

太化股份

600281

增持/ 首次评级

股 价	2009/11/30
RMB8.95	

基础数据

总股本（百万股）	514
流通 A 股（百万股）	514
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	4604

财务数据

市净率 (X)	3.77
TRACING P/E (X)*	-34.15
EPS (元)	-0.19
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

明天，今天，昨天

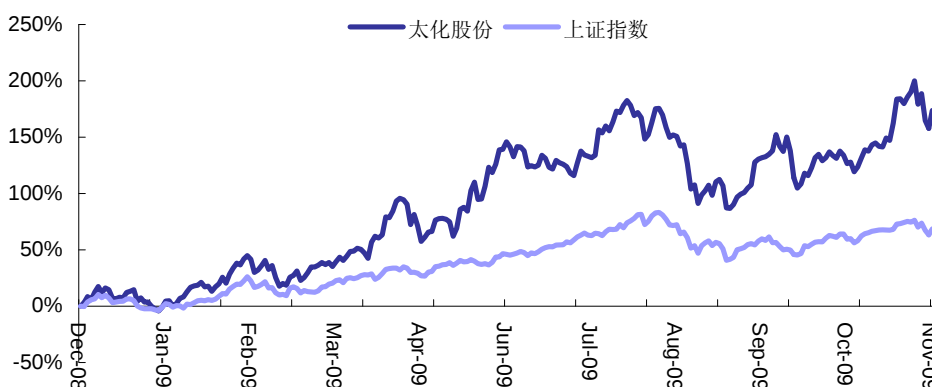
经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3741.0	2003.6	3442	3740	4056
(+/-%)	19.4	-36.0	-8%	9%	8%
归属母公司净利润(百万元)	16.5	-98.9	-63	74	91
(+/-%)	-74.0	-288.7	-481%	18%	23%
EPS(元)	0.03	-0.19	-0.12	0.14	0.18
P/E(倍)	279.0	-46.6	-73.29	62.10	50.56

■ 根据《山西省煤化工产业调整和振兴规划》，太化将成为山西新兴煤化工的一面旗帜；太化二次创业式的发展需要资源配套，山西政府通过资源整合、兼并重组实现了对煤炭资源的有力控制，我们认为太化将通过此次搬迁获得政府的资源支持。长远来看，由于政府已经明确将太化打造成集煤、电、化于一体的现代大型煤化工企业，我们认为太化即将获得的政府支持可能远远大于本文所论及的程度！

■ 保守估计公司目前土地和剥离设备等可用于对价的资产价值为 25-30 亿，考虑到政府对其发展的支持，约可获得 400-500 万吨/年的煤炭权益产能，以目前上市公司吨产能市值保守计算，公司理论市值应为 60-75 亿元（对应股价 11.7-14.6 元），较目前高 30-70%。公司无形资产余额 1.89 亿，但该土地实际价值至少在 8 亿，因此如果按照 2.2 倍 PB 计算（今年年初的市场 PB 水平），公司总市值的安全边际应在 35 亿左右（对应股价 6.8 元），较目前低 20% 左右。从当前市场情况看，具有煤炭资产注入预期的公司市值都较太化高（中油化建 113 亿、太工天成 44 亿、安源股份 42 亿），而且更重要的是太化只需搬迁对价而不需通过股本扩张即可获得资源。

■ 我们认为获得搬迁对价仅仅是太化重塑新生的第一步，太化最终将有可能通过再度引入战略投资者，以 IGCC 技术为依托做大煤、电、化、冶循环产业。根据山西省政府相关部门公开信息，我们预计搬迁方案将很快出台，建议现价买入，从而获取搬迁对价的期权收益，以及未来太化乌鸡变凤凰后的巨大空间！

最近 52 周股价表现



分 析 师
 孙海波
 +755-82492477
 sunhb@lhqz.com

投资要点:

- 根据《山西省煤化工产业调整和振兴规划》，太化将成为山西新兴煤化工的一面旗帜；太化二次创业式的发展需要资源配套，山西政府通过煤炭资源整合实现了对煤炭资源的有力控制，我们认为太化将通过此次搬迁获得政府的资源支持。长远来看，由于政府已经明确将太化打造成集煤、电、化于一体的现代大型煤化工企业，我们认为太化即将获得的政府支持可能远远大于本文所论及的程度！
- 我们通过实地调研认为，保守估计公司目前土地和剥离设备等可用于对价的资产价值为 25-30 亿，考虑到政府对其发展的支持，约可获得 400-500 万吨/年的煤炭产能，以目前上市公司吨产能市值保守计算，公司理论市值应为 60-75 亿元(对应股价 11.7-14.6 元)，较目前高 30-70%。
- 我们认为获得搬迁对价仅仅是太化重塑新生的第一步，我们分析认为太化最终将有可能通过再度引入战略投资者，以 IGCC 技术为依托做大煤、电、化、冶循环产业。考虑到政府要借太化做大煤化工，而目前太化无论从资产还是市值都无法担此重任，不排除政府在搬迁对价的同时通过增发注入更多资源，以使其具有更强大的持续发展和融资能力。
- 公司无形资产余额 1.89 亿，但该土地实际价值至少在 8 亿，因此如果按照 2.2 倍 PB 计算（今年年初的市场 PB 水平），公司总市值的安全边际应在 35 亿左右（对应股价 6.8 元），较目前低 20%左右。从当前市场情况看，具有煤炭资产注入预期的公司市值都较太化高（中油化建 113 亿、太工天成 44 亿、安源股份 42 亿），而且更重要的是太化只需搬迁对价而不需通过股本扩张即可获得资源。
- 根据山西省政府相关部门公开信息，我们预计搬迁方案将很快出台，建议现价买入，从而获取搬迁对价的期权收益，以及未来太化乌鸡变凤凰后的巨大空间！

明天——山西煤化工的旗舰

山西省新近发布的《煤化工产业调整和振兴规划》中提出了依托晋东、晋中、晋北三大特色基地、打造 15 个精品园区的构想，其中对太化的定位是：以太化搬迁为契机，按照煤、电、化、冶多联产模式，打造国际一流的具有鲜明循环经济特色的煤化工精品园区。

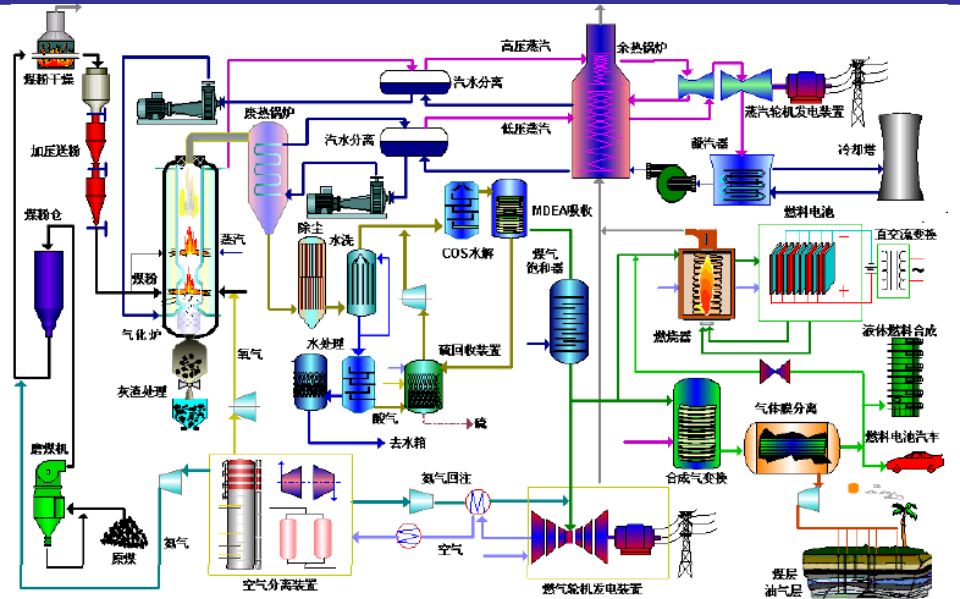
仔细分析规划中所提到的除太化外的 6 个煤化工园区（包括化肥精品工业园、合成油工业园、焦化系列煤化工精品园区、洪洞赵城综合性煤化工精品园区、甲醇特色煤化工精品园区、合成橡胶精品园区）可以发现，这些园区均是以现有从事该行业的企业为依托，通过联合重组而构建，唯独对于太化，并没有提及现有业务，而是要以搬迁为契机，打造循环经济煤化工精品园区。另外在“培育大型企业集团，实现集约发展”一节中，排在第一位的就是“依托太化，联合省内煤炭企业，整合相关资源，建设集煤、电、化于一体的现代大型煤化工企业”。我

们认为这一规划定位体现了政府的两点含义：一是太化将通过搬迁得到重塑，成为山西新生煤化工的领军者，二是政府将通过搬迁为太化提供有力的支持！

那么太化未来的发展方向如何以及政府将提供什么样的支持就成为对太化价值构成决定影响的因素。我们根据公司调研、相关公司和政府部门走访得到的信息，综合分析认为太化未来将以煤气化技术为主线，例如采用 IGCC（整体煤气化联合循环 IGCC-Integrated Gasification Combined Cycle）技术，实现煤、电、化、冶的联合循环产业链；而政府将通过今年资源整合、兼并重组获得的煤炭资源为其二次创业提供坚强而有力的支持！

结合太化现有业务和山西省煤化工规划，我们认为太化基本不会以现有业务为基础，而是会根据政府定位和支持获得重生。具体说来，对于公司目前收入比重最大的焦炭、化肥、氯碱和 PVC 产业，规划中均已明确了发展主体和地区，例如规划指出“要培育壮大晋中焦化产业，建设潞城店上、介休义安、交城夏家营、汾阳三泉、孝义梧桐等焦化系列煤化工精品园区”，“提出巩固提升晋东化肥及清洁能源特色煤化工基地，立足现有基础，以天脊、丰喜、兰花等化肥企业为依托，重点建设晋城巴公、高平西部、泽州周村、临猗丰喜等化肥精品工业园”。而对于 PVC 产业，新疆、内蒙等地依托廉价煤炭资源进行的转化相对山西明显具有优势。

图 1：IGCC 多联产示意图



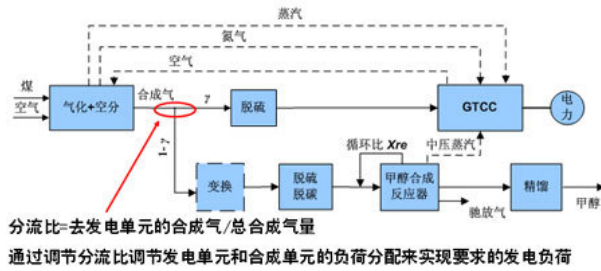
资料来源：联合证券研究所

从规划中对其他煤化工路线的构想中，我们基本可以判断留给太化的只剩下煤气化的方向，而考虑新疆、内蒙煤制天然气条件更为有利，我们认为太化不太可能单纯从事煤制天然气，而更有可能发挥其在煤化工领域的积累优势，进行新型多联产煤化工，这也正是规划中给其定位的“煤、电、化、冶多联产、国际一流的具有鲜明循环经济特色的煤化工精品园区”。

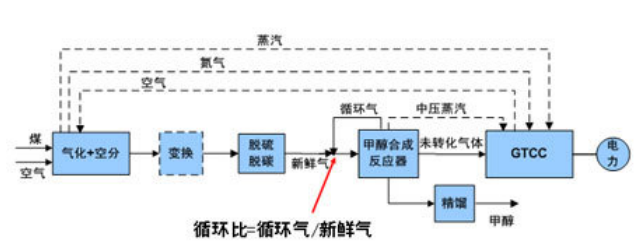
结合规划中提到的鼓励煤炭、电力和煤化工企业进行联合和兼并重组，我们认为从技术路线上，太化未来很可能联合电力和煤炭企业利用 IGCC 发展洁净煤发电和化工、冶金多联产系统产业。更重要的是不同于国内以电力企业牵头的其他项目，以化工企业为主的洁净煤技术更可发挥多联产效能，最大程度的实现循环利用，太化也将借此契机成为真正意义上的现代煤化工企业。

图 2：洁净煤发电及精制甲醇联产示意

并联联产系统变负荷特性案例分析



串联联产系统变负荷特性案例分析



目前五大发电集团，包括华电、大唐、中电投、国电、华能等均有意发展 IGCC 项目。如果按照 4X400MW 机组，建造成本 8000-10000 元/千瓦计算，加上化工产品联产设备的投资，全部投资约在 200 亿以上，这也符合相关报道中的公司将进行一期 200 亿规模投资的描述！

今天——搬迁提供天赐良机

太化的未来要发展新型煤化工，而这注定离不开煤炭资源。事实上，太化近些年始终面临着没有资源的困境。从政府对太化定位的角度，此次搬迁无论对于太化自身抑或山西政府都是天赐良机，太化可以通过对价获得梦寐以求的煤炭资源、市政府可以获得城市发展的整装空间、而山西省也可为太化发展提供实质支持从而实现山西从煤炭大省到煤炭强省的战略目标！可谓搬迁提供良机、搬迁创造多赢！

2009 年 1 月通过的太原城市发展规划中的西山地区综合整治规划方案明确提出搬迁高污染水泥、煤炭、焦炭、化工等企业，建立绿色环保宜居新城区，主要就是涉及狮头水泥、煤气化和太化厂区所在地区。

图 3：太化股份厂区示意图



资料来源: Google, 联合证券研究所

太化股份拥有晋源区的 743 亩厂区土地, 该区域距离太原市“十一五”期间新区建设的龙头核心地带长风商务区不足 3 公里。目前长风中心区的太原十大建筑工程正在如火如荼的进行, 包括山西煤炭交易中心、太原市博物馆、山西大剧院等所有场馆将在 2011 年举办中博会之际全部完工。可以想见未来该区域将成为太原商务、旅游、文化的中心区域, 潜力巨大。

目前长风西街向西沿线正在建设, 和平南路等路段均已得到扩建, 区域发展雏形已经显现。而实地走访公司厂区所在化工路发现, 除药业公司和公司氯碱厂外, 基本处于荒废状态, 整条街生气皆无; 而从公司厂区职工处我们了解到, 厂区设备目前处于部分生产状态。从实地感受而言, 太化的搬迁已是箭在弦上!

图 4: 公司氯碱厂区情况



资料来源: Google, 联合证券研究所

太化涉及搬迁的厂区用地约 50 万平方米, 工业用地, 账面价值 1.89 亿元, 剩余使用年限 40 年。如果按照 2008 年太原工业地价指导基准价计算 (控制区 1275 元/平米, I 类区 691 元/平米, II 类区 339 元/平米, III 类区 242 元/平米), 该地块价值仅有 1.2 亿元左右。但我们注意到在公司 2009 年 1 月 12 日与中信银行太原分行签署的抵押合同中该地块评估价值为 30882 万元, 已经升值 50%。

为了更准确的评估该地块潜在价值, 我们选取太原国土资源局土地招拍挂公告中临近或类似区域的土地情况作参考。910 号地所处区域与公司地块比较接近, 919 号地距离长风中心区更近, 而 933 号地处于城市西北角 (不符合太原南移西进的方向), 我们可以从起始价看出, 距离长风商务区越近、越符合城市发展方向的区域地价越高。综合判断, 公司厂区土地价值至少在 1500 元/平米, 从而公司搬迁土地可获对价在 7.5 亿元以上。

表 1：公司厂区土地可类比地块价格参考

挂牌时间	地块编号	位置	出让面积 (平方米)	用途	起始价 (万元)	备注	单价 (元/平方米)
2009-3-20	LG-0910	位于和平南路 92 号，和平南路以东、义井北街以南、义井北一条以西、太化公司、裕仙酒楼以北	19272.51	住宅、商业	3204	出让年限为商业 40 年、住宅 50 年。容积率不大于 3.84，建筑密度不大于 37%，绿地率不小于 35%。	1662.47
2009-6-4	CG-0919	万柏林区小王村，南内环西街以南、晋祠路以西、小王村集体土地以东、省机关事务管理局以北，	41962.34	住宅、商业	15107	出让年限住宅 50 年、商业 40 年。基本规划条件：容积率不大于 4.0，建筑密度不大于 40%，绿地率不小于 30%。现状为建筑材料市场	3600.13
2009-11-27	CG-0933	位于和平北路以东、三给村用地以北、滨河西路以西，	631834.5	住宅、商业	92880	出让年限住宅 50 年、商业 40 年。基本规划条件：容积率地块一不大于 2.0、地块二、四不大于 3.0，建筑密度不大于 30%，绿地率不小于 30%。地块现状为三给村、小东流村果园地、菜地	1470.01

资料来源：太原国土资源局，联合证券研究所

根据对公司未来发展的判断，我们认为公司极有可能淘汰与未来方向不匹配的老的焦炭、合成氨、氯碱等装置（氯碱、化肥装置大多老旧，焦炉是较老的 4.3 米炉）。2009 半年报显示母公司固定资产账面值 12.2 亿，在建工程 5.27 亿，考虑到太化拥有的铁路、水源等，我们粗略估计剥离母公司现有化工业务资产可获得的对价约在 17-20 亿左右。

对于太化搬迁，政府愿意而且能够支付的补偿对价只有煤炭资源，当然这也是太化所希望和争取的资源。根据目前上市公司煤炭资产注入时所对应的吨产能价值，考虑山西省政府对太化发展的支持态度，我们估计按照 600 元/吨产能进行对价比较合适，那么太化土地和设备通过对价即可获得 400-500 万吨的权益煤炭产能。

表 2：煤炭公司资产注入吨产能价值

	产能（万吨）	股东权益（万元）	吨产能价值（元/吨）
中油化建——经纺煤业	180	118668	659.27
中油化建——凌志达煤业	120	59759	497.99
中油化建——大平煤业	60	40959	682.65
金牛能源注入资产	1229	452505	368.19
恒源煤电注入资产	685	306749	447.81
盘江股份注入资产	1069	696706	651.74

资料来源：公司公告，联合证券研究所

昨天——雄厚的煤化工技术积淀

太化集团是国家“一五”期间建设的三大化工基地之一，从事煤化工 50 多年，拥有先进的粗苯精制技术，具备雄厚的煤化工实力和技术能力。目前太化主要经营性资产均已注入上市公司，据 09 年中报营业收入划分，太化收入中焦炭占 42%，铵系列产品占 18%，粗苯系列产品占 16%，氯碱产品占 12%，铂网系列产品占 11%。

图 5：公司主营收入分布（2009H）

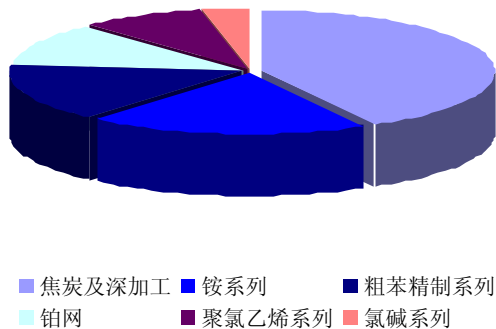
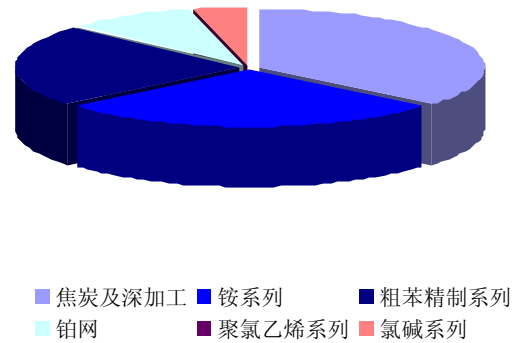


图 6：公司主营利润分布（2009H）



资料来源：Wind，联合证券研究所

目前太化母公司设备普遍比较落后，而其控股的宝源、名源公司进行的粗苯精制和华贵金属的铂、钯网等产品具有较先进的技术水平。但不可否认的是太化多年、多产业链煤头化工的经验积累了雄厚的技术实力，这也是山西省政府看重太化，欲以其作为山西新型煤化工龙头企业的原因所在。而考虑母公司当前装置状态，我们认为很可能通过争取政府支持的形式借此次搬迁进行剥离！

表 3：太化股份主要业务及装置情况

下属公司	股权比例	装置设备	备注
焦炭分公司	分公司	焦炭产能 100 万吨。拥有三台焦炉，目前主要是 4#、5#两台分别为 40 万吨/年的焦炉在生产，这两台焦炉经技改实际产能合计约 100 万吨，在 2008 年产量已经超过 98 万吨。	
氯碱分公司	分公司	PVC 产能 20 万吨/年，对应烧碱产能 12 万吨/年，液氯产能 4 万吨/年	
化肥分公司	分公司	18 万吨合成氨，10 万吨工业硝铵、20 万吨复合肥。共有 5 套合成氨装置，均为技改老装置，单套产能较低。	
铁运分公司	分公司	拥有 43 公里内线铁路，500 多台特殊品铁路运输车辆，2 个危险品车站；公司内线铁路对外连接节点为太原西站。	主要是为了满足公司两大生产园区氯碱厂园区和化肥厂园区之间物资运输通畅
供水分公司	分公司	拥有几十口水井及相关配送水管，日均出水量 15 万立方米以上	可完全满足公司生产需要
宝源化工	55%	20 万吨/年粗苯精制	宝钢 45%
名源化工	51%	12 万吨/年粗苯加氢	鼎力 44%，派特化工 5%

华贵金属	68.50%	多元系列铂网产品 2400 公斤/年产能，钯合金吸附网 600 公斤/年产能	
太恒达	45%	6 万吨/年甲醇装置	停产

资料来源：公司资料，联合证券研究所

价值分析与投资建议

政府规划已经明确了太化的定位，欲用 3 年时间按一流标准建设，使新太化成为集煤、电、化、冶于一体，真正意义上的现代煤化工企业，可以说新太化的价值远非我们目前所能计算清楚。但我们预计仅仅通过此次搬迁公司可获得政府作为支持的煤炭资源即可大幅提升公司价值。

根据我们测算，公司搬迁对价约可获得 400-500 万吨/年的煤炭产能，而以目前上市公司吨产能市值保守计算，公司理论市值应为 60-75 亿元（对应股价 11.7-14.6 元），较目前高 30-70%。

更重要的是我们认为获得搬迁对价仅仅是太化重塑新生的第一步，我们分析认为太化最终将有可能通过再度引入战略投资者，以 IGCC 技术为依托做大煤、电、化、冶循环产业。考虑到政府要借太化做大煤化工，而目前太化无论从资产还是市值都无法担此重任，不排除政府在搬迁对价的同时通过增发注入更多资源，以使其具有更强大的持续发展和融资能力。

表 4：煤炭上市公司吨产能市值比较（2009-11-30）

公司名称	大同煤业	潞安环能	国阳新能	西山煤电	平煤股份	国投新集
总市值（亿元）	389.30	632.80	457.91	992.87	449.74	351.20
煤炭产能（万吨）	2500	2500	1500	1650	2730	1400
吨产能市值（元）	1557	2531	3053	6017	1647	2509

资料来源：Wind，联合证券研究所

公司无形资产余额 1.89 亿，但该土地实际价值至少在 8 亿，因此如果按照 2.2 倍 PB 计算（今年年初的市场 PB 水平），公司总市值的安全边际应在 35 亿左右（对应股价 6.8 元），较目前低 20% 左右。从当前市场情况看，具有煤炭资产注入预期的公司市值都较太化高（中油化建 113 亿、太工天成 44 亿、安源股份 42 亿），而且更重要的是太化只需搬迁对价而不需通过股本扩张即可获得资源。

根据山西省政府相关部门公开信息，我们预计搬迁方案将很快出台；建议现价买入，从而获取搬迁对价的期权收益，以及未来太化乌鸡变凤凰后的巨大空间！

确定中的不确定因素：

搬迁时间：近在眼前

公司价值将随搬迁方案的出台而得到彻底体现，而根据资本市场特点，其股价将会随搬迁方案的临近而逐步接近其远期价值！综合实地调研和逻辑推测，我们认为搬迁方案很可能在春节前出台！

其他路径：机会不大

作为母公司的太化集团近两年非化工业务，特别是房地产业务借助城市的快

速扩容得到迅猛发展，其开发的“太化地产奥林滨河花园省地节能环保型国家康居示范工程项目”，8月15日通过国家住房和城乡建设部组织的国家康居示范工程评审，成为山西化工行业首个国家康居示范工程。

考虑到集团投身地产开发的冲动，股份公司会否通过搬迁直接获得土地开发权做对价呢？但仔细理解省政府对太化的定位，股份公司的生产存续，政府对新区的统一规划，我们认为此种方案通过概率很小。

退一步讲，即使土地被直接对价做房地产开发，政府也必须为太化这一上市公司的存续提供新的支撑。考虑到目前管理层均来自天脊化工，存在天脊借壳太化的理论可能，但基于政府意愿等多方原因，该方案很难实现。而即使如此，以天脊化工的资产规模与盈利能力，当前太化市值也处于低估状态。

风险提示：

公司未来价值较大程度依附于政府，政府态度与行为对搬迁进度乃至价值体现影响巨大。

附表：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1599	1832	1774	2039	营业收入	3741	3442	3740	4056
现金	237	214	225	413	营业成本	3418	3270	3366	3650
应收账款	312	479	403	412	营业税金及附加	10	12	12	12
其他应收款	173	164	176	192	营业费用	19	24	23	27
预付账款	420	556	529	548	管理费用	183	183	191	211
存货	445	389	420	445	财务费用	69	39	37	22
其他流动资产	12	29	22	29	资产减值损失	25	0	0	0
非流动资产	2160	2038	1898	1743	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1290	1563	1835	1318	营业利润	18	-85	112	133
无形资产	191	182	172	163	营业外收入	3	8	6	6
其他非流动资产	668	282	-121	251	营业外支出	7	10	11	9
资产总计	3759	3870	3672	3782	利润总额	14	-88	107	130
流动负债	2264	2487	2225	2309	所得税	-3	-22	27	32
短期借款	612	930	604	588	净利润	18	-66	80	97
应付账款	878	785	836	891	少数股东损益	1	-3	6	6
其他流动负债	774	772	784	830	归属母公司净利润	17	-63	74	91
非流动负债	74	29	-6	-56	EBITDA	201	64	286	305
长期借款	6	-29	-69	-117	EPS (元)	0.03	-0.12	0.14	0.18
其他非流动负债	69	58	63	61					
负债合计	2339	2515	2219	2253	主要财务比率				
少数股东权益	101	98	104	111		2008	2009E	2010E	2011E
股本	514	514	514	514	成长能力				
资本公积	516	516	516	516	营业收入	19.4%	-8.0%	8.7%	8.4%
留存收益	288	225	318	387	营业利润	-75.5%	-582.7%	31.1%	19.0%
归属母公司股东权益	1319	1256	1349	1418	归属于母公司净利润	-74.0%	-480.6%	18.0%	22.8%
负债和股东权益	3759	3870	3672	3782	获利能力				
					毛利率(%)	8.6%	5.0%	10.0%	10.0%
现金流量表					净利率(%)	0.4%	-1.8%	2.0%	2.2%
					ROE(%)	1.3%	-5.0%	5.5%	6.4%
					ROIC(%)	5.9%	-1.7%	6.3%	7.4%
经营活动现金流	240	-244	393	308	偿债能力				
净利润	18	-66	80	97	资产负债率(%)	62.2%	65.0%	60.4%	59.6%
折旧摊销	114	110	137	149	净负债比率(%)	27.96%	36.53%	25.36%	21.95%
财务费用	69	39	37	22	流动比率	0.71	0.74	0.80	0.88
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	0.51	0.58	0.61	0.69
营运资金变动	38	-387	168	32	营运能力				
其他经营现金流	2	60	-29	8	总资产周转率	1.05	0.90	0.99	1.09
投资活动现金流	-269	-5	-8	-8	应收账款周转率	11	7	7	8
资本支出	273	0	1	2	应付账款周转率	4.58	3.93	4.15	4.22
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	5	-5	-7	-6	每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.12	0.14	0.18
筹资活动现金流	-4	226	-374	-113	每股经营现金流(最新)	0.47	-0.47	0.76	0.60
短期借款	64	318	-325	-17	每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.44	2.62	2.76
长期借款	-67	-35	-40	-47	估值比率				
普通股增加	24	0	0	0	P/E	278.98	-73.29	62.10	50.56
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.49	3.67	3.41	3.25
其他筹资现金流	-26	-56	-9	-49	EV/EBITDA	25	80	18	17
现金净增加额	-32	-23	11	188					

资料来源：公司资料，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。