

悦达投资

600805

增持/ 首次评级

股 价	2009/12/17
RMB10.08	

基础数据

总股本（百万股）	545
流通 A 股（百万股）	544
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）	5486

财务数据

市净率 (X)	4.22
TRACING P/E (X)*	30.14
EPS (元)	0.27
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 姚宏光
 0755-8249 2723
 Yaohg@lhqz.com

陈旭
 0755-82125144
 chenxu@lhqz.com

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春

——剥离，注入，增长

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2015.0	1675.3	2202.4	2433.6	2690.6
(+/-%)	11.1	5.7	31.5%	10.5%	10.6%
归属母公司净利润(百万元)	62.9	149.3	265.7	349.4	403.2
(+/-%)	67.6	401.4	322.3%	31.5%	15.4%
EPS(元)	0.12	0.27	0.49	0.64	0.74
P/E(倍)	97.9	41.2	20.7	15.7	13.6

说明：基于谨慎原则，盈利预测未考虑剥离亏损业务和注入煤炭资产

■ **公路业务收益稳定，汽车制造业务高成长，剥离亏损的拖拉机及纺织业务及陆续注入煤炭资产将大幅度增厚公司的收益。仅基于剥离亏损资产假设之下的估值为 15.32 元，考虑煤炭资产注入假设之下的估值为 19.04 元。**

■ **收费公路是稳定的利润来源和现金牛。**公司拥有三条路产，预计 2009 年和 2010 年贡献净利润 2.45 亿元和 2.68 亿元，盈利较稳定。

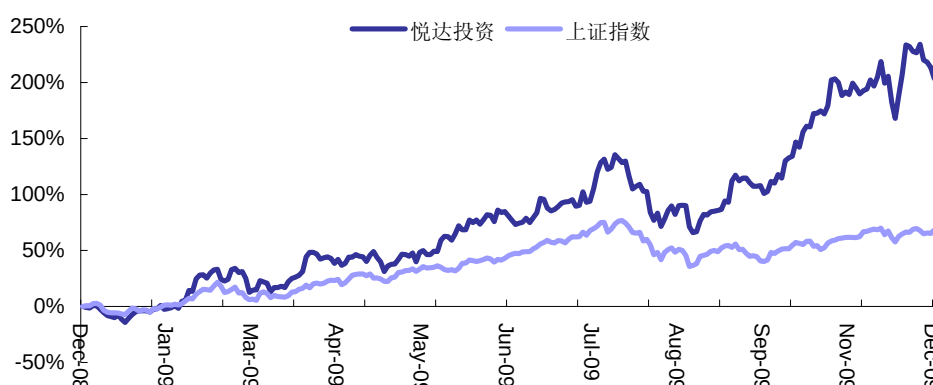
■ **汽车业务高增长。**受益于二三线城市需求增长及新车型推出，产能利用率大幅度提高，毛利率提升。2010 年东风悦达起亚将仍然保持较高的销量增速，2009 年和 2010 年投资收益贡献分别为 1.36 亿元和 2.02 亿元，同比增长 296.4%和 48.6%。

■ **亏损制造业剥离将带来利润大幅度上升。**拖拉机和纺织制造业处于连续亏损状态，年亏损 1 亿多元。12 月公司已将 25%盐城国际妇女时装股权出售给集团，2010 年继续剥离其他制造业务可能性较大，业绩因此将得到大幅度提升。

■ **中长期集团煤矿资源注入可期待。**集团今年剥离亏损酒店业务同时注入乌兰渠煤矿，将公司打造成为“公路+煤炭”为主的发展目标逐渐清晰。目前集团煤炭权益产能 490 万吨，后续一次性打包或分批注入煤炭资源，将增厚公司净利润 70%。

■ **风险提示：**制造业剥离和煤炭资产注入均具一定不确定性。

最近 52 周股价表现



目 录

持续增长，整合主业	3
收费公路是公司的稳定现金牛	4
新车型推出和产能利用率的提高带来汽车业务的高增长	5
亏损剥离将带来利润大幅度上升	7
煤炭资源后续注入值得期待	7
煤炭和高速公路的主业定位日渐清晰	7
集团资源丰富，后续注入集团煤炭值得期待	8
公司估值	9

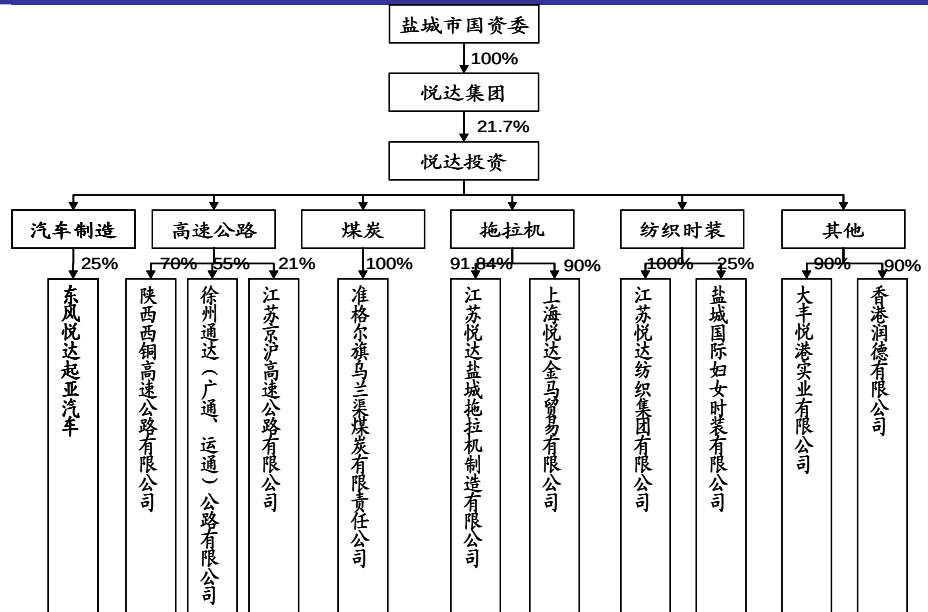
图 表

图 1 公司业务结构	3
图 2 2009 年 1-6 月公司营业收入构成	3
图 3 投资收益是公司的主要利润贡献来源	4
图 4 江苏京沪高速公路是主要的投资收益来源	4
图 5 2009 年半年报各路产净利润贡献占比	5
图 6 东风悦达起亚主要车型	6
图 7 东风悦达起亚平均单车净利润大幅度上升	6
图 8 悦达集团主要控股公司	8
表 1 公司主要路产情况	4
表 2 公司路产经营情况及预测	5
表 3 东风悦达起亚产品销量及盈利预测	6
表 4 内蒙古准格尔旗乌兰渠煤矿基本资料	7
表 5 内蒙古准格尔旗乌兰渠煤矿经营情况及盈利预测	7
表 6 悦达集团旗下拥有主要煤矿基本资料	8
表 7 内蒙古准格尔旗乌兰渠煤矿经营情况及盈利预测	9
表 8 情景一：剥离拖拉机和纺织业务情况下公司估值 错误！未定义书签。	
表 9 不同发行价格下的发行方案	10
表 10 情景二：按照 13 元注入煤炭资源同时置换纺织和拖拉机情况下公司估值 错误！未定义书签。	

持续增长，整合主业

公司第一大股东是江苏悦达集团，持有股比例 21.7%。公司涉足的行业较多，以公路基础设施经营、煤炭开采、汽车制造、纺织服装为主，同时还经营拖拉制造、物流、商贸等投资。

图 1 公司业务结构

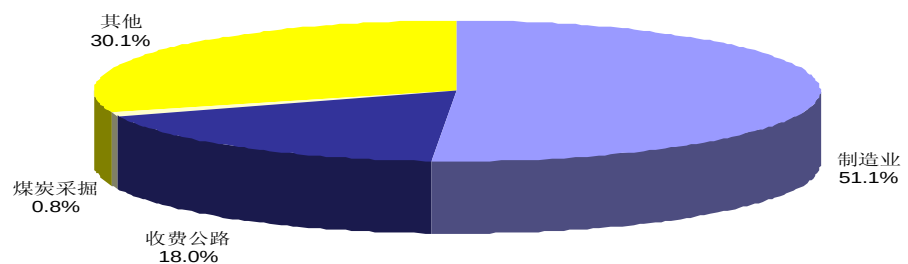


数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

投资收益是主要利润来源。旗下的 3 条路产为公司的持续发展提供稳定的利润和现金支持；汽车制造业务具有较高的成长性；煤炭开采业务刚纳入公司经营范围，集团煤矿资产注入将带来公司业绩的显著提升；拖拉机和纺织业务目前处于亏损状态，未来被剥离出上市公司的可能性较大。

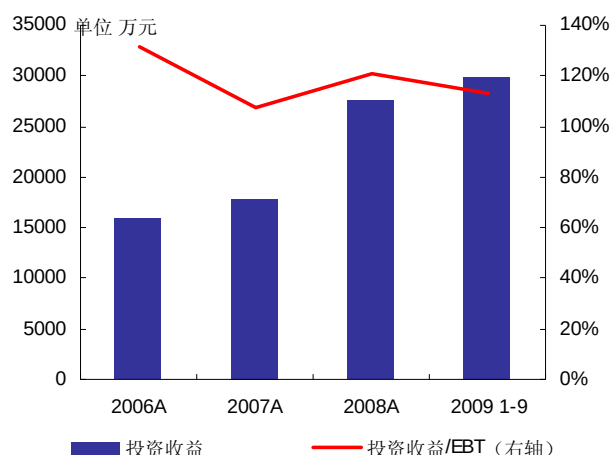
我们保守分别给予公路、汽车、煤炭 PE14X、20X、18X。按照明年制造业剥离计算，我们预测 2009 年和 2010 年归属母公司的净利润为 3.42 亿元、5.48 亿元，合 EPS 分别为 0.63 元、1.01 元。仅基于剥离亏损资产假设之下的估值为 15.32 元，考虑煤炭资产注入假设之下的估值为 19.04 元。

图 2 2009 年 1-6 月公司营业收入构成



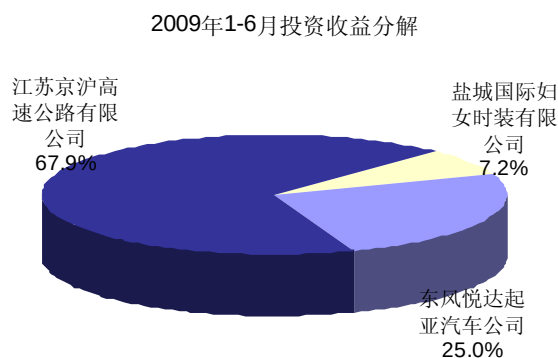
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3 投资收益是公司的主要利润贡献来源



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4 江苏京沪高速公路是主要的投资收益来源



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

收费公路是公司的稳定现金牛

公司拥有三条路产，分别是江苏京沪高速公路、陕西西铜高速公路和徐州三环路，年收益稳定，2009 年 1-6 月三条路产的收益为 2.25 亿元，占比分别为 53.4%，46.1%和 0.4%。

京沪高速是苏北经济发展的轴心，自 2000 年全线通车以来年均增速保持在 17% 以上，目前处于增速平稳时期。京沪高速作为联接环渤海和长江三角的命脉，其增速将超过全国运输的总体增速。

西铜高速是沟通陕北、关中、陕西的主动脉之一。2009 年上半年，由于金融危机，煤炭需求减少，运煤车辆减少导致该路产收入略微下滑，随着经济的逐步企稳，该路产仍将保持较好的收益。根据陕西西铜高速公路有限公司的章程规定，公司对该路段的收益从 2011 年起由目前的 80%回归到正常的 70%，届时公司的收入和净利润将减少 10%左右。

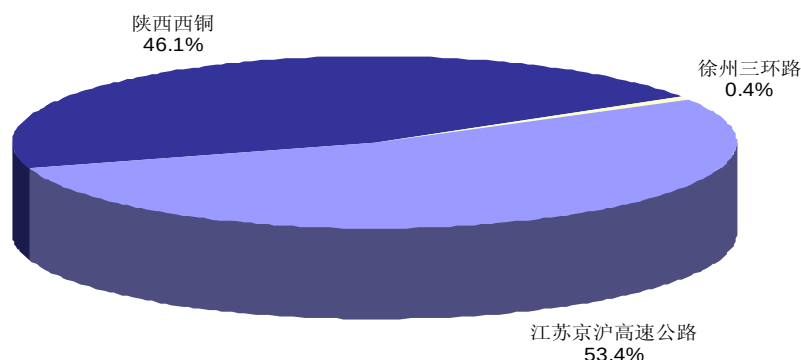
徐州三环已经由过去的国道连接公路转化为城市内道。随着功能转变，车流量下降，通行费收入逐步减少。但该路产收益占比很低，其业绩下滑对板块利润影响不大。

表 1 公司主要路产情况

收费公路	等级	长度 (km)	投资 (亿元)	持股比例	车道数量	全线通车时间	经营权起始	经营权截止
江苏京沪高速公路	高速公路	261.5	12.6	21%	6	2000	2002	2031
陕西西铜	一级公路	100.81	8	70%	4	2001	2001	2021
徐州三环路	市内环路	54.7	5.2	80%	6	1993	1999	2020

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5 2009 年半年报各路产净利润贡献占比



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2 公司路产经营情况及预测

	亿元	2006	2007	2008	2009 1-6	2009E	2010E	2011E
江苏京沪高速	收入	20.53	24.76	28.55	12.50	25.0	27.50	30.25
公路	收入增速		20.6%	15.3%	-14.6%	-12.4%	10.0%	10.0%
(21% 股权)	净利润	8.21	9.86	12.21	6.38	12.77	14.04	15.45
	净利润增速		20.1%	23.8%	NA	4.6%	10.0%	10.0%
陕西西铜	投资收益	1.72	2.07	2.56	1.29	2.58	2.95	3.24
(70% 股权)	收入	2.84	4.11	5.48	2.51	5.20	4.68	4.77
	收入增速		44.7%	33.3%	-0.4%	-5.1%	-10.0%	2.0%
	净利润	0.92	1.62	2.36	1.12	2.24	2.01	2.05
	净利润增速		76.1%	45.4%	NA	-5.0%	-10.0%	2.0%
徐州三环路	收入	0.99	1.05	0.98	0.50	1.00	1.01	1.03
(80% 股权)	收入增速		6.1%	-7.0%	NA	2.5%	1.0%	2.0%
	净利润	0.11	0.13	0.13	0.02	0.05	0.05	0.05
	净利润增速		18.2%	4.0%	NA	-62.6%	1.0%	2.0%
合计归属母公司净利润		1.84	2.48	3.24	1.55	3.14	3.30	3.54

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：陕西西铜和徐州三环对应的财务费用由母公司承担，未计入归属母公司净利润

新车型推出和产能利用率的提高带来汽车业务的高增长

公司参股 25%东风悦达起亚汽车。该公司是由东风汽车公司、悦达投资、韩国起亚汽车株式会社共同组建的中外合资轿车制造企业。其第一工厂产能 13 万辆，第二工厂产能 15 万辆，技改可达 30 万辆产能。

东风悦达起亚 2009 年 1-10 月销量 17.76 万辆，预计全年销售汽车将达 22.17 万辆，同比增长 7.97 万辆/79.2%。领先于行业的高增长一方面源于原有主力车型赛拉图和狮跑的热销，预计 2009 年全年分别增长 34.5%和 23.1%，同时新车型福瑞迪贡献显著，该车型主要针对高端的中级车（1.6L 排量）市场，自 2009 年 6 月推出以来 5 个月销售 2.81 万辆，预计 2009 年全年将销售 4.10 万辆。产能利用率的提高和产品结构的改善使得单车净利润增加。

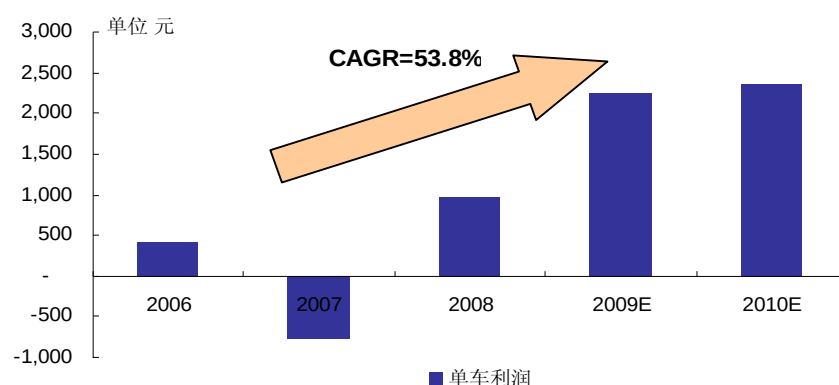
基于对明年汽车行业整体景气度较高的判断，以及东风悦达起亚今明两年新车型 CUV Soul、SUV Knd-4 的推出，我们认为明年东风悦达起亚将仍然保持较高的销量增速，2009 年和 2010 年对公司的投资收益分别为 1.36 亿元和 2.02 亿元，同比增长 296.4%和 48.6%。

图 6 东风悦达起亚主要车型



数据来源：华泰联合证券研究所

图 7 东风悦达起亚平均单车净利润大幅度上升



数据来源：公司年报、汽车工业协会、华泰联合证券研究所

表 3 东风悦达起亚产品销量及盈利预测

	2006	2007	2008	2009 1-10	2009E	2010E
千里马	35,201					
锐欧		18,512	29,898	30,818	37,000	40,000
嘉华	2,838	2,416	1,155	589	700	300
赛拉图	69,106	62,786	74,352	82,902	100,000	110,000
远舰	7,855	6,700	4,103	2,474	3,000	2,000
福瑞迪				28,101	41,000	65,000
狮跑		5,713	32,500	32,719	40,000	55,000
Soul						20,000
合计 (辆)	115,000	96,127	142,008	177,603	221,700	282,300
销售收入 (万元)	937,794	836,187	1,320,837		2,037,450	2,653,423
净利润 (万元)	4,836	-7,528	13,700		54,311	80,694
权益比例	25%	25%	25%		25%	25%
投资收益 (万元)	1,209	-1,882	3,425		13,578	20,174

数据来源：汽车工业协会、华泰联合证券研究所

亏损剥离将带来利润大幅度上升

公司现有制造业包括拖拉机和纺织业务，处于连续亏损状态。

拖拉机业务方面，公司今年与印度马恒达公司合资成立“马恒达悦（盐城）拖拉机有限公司”，产品结构由原来的低毛利小马力拖拉机转化为大、中马力拖拉。目前公司拖拉机年销量在 2.28 万台，13 万台产能，产能利用率非常低。2008 年拖拉机业务亏损 6,036 万元，预计 2009 年全年亏损 2,000 万元。随着技改和新产品被市场接受，2010 年该业务可能扭亏，但长期趋势仍难乐观。

纺织业务方面，一是受全球金融危机影响，国内纺织品出口困难，纱线市场竞争激烈打价格战；二是旗下悦弘织造公司今年下半年投产，投资期初较高的运行成本，2008 年和 2009 年分别亏损 9001 万元和 8000 万元左右，未来 2 年扭亏的可能性不大。

为更好集中资金做好主业，对不属于主业的资产业务进行剥离，公司于今年 12 月 12 日将所持有 25% 股权的盐城国际妇女时装出售给了集团，获得 3035 万元的收益。我们认为公司明年进一步剥离其他制造业务的可能性较大，且符合公司战略调整规划。如果明年剥离该板块，公司将减亏至少 1 亿元。

煤炭资源后续注入值得期待

煤炭和高速公路的主业定位日渐清晰

公司的发展战略是精化主业，集团将致力于打造悦达投资为以公路和煤炭开采为主的上市公司，并且已着手实施。2008 年 8 月公司将亏损的江苏悦达国际大酒店有限公司 100% 股权转让给悦达集团，同时收购悦达集团持有的乌兰渠煤炭公司 100% 股权。通过该交易，公司剥离了近年持续亏损的酒店资产，换入煤矿资产。

收购的乌兰渠矿为露天开采矿，主要为不粘煤和长焰煤，开采成本较低，可采储量 5,657 万吨，年设计产能 80 万吨。我们估计 2010 年和 2011 年产能分别为 60 万吨和 70 万吨，利润 0.37 亿元和 0.46 亿元。

表 4 内蒙古准格尔旗乌兰渠煤矿基本资料

	股权比例	储量	年产（万吨）	煤种	状态
内蒙古准格尔旗乌兰渠	100%	可采储量 5657 万吨	80	不粘煤和长焰煤露天煤	2008 年置入。今年 6 月恢复生产，预计有望实现年度开采目标

数据来源：公司公告，《江苏悦达集团 09 年企业债信用评级报告》，华泰联合证券研究所

表 5 内蒙古准格尔旗乌兰渠煤矿经营情况及盈利预测

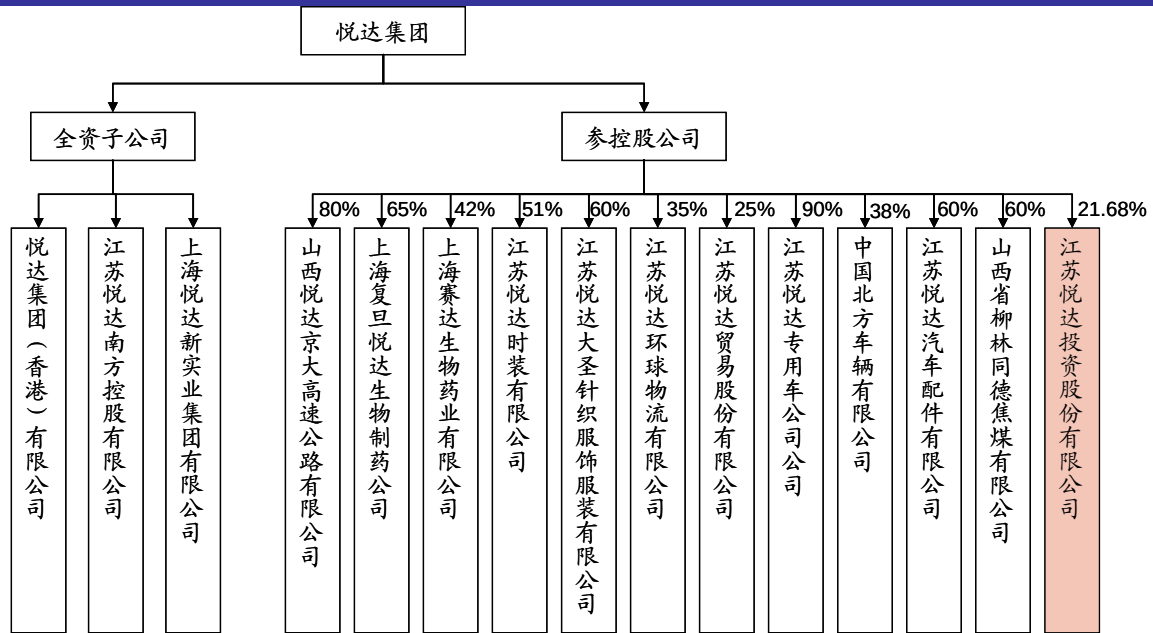
	2008	2009E	2010E	2011E
开采量（万吨）	26.80	40.00	60.00	70.00
单价（元/吨）	147.46	147.46	154.84	162.58
销售收入（亿元）	0.40	0.59	0.93	1.14
销售收入增速		49%	58%	23%
利润（亿元）	0.13	0.20	0.37	0.46
利润增速		49%	87%	23%

数据来源：公司公告，《江苏悦达集团 09 年企业债信用评级报告》，华泰联合证券研究所

集团资源丰富，后续注入集团煤炭值得期待

江苏悦达集团是全国 520 户重点国有企业之一，有非常丰富的资本运作经验。目前公司资产总额逾 170 亿元，形成了矿产资源开发与经营、基础设施投资、工业制造业和现代服务业等四大业务板块。旗下拥有 3 家全资子公司、12 家二级参控股公司，其中两家上市公司，悦达矿业控股有限公司和悦达投资，分别在香港和上海上市交易。

图 8 悦达集团主要控股公司



数据来源：《2009 年江苏悦达集团有限公司公司债券募集说明书》，华泰联合证券研究所

集团的煤炭资源主要包括山西省柳林同德焦煤有限公司 60%的股权、参股山西悦达军山煤业有限公司以及陕西黄陵二号煤矿有限公司。其中陕西黄陵二号矿年产能 1,000 万吨，属特大型矿，2007 年正式投产。悦达军山煤矿位于附加值高、瓦斯含量低和煤层离地浅的铸焦煤主产区，具有较高的投资价值。集团拥有年煤炭产能 1,120 万吨，权益产能 490 万吨，预计 2009 年净利润 2.87 亿元。按照可采储量和年开采量计算，归属集团的价值是 28.4 亿元。

集团部分矿产权属分散，一次性打包注入难度较大，但不排除集团下定决心解决权属问题的可能性。如注入，公司的净利润将增厚 70%。具体的测算详见本报告第三部分。

表 6 悦达集团旗下拥有主要煤矿基本资料

	股权比例	储量	年产（万吨）	煤种	投产	归属集团价值（亿元）
内蒙巴音孟克煤矿	80%	可采储量 3 亿吨	60	露天煤	未投产	12.0
山西悦达中阳军山煤矿	51%	可采储量 3582 万吨	60	主焦煤	2009.6 投产	1.5
陕西黄陵二号矿	46%	可采储量 6.44 亿吨	产能 700 万吨	动力煤	2007 年投产	14.8
陕西榆林中能矿	29.50%	NA	300	动力煤/配焦煤	已经投产	0.1

数据来源：公司公告，《江苏悦达集团 09 年企业债信用评级报告》，华泰联合证券研究所

表 7 内蒙古准格尔旗乌兰渠煤矿经营情况及盈利预测

		2008	2009 1-6	2009E
内蒙巴音孟克煤矿 (80% 股权)	开采量 (万吨)	60.00	NA	60.00
	单价 (元/吨)	139.42	NA	139.42
	销售收入 (亿元)	0.84	NA	0.84
	收入增速		NA	0%
	净利润 (亿元)	0.28	NA	0.28
	净利润增速	33%	NA	0%
	权益净利润	0.22	NA	0.22
山西悦达中阳军山煤矿 (51% 股权)	开采量 (万吨)	21.85	12.72	25.44
	单价 (元/吨)	627.00	668.24	668.24
	销售收入 (亿元)	1.37	0.85	1.70
	收入增速		NA	24.1%
	净利润 (亿元)	0.88	0.48	0.96
	净利润增速		NA	9.0%
	权益净利润	0.45	0.24	0.49
陕西黄陵二号矿 (46% 股权)	开采量 (万吨)	375.00	292.00	584.00
	单价 (元/吨)	294.40	286.30	286.30
	销售收入 (亿元)	11.04	8.36	16.72
	收入增速		NA	51.4%
	净利润 (亿元)	2.69	1.50	3.00
	净利润增速		NA	11.5%
	权益净利润	1.24	0.69	1.38
陕西榆林中能矿 (29.5% 股权)	开采量 (万吨)	NA	154	308.00
	单价 (元/吨)	NA	NA	280.52
	销售收入 (亿元)	NA	4.32	8.64
	收入增速	NA	NA	NA
	净利润 (亿元)	NA	2.1	2.63
	净利润增速	NA	NA	NA
	权益净利润	NA	0.62	0.78
合计	权益净利润			2.87

数据来源：公司公告，《江苏悦达集团 09 年企业债信用评级报告》，华泰联合证券研究所

公司估值

考虑收费公路已经是成熟路产，未来增长潜力不大，我们给予略低行业平均 PE，按 14 倍估值，给予汽车业务 20 倍 PE，煤炭采掘按行业平均 18 倍 PE 估值。拖拉机和纺织业务处于亏损状态，预测 2010 年剥离不予估值。

情景一：明年剥离亏损拖拉机和纺织业务

基于假设，公司 2010 年的合理价格为 15.32 元。

表 8 情景一：剥离拖拉机和纺织业务情况下公司估值

	净利润		EPS		PE	Price	
	2010	2011	2010	2011		2010	2011
收费公路	2.68	2.90	0.49	0.53	14X	6.88	7.45
汽车	2.02	2.22	0.37	0.41	20X	7.40	8.14
煤炭采掘	0.31	0.44	0.06	0.08	18X	1.03	1.45
合计	5.01	5.56	0.92	1.02		15.32	17.04

数据来源：华泰联合证券研究所

情景二：注入煤炭资源同时置换亏损拖拉机和纺织业务

集团煤炭资产按照可采储量和年产量计算，估值 28.4 亿元。纺织和拖拉机业务由于亏损，按照 0.5 倍 PB 估算价值 3.44 亿元。考虑注入资产价值大于置换资产价值，上市公司需要向集团定向增发部分股权收购集团煤炭资产。如果按照股价 13 元增发，收购后公司 2010 年合理价格应为 19.04 元。

表 9 不同发行价格下的发行方案

发行股价（元）	12	13	14	15
纺织 拖拉机 估值（亿元）	3.44	3.44	3.44	3.44
注入煤炭估值（亿元）	28.38	28.38	28.38	28.38
发行股份（亿元）	24.94	24.94	24.94	24.94
发行股数（亿股）	2.08	1.92	1.78	1.66
总股本（亿股）	7.53	7.37	7.23	7.11
发行后集团持股比例	43.3%	42.0%	41.0%	40.0%
EPS（元）	1.06	1.08	1.10	1.12

数据来源：华泰联合证券研究所

表 10 情景二：按照 13 元注入煤炭资源同时置换纺织和拖拉机情况下公司估值

	净利润		EPS		PE	Price	
	2010	2011	2010	2011		2010	2011
收费公路	2.68	2.90	0.36	0.39	14X	5.09	5.51
汽车	2.02	2.22	0.27	0.30	20X	5.48	6.02
煤炭采掘	3.47	3.91	0.47	0.53	18X	8.47	9.55
合计	8.17	9.03	1.11	1.23		19.04	21.08

数据来源：华泰联合证券研究所

表 11 盈利预测

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	2428	2745	2753	2894	营业收入	2015	2202	2434	2691
现金	1632	1663	1648	1655	营业成本	1511	1720	1813	1980
应收账款	118	154	161	182	营业税金及附加	28	30	33	37
其他应收款	300	326	361	399	营业费用	65	75	82	91
预付账款	28	182	139	172	管理费用	169	223	225	261
存货	331	391	407	446	财务费用	336	214	220	223
其他流动资产	18	29	37	40	资产减值损失	14	18	16	17
非流动资产	5396	5905	6239	6362	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2165	2165	2165	2165	投资净收益	276	441	490	549
固定资产	1230	1602	1955	2183	营业利润	168	363	534	631
无形资产	1649	1624	1599	1574	营业外收入	64	111	39	39
其他非流动资产	351	513	519	440	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	7824	8651	8992	9256	利润总额	228	470	568	665
流动负债	3999	4463	4350	4081	所得税	84	108	114	132
短期借款	1473	1994	1722	1266	净利润	144	362	454	533
应付账款	387	397	441	469	少数股东损益	81	96	105	130
其他流动负债	2139	2072	2187	2346	归属母公司净利润	63	266	349	403
非流动负债	2125	2126	2126	2126	EBITDA	712	734	947	1075
长期借款	2080	2080	2080	2080	EPS (元)	0.12	0.49	0.64	0.74
其他非流动负债	45	46	46	46	主要财务比率				
负债合计	6124	6589	6476	6207		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	547	644	749	878	成长能力				
股本	545	545	545	545	营业收入	11.1%	9.3%	10.5%	10.6%
资本公积	275	275	275	275	营业利润	7.9%	115.9%	47.0%	18.2%
留存收益	332	598	947	1350	归属于母公司净利润	67.6%	322.6%	31.5%	15.4%
归属母公司股东权益	1153	1418	1768	2171	获利能力				
负债和股东权益	7824	8651	8992	9256	毛利率 (%)	25.0%	21.9%	25.5%	26.4%
现金流量表					净利率 (%)	3.1%	12.1%	14.4%	15.0%
单位: 百万元					ROE (%)	5.5%	18.7%	19.8%	18.6%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	18.0%	18.5%	23.0%	25.3%
经营活动现金流	565	127	520	469	偿债能力				
净利润	144	362	454	533	资产负债率 (%)	78.3%	76.2%	72.0%	67.1%
折旧摊销	208	157	192	222	净负债比率 (%)	61.60%	61.84%	58.71%	53.90%
财务费用	336	214	220	223	流动比率	0.61	0.62	0.63	0.71
投资损失	-276	-441	-490	-549	速动比率	0.52	0.53	0.54	0.60
营运资金变动	136	-151	123	36	营运能力				
其他经营现金流	17	-13	19	5	总资产周转率	0.26	0.27	0.28	0.29
投资活动现金流	-565	-185	-43	217	应收账款周转率	12	14	13	13
资本支出	350	600	500	300	应付账款周转率	4.60	4.39	4.33	4.35
长期投资	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-215	415	457	517	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.49	0.64	0.74
筹资活动现金流	-60	88	-492	-679	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.04	0.23	0.95	0.86
短期借款	109	521	-272	-456	每股净资产 (最新摊薄)	2.11	2.60	3.24	3.98
长期借款	-93	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	87.46	20.70	15.74	13.64
资本公积增加	-564	0	0	0	P/B	4.77	3.88	3.11	2.53
其他筹资现金流	487	-433	-220	-223	EV/EBITDA	8	8	6	6
现金净增加额	-62	30	-15	8					

数据来源: 联合证券研究所

注: 基于谨慎原则, 盈利预测未考虑剥离亏损业务和注入煤炭资产

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。