.42	1,105,851.44	67.56%	1,221,775.17	10.48%	1,466,925.31	20.07%
投入资本 IC	1,449,007.96	2,210,938.53	2,116,766.03	-4.26%	2,848,195.69	34.55%	2,997,000.30	5.22%

现金流量表（万元）	2006	2007	2008E	增长率%	2009E	增长率%	2010E	增长率%
净利润	460,934.55	413,273.46	374,615.23	-9.35%	228,042.76	-39.13%	406,607.86	78.30%
折旧摊销	30,105.68	(101,120.20)	97,454.50	N/A	113,736.85	16.71%	127,271.16	11.90%
净营运资金增加	256,680.47	139,443.16	445,886.02	219.76%	115,923.73	-74.00%	245,150.14	111.48%
经营活动产生现金流				-29.93%		N/A		N/A
投资活动产生现金流	220,308.06	159,567.73	111,815.78		(204,888.73)		492,726.81	
融资活动产生现金流	(198,038.85)	(315,962.52)	(384,465.73)		(292,000.00)		(192,000.00)	
现金流				8.87%		63.34%		N/A
融资活动产生现金流	(34,625.09)	330,340.61	359,655.51		587,467.41		(255,437.47)	
现金净增（减）	(12,355.88)	173,945.81	87,005.56	-49.98%	90,578.67	4.11%	45,289.34	-50.00%

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司 (以下简称我公司) 对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209