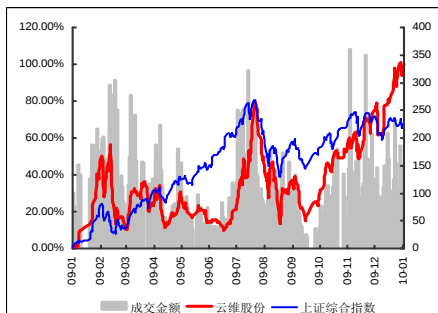


2010 年 1 月 14 日

云维股份（600725）调研报告

评级：推荐

52 周走势



报告作者

化工新材料小组

报告联系人：王席鑫 茅玉峰

电话：0510-82833217

Email：wangxx@glsc.com.cnmaoyf@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

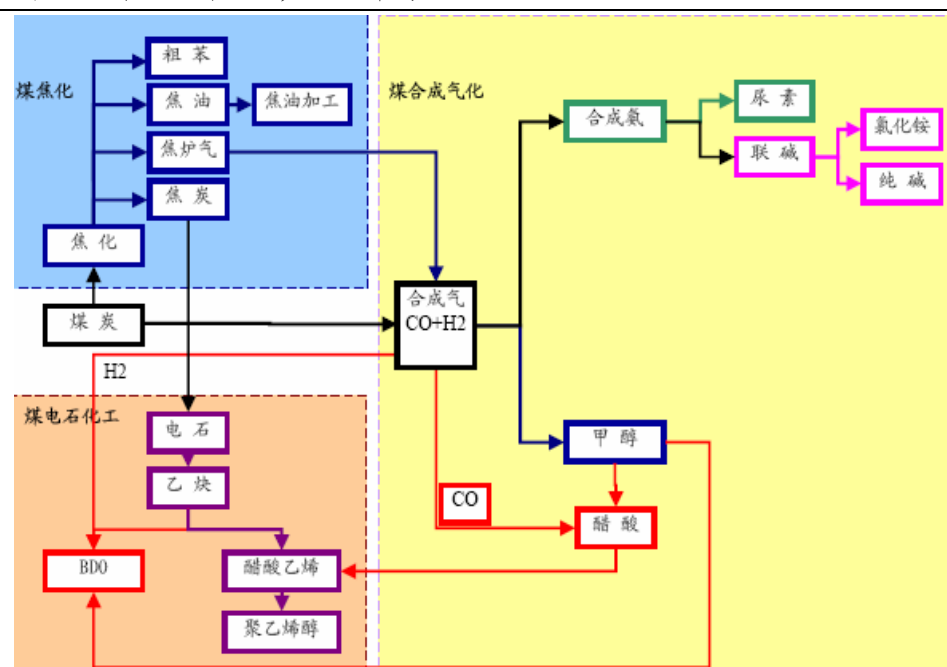
投资要点：

- 公司是国内煤化工产业链最完整的企业之一。目前拥有煤焦化、煤电石化和煤气化三条产业链，且各产业链之间的关键环节产品已打通，技术和成本优势明显。
- 公司属于大独立的焦化企业，优势在于“化产”部分产业链完整。化工产品焦化企业收入和利润占比程度的提高能够避免焦炭单一周期的影响，降低经营风险。在经济复苏时，焦炭盈利弹性较大，同时化工产品盈利能力上升，公司盈利弹性十足。
- 2010 年公司业绩大幅增长来自三个方面：第一是经济复苏和通胀预期下，产品价格将相继走出底部；第二是公司积极向下游精细化工延伸，新产品建成投产贡献收益；第三是公司抓住目前煤炭、焦炭行业结构调整的机会，积极向上游煤炭资源延伸，降低原材料成本，提升企业盈利能力。
- 我们选取 A 股可比上市公司进行比较，10 年行业动态 PE 均值为 25.35 倍，假设 10、11 年宏观经济继续复苏，温和通胀的情况下，公司 09~11 年 EPS 分别为 0.20、1.16 和 1.55 元，给予公司 10 年 25 倍市盈率，合理价值在 29 元，公司 10 年较 09 年同比增长 400% 以上，盈利弹性较大，考虑到未来煤矿资源收购、云南焦化行业整合预期，目前价位给予“推荐”的投资评级。

1、国内煤化工产业链最完整的企业

公司于 96 年上市成立，上市之初是一个单纯的煤电石化企业，之后通过 05，07 年两次定向增发的方式，注入控股股东和实际控制人的煤气化和煤焦化资产。09 年公司通过公开增发的方式，募集资金实施现有产业链布局中的关键节点醋酸和 CO 的建设项目，打通煤焦化、煤气化和煤电石化产业链。控股股东云维集团承诺，将在 2011 年 8 月之前注入 50 万吨 shell 煤气化项目实现整体上市。随着各关键节点项目的陆续建成投产，公司的技术和成本优势明显，已成为目前国内煤化工产业链最完整、最丰富的上市公司。

图1：云维股份煤化工产业链布局



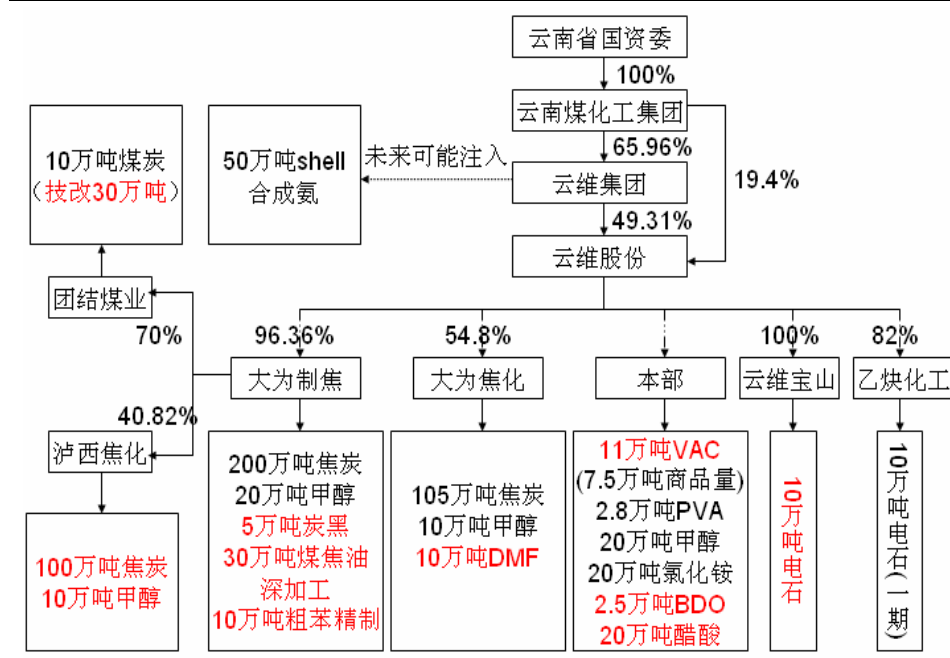
资料来源：09 年增发意向书 国联证券研究所

- 注：1、云维股份 IPO 以来形成的煤电石乙炔化工产业链：用 —— 标识。
 2、云维股份 2004 年重大资产购买所形成资产（煤气化产业链的一部分）：用 —— 标识。
 3、云维股份 2006 年非公开发行所注入资产（煤焦化产业链）：用 —— 标识。
 4、云维股份 09 年增发募集资金所投资项目及相关生产链条，用 —— 标识。
 5、云维集团承诺将在 2011 年 8 月（非公开发行完成之日起两年内）之前所注入的资产（煤气化产业链的一部分）：用 —— 标识。

2、大独立焦化企业，“化产”优势使盈利弹性十足

公司属于焦化企业中的大独立焦化企业。目前国内焦炭行业呈现以冶金企业焦化企业、大独立焦化企业和煤炭企业焦化企业共同存在的竞争格局。大独立焦化企业，优势主要体现在“化产”部分，即综合利用焦炭生产过程中的副产品进行化工产品生产，既减轻了环保压力，还能够提高附加值。由于副产品的综合利用需要一定的规模效应（例如 100 万吨焦炭仅副产约 4 万吨煤焦油），因此只有大型焦化企业才适合发展“化产”产业链，而化工产品在焦化企业收入和利润占比程度的提高能够避免焦炭单一周期的影响，降低经营风险。

图2：公司组织结构及主营产品产能分布（红色为10年新增产能）



资料来源：公司公告 国联证券研究所

08 年的经济危机使大宗商品价格均出现大幅的下跌，不论是焦炭还是相关化工产品均一度跌至全行业亏损的局面。在 09 年上半年原材料焦煤涨价、下游钢厂需求不旺的情况下，焦炭行业整体处于亏损局面，仅有少数几家拥有煤炭资源的上市公司实现盈利，进入三季度，随着焦炭价格的回暖，焦炭盈利弹性体现，全行业盈利快速反弹，而“化产”产业链较长的公司，受益化工产品价格上升，盈利弹性十足。

3、10 年价升量增、资源整合，促业绩大幅增长

我们认为，2010 年公司业绩大幅增长来自三个方面：

第一是经济复苏和通胀预期下，产品价格相继走出底部，产品盈利逐步提升；
第二是公司积极向下游精细化工延伸，新产品的陆续建成投产开始贡献收益；
第三是公司抓住煤炭、焦炭行业结构调整的机会，积极向上游煤炭资源延伸，降低原材料成本，提升企业盈利能力。

3.1 复苏和通胀预期下产品价格相继走出底部

公司产品主要包括焦炭和化工产品，而焦炭产品占公司主营收入一直维持在 50%以上，而焦炭的产销又决定了下游焦化产品的产销情况，因此**焦炭产品的产销和盈利情况是决定公司盈利的核心产品**。我们判断 2010 年受益下游钢铁需求拉动和上游煤炭推动，焦炭有望价升量增。

3.1.1 成本推动和需求拉动，10 年焦炭有望价升量增

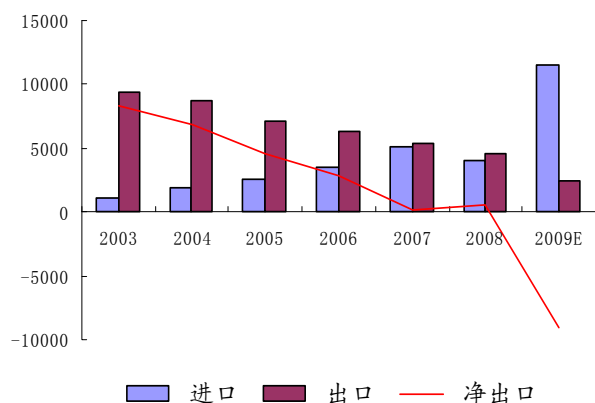
煤炭供应紧平衡，成本推动焦炭价格上涨

焦炭行业上游是煤炭开采行业，炼焦煤是焦化行业的基本原料，因此炼焦煤构成焦化行业的主要生产成本。

明年煤炭、炼焦煤的供需情况，我们的煤炭行业分析师认为，10 年国内煤炭行业供需总体保持紧平衡的状态，09 年我国已由净出口国转为净进口国。而随着 10 年国际经济继续复苏，以钢铁、电力为首的下游行业对煤炭需求量持续增加，国际可供出口煤炭减少，使得国际煤价上涨压力巨大，从而带动国内煤价上涨。

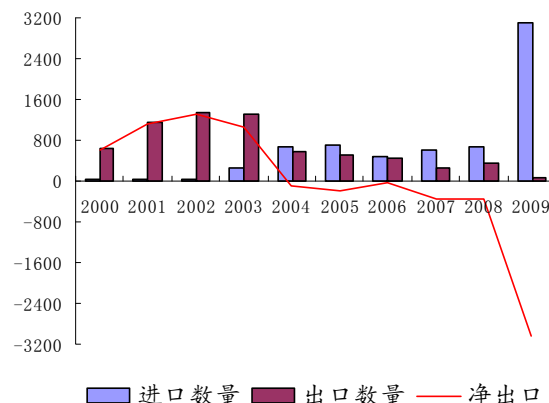
从图 4 中可以看出，国内炼焦煤从 04 年开始便进入净进口状态，我们认为供不应求的矛盾将更多通过净进口的变化来体现，可以看出国内炼焦煤紧缺矛盾在整个煤炭供需矛盾中尤为严重。由此判断，在成本推动作用下，明年焦炭价格上涨概率较大。

图表 3: 国内煤炭净出口变化体现供求矛盾



数据来源: 国联证券研究所

图表 4: 炼焦煤净进口变化



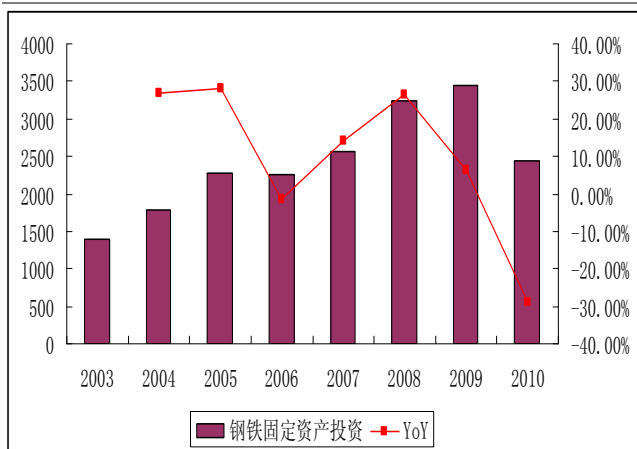
数据来源: 国联证券研究所

钢铁产能扩张高峰期已过, 10 年需求拉动焦炭价格上涨

焦化行业下游主要是钢铁冶金行业、化工、有色金属、机械制造行业等。其中, 国内钢铁行业焦炭消费比重已达到焦炭消费总量的 80% 左右。钢铁行业的景气状况是影响焦化行业的重要因素。

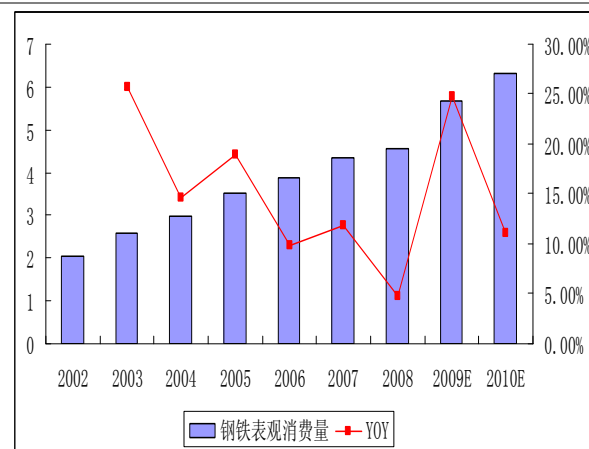
我们的钢铁有色行业分析师认为, 09 年钢铁行业产能过剩的情况, 随着行业投资强度的减弱和抑制产能政策力度的持续, 钢铁产能扩大高峰期已逐渐过去, 而预计 10 年国内以民生投资还将持续, 全球经济继续复苏的预期下, 预计国内钢铁供需平稳, 钢铁企业重组整合甚至有引发短期供应受限的可能, 供求关系的好转, 通胀预期下, 钢铁价格看涨预期强烈。

图表 3: 钢铁行业 10 年固定资产投资额预期同比下滑



数据来源: 国联证券研究所

图表 4: 钢铁行业表观消费量

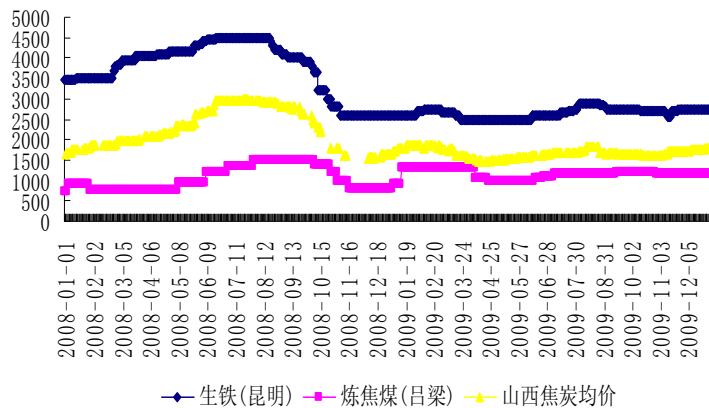


数据来源: 国联证券研究所

从历史价格来看, 炼焦煤、焦炭和生铁的价格具有较高的联动性, 三者的

价格走势中长期保持一致。焦炭需求和价格上升的根源是国民经济各行业对钢铁需求的增长，国民经济各行业对钢铁需求的增长又导致了生铁产量提高和价格上升，焦炭需求的增长又拉动炼焦煤供应量的增长，并引起炼焦煤价格上涨和进口量不断增加。综合以上分析，我们认为 10 年受益下游钢铁需求拉动和上游煤炭推动，焦炭有望价升量增。

图4：炼焦煤、焦炭与生铁价格走势



资料来源：百川咨询 国联证券研究所

10 年焦炭价升量增，行业景气反转

公司目前拥有焦炭产能 305 万吨，权益产能 250 万吨，10 年泸西焦化 100 万吨焦炭投产，届时公司焦炭产能将达到 405 万吨，权益产能 290 万吨，10 年公司每股含焦炭权益产能达到 0.0085 元/吨，焦炭产能扩大，使公司在焦炭价格上涨时，盈利弹性增大。

焦炭成本构成中煤炭占到 90%以上，目前公司原材料煤炭主要就近从福源、宣威、曲靖民营煤矿采购，而在煤炭紧张时，公司实际控制人云南煤化工集团旗下东源煤业会保障其煤炭供应，东源煤业为云南省最大的煤炭生产企业，煤炭年产量高达 1000 万吨/年，约占云南省煤炭供应量的 12.5%。公司炼焦用精煤，配套了 400 万吨洗煤厂，洗出比为 0.6，公司炼焦装置为侧装捣固装置，可以配 20%-30%的劣质煤，因此具有一定成本优势，目前配煤成本在 700-800 元/吨，生产 1 吨焦炭约需要 1.3-1.4 吨配煤。

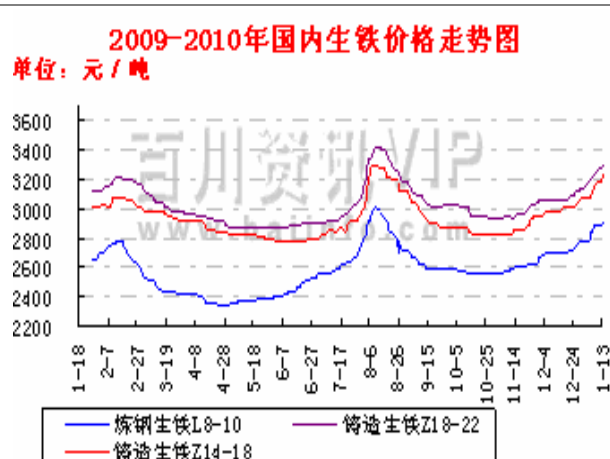
公司焦炭产品主要为含炭量 80%的 80 焦，质量介于化工焦和冶金焦之间，目前出厂含税价格在 1400 元/吨，而二级冶金焦价格已经涨至 1700-2050 元/吨。近期煤炭价格持续上涨，而钢材市场对焦炭需求稳定，钢材价格上涨，焦炭市

场上涨成为理所当然。预计春节过后，下游钢铁需求进一步回暖，钢铁价格进一步上涨，焦炭价格将继续上行，今年一季度同比和环比均将好于去年同期，10 年焦炭行业景气反转。截至 09 年 11 月底，公司焦炭单位销售利润达到 50-60 元/吨，我们预计公司 10 年焦炭销售均价在 1250 元/吨，毛利率达到 11%，单位销售利润达到 70-80 元/吨。

图表 3：焦炭价格大幅反弹



图表 4：生铁价格走出底部



3.1.2 化工产品价格相继走出底部，助推企业盈利反弹

公司目前“化产”主要包括煤焦化产品煤焦油、粗苯和炭黑，煤气化产品包括联碱产品纯碱和氯化铵、甲醇、醋酸和 DMF，煤电石化产品 PVA（聚乙烯醇）、VAC（醋酸乙烯）和 BDO。

公司各个产业链均已打通，例如公司甲醇用来生产醋酸和 BDO（1 吨醋酸用 0.55 吨甲醇，1 吨 BDO 用 0.8 吨甲醇。）目前公司甲醇单位成本在 1600 元左右。而醋酸又可以用来生产醋酸乙烯，醋酸乙烯用来生产 PVA。公司的优势体现在“化产”部分产业链较长，因此公司可以根据各产品市场景气情况，和盈利情况来调节各产品的产量。

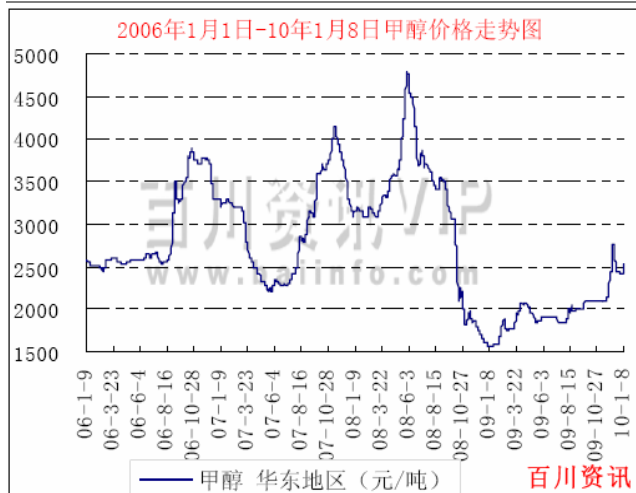
我们认为明年煤化工产品上涨的可能性较大，相关化工产品价格相继走出底部，助推企业盈利反弹，主要基于以下两点原因：

首先，经济复苏和通胀预期下，上游油价和天然气价格上涨是大概率事件，特别是天然气价格上涨预期强烈。国外化工产品主要是油头和气头，因此化工产品 10 年产品涨价较为明确，从而带动国内煤头化工产品价格上涨。

其次，09 年 12 月份，欧美主要化工产品供应商由于装置老化造成固定费用消耗大、担心中东新增装置冲击、经济底部徘徊需求低迷以及碳排放控制和

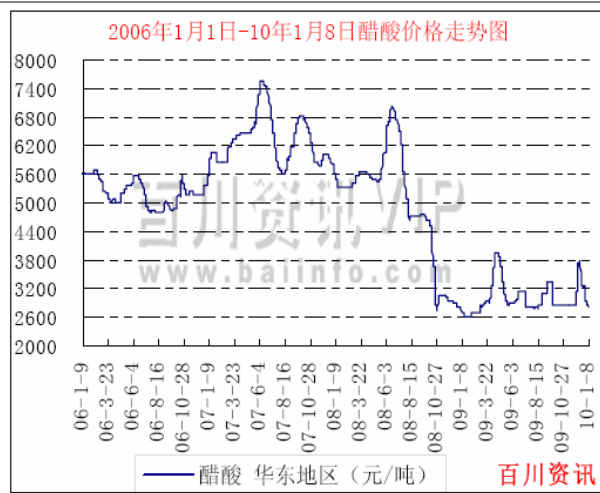
自身利润考虑，欧美纷纷将 70 年代的装置彻底关闭，预计 2010 年上半年这样的活动非常频繁，从而引发短期供应受限，价格波动的情况。

图表 3: 甲醇价格底部反弹



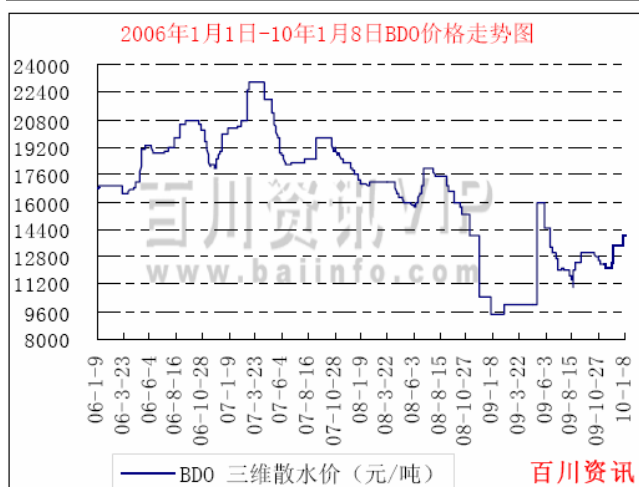
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 4: 醋酸价格底部徘徊



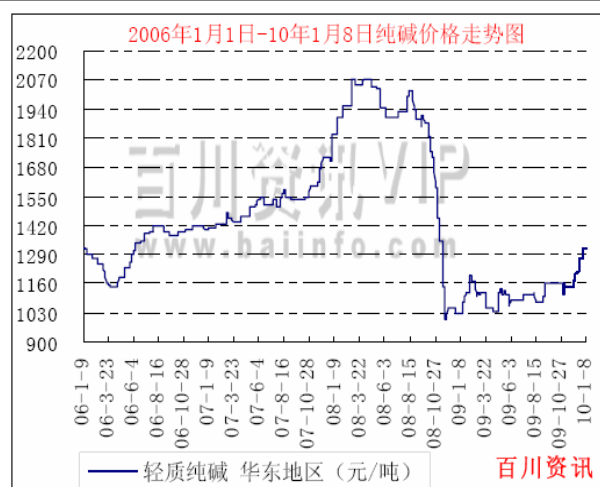
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 3: BDO价格继续反弹



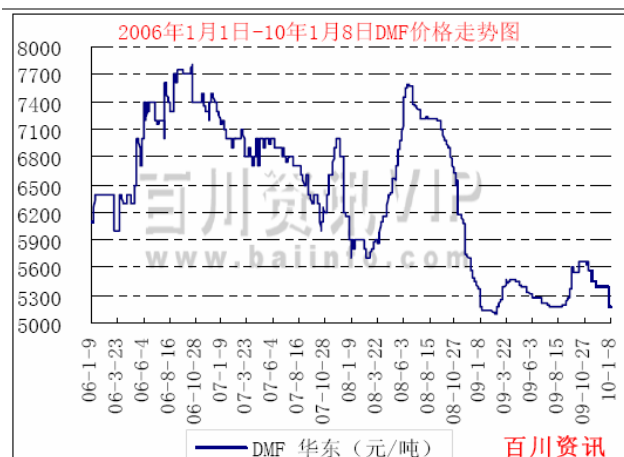
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 4: 纯碱价格近期反弹



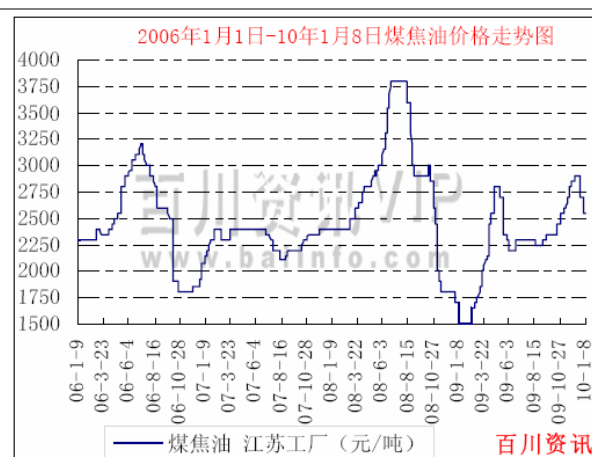
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 3: DMF价格继续底部徘徊



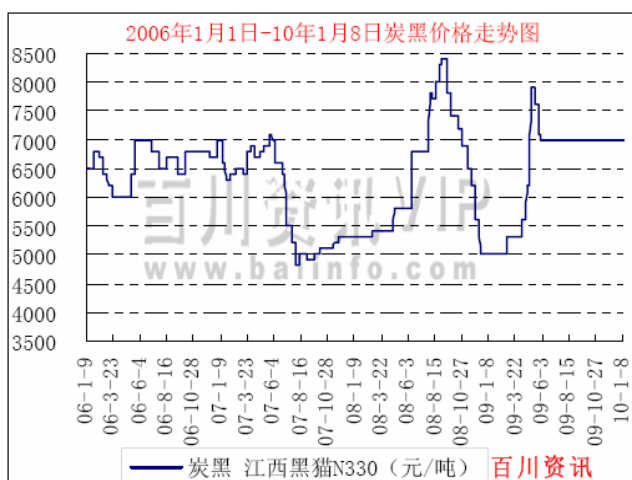
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 4: 煤焦油价格大幅反弹



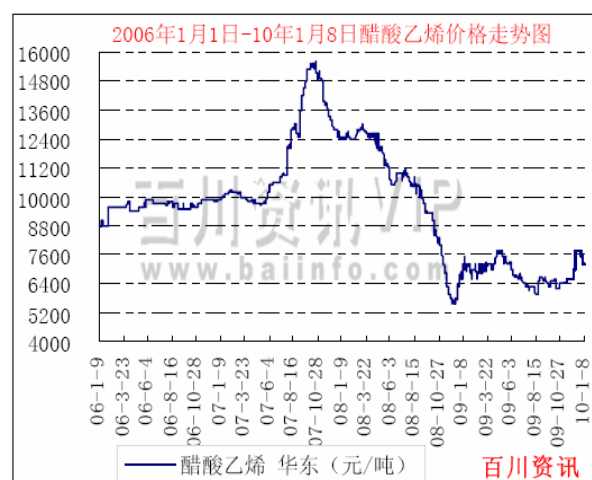
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 3: 炭黑价格始终保持坚挺



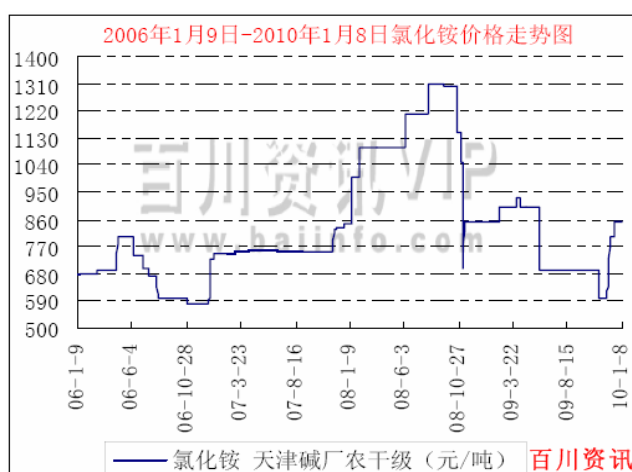
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 4: 醋酸乙烯价格底部徘徊



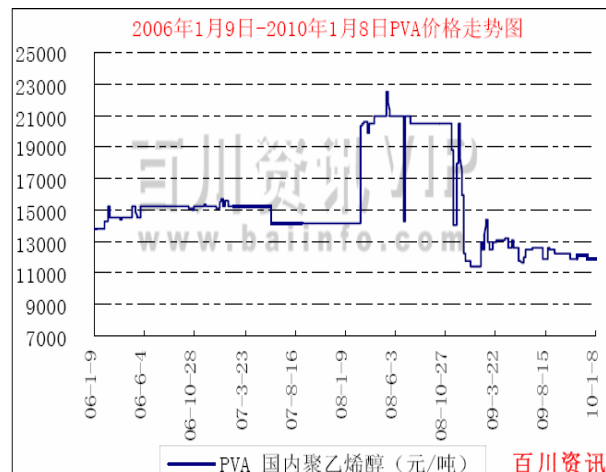
数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 3: 氯化铵价格年后有所反弹



数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 4: PVA价格尚在底部徘徊



数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

3.2 新产品陆续建成投产，“化产”盈利能力提升

公司 2010 年除了新增焦炭产能以外，“化产”相关产品也将相继投产，**明年增长点主要包括大为制焦 10 万吨粗苯精制，5 万吨炭黑，30 万吨煤焦油深加工；本部 20 万吨醋酸，新增 2.5 万吨醋酸乙烯，2.5 万吨 BDO**；大为焦化 10 万吨甲 DMF 预计 10 年将建成投产，云维宝山一期 10 万吨电石项目目前第一台炉子已开始烘炉，其电石主要对外销售。

煤焦油

公司煤焦油毛利率达到 40%以上，但由于每百万吨焦炭只能产出 4-6 吨煤焦油，09 年上半年由于焦炭产销不稳定，公司 09 年煤焦油产销量预计在 3 万吨左右，10 年随着焦炭产能利用率逐步提升，煤焦油产量将提升，保守预计 10 年焦油销量为 4 万吨。

粗苯精制

公司 10 万吨粗苯精制 10 月份建成投产，09 年预计产销量在 1.8 万吨，公司粗苯产量较少，因此如果要扩大粗苯精制产量需要外购粗苯，公司的原则是如果煤焦油低于 1800 元/吨，就外购粗苯，如果高于 1800 元/吨，就把装置负荷降下来。1.12 吨粗苯生产一吨精苯。目前公司粗苯毛利率在 26%左右，预计精苯的毛利率水平可能达到 30%以上，目前国内精苯价格在 8000 元/吨。

炭黑

公司 09 年炭黑销量在 8000 吨左右，炭黑只有 200 万吨的焦炭装置才能生产，09 年毛利率预计达到 30%，目前价格在 7000 元左右，产品价格一直相对保持稳定，预计 10 年汽车行业继续保持景气的情况下，炭黑需求继续保持旺盛。

醋酸乙烯

20 万吨醋酸项目是联结煤气化和煤电石化的关键环节产品，醋酸可以用于生产 VAC(醋酸乙烯)。醋酸与 VAC 之间的配比关系为：生产 1 单位的 VAC 需要消耗醋酸 0.7 单位。公司未来规划的 VAC 产能达到 36 万吨/年，需要消耗的醋酸量超过 20 万吨，因此公司建设醋酸生产装置有利于建立完整的产业链。09 年以来，醋酸价格一直在底部徘徊，主要因为下游产品 PVA、PTA、染料、醋酐等今年以来价格尚未启动，我们判断 10 年该产业链产品价格将逐步走出底部区域。预计明年醋酸含税价在 4000 元，毛利率为 15%。

BDO

2.5 万吨 BDO 产品 12 月份已出产品，目前价格在 13500-14000 元，公司成本测算在 10000 元/吨。公司优势在原材料电石能够自给，我们预计 10 年 BDO 产品均价在 14000 元/左右，毛利率 23%左右。

此外公司在建的 DMF 和电石项目，也将于 10 年建成投产。新产品陆续投

产，是公司 10 年业绩腾飞的第二个引擎。

3.3 积极向上游煤炭资源延伸，提升企业盈利能力

我们参考已上市的几家焦炭上市公司，其中煤气化、国际实业煤矿自给率较高，而山西焦化、美锦能源、安泰集团、云维股份没有煤矿或是煤矿自给率较低，可以看出，煤炭自给率对于焦炭生产企业的重要性。

上市公司	09 年中期焦炭产品毛利率
煤气化	24%
国际实业	41%
山西焦化	-11.6%
四川圣达	13.8%
美锦能源	8.71%
安泰集团	4.04%
云维股份	6.57%

公司的发展战略比较清晰，向上往上游的煤炭资源延伸，向下往精细化工拓展(云南省煤炭资源丰富,公司国资委背景在当地煤炭资源整合中占有优势)。

根据工业和信息化部公告的《焦化行业准入条件》企业名单，云南省总共只有五家企业进入名单，分别是**昆钢股份有限公司、昆钢煤焦化的控股子公司焦化制气和师宗焦化、云维股份的控股子公司曲靖大为焦化制气有限公司、以及云南曲靖麒麟焦化有限公司。**

根据云南省煤炭工业“十一五”发展规划，“十一五”期间要重点实施改造、整合炼焦企业，提高其规模能力，对规模小，工艺落后、资源利用率低、环保不达标的小机焦要坚决予以取缔关闭。建设大机焦，取缔小机焦，等量淘汰。云南煤化工集团要大力发展焦化产业，以大为焦化有限公司为龙头，形成 305 万吨/年的焦化能力；昆钢集团焦化厂规模 300 万吨/年。

我们认为，随着云南地区小机焦的逐步淘汰，云南焦化行业集中将进一步提高，未来将形成昆钢煤焦化和云维股份两家主要占据云南省焦炭市场的局面。根据工业和信息化部公告的《焦化行业准入条件》企业名单，云南省总共只有五家企业进入名单，分别是昆钢股份有限公司、昆钢煤焦化的控股子公司焦化制气和师宗焦化、云维股份的控股子公司曲靖大为焦化制气有限公司、以及云南曲靖麒麟焦化有限公司。

根据云南省煤炭工业“十一五”发展规划，“十一五”期间要重点实施改造、

整合炼焦企业，提高其规模能力，对规模小，工艺落后、资源利用率低、环保不达标的小机焦要坚决予以取缔关闭。建设大机焦，取缔小机焦，等量淘汰。云南煤化工集团要大力发展焦化产业，以大为焦化有限公司为龙头，形成 305 万吨/年的焦化能力；昆钢集团焦化厂规模 300 万吨/年。

我们认为，随着云南地区小机焦的逐步淘汰，云南焦化行业集中将进一步提高，未来将形成云维股份和昆钢煤焦化两家占据云南省焦炭市场的局面。

公司未来两年内的规划自有煤矿产能 150-200 万吨，实现煤炭自给率 30%-40%。公司目前孙公司团结煤业，拥有 10 万吨煤炭产能，计划 10 年通过技改将产能扩至 30 万吨，同时公司在谈三个 10 万吨级的煤矿，如果成功收购，也会扩建至 20-30 万吨的规模。福源煤矿是属于曲靖的一个县，煤质好、储量丰富，是公司未来煤炭资源延伸的方向。09 年团结煤业总共 10 万的煤炭销量，吨净利达到 200-300 元/吨。预计团结煤业 10 年实现 15-20 万吨的产量，随着公司煤炭自给率的提高，公司未来巩固了在于原有市场的龙头地位，也为未来向其他市场拓展奠定了基础，公司整体盈利水平将再上一个台阶。

4、盈利预测及投资建议

主营业务假设：

- 1、假设 10 年经济继续复苏，温和通胀；
- 2、焦炭价格上涨，上游煤炭产能扩大，毛利提升，假设 10，11 年价格分别为 1250，1300 元，毛利达到 11%；
- 3、化工产品价格逐渐走出底部，全年均价维持在目前水平；
- 4、公司新增产品产能产销顺利；

		2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入		5,328.87	4,355.15	6,952.21	8,349.60
营收增速		60.5%	-18.3%	59.6%	20.1%
主营业务成本		4,622.18	3,883.02	5,911.01	7,017.47
毛利率		13.3%	10.8%	15.0%	16.0%
焦炭	产能(万吨)	305	305	405	405
	权益产能(万吨)	250	250	290	290
	产量(万吨)	282.74	280	330	380
	价格(元/吨)	1121	1084	1250	1300
	毛利率	10.93%	8.71%	11%	11%
	营收(百万元)	3170.36	3036.41	4125.00	4940.00
甲醇	产能(万吨)	30	30	40	40
	权益产能(万吨)	24.75	24.75	28.69	28.69
	产量(万吨)	26	23	23	28

焦油	价格(元/吨)	2715	1747	1922	2114
	毛利率	22.08%	11.29%	20.00%	20.00%
	营收(百万元)	495.05	401.85	442.04	591.95
	产能(万吨)	30	30	30	30
	权益产能(万吨)	28.908	28.908	28.908	28.908
	产量(万吨)	12	3	4	5
粗苯及粗苯精制	价格(元/吨)	1817	1709	1800	1800
	毛利率	13.70%	43.83%	43.80%	43.80%
	营收(百万元)	218.08	51.27	72	90
	产能(万吨)	-	10	10	10
	权益产能(万吨)	-	9.636	9.636	9.636
	产量(万吨)	-	1.8	3	5
炭黑	价格(元/吨)	-	2137	2350	2350
	毛利率	-	26.00%	26.00%	26.00%
	营收(百万元)	-	38.46	70.51	117.52
	产能(万吨)	-	5	5	5
	权益产能(万吨)	-	4.818	4.818	4.818
	产量(万吨)	-	0.8	3	4
醋酸	价格(元/吨)	-	4000	4600	4600
	毛利率	-	29.55%	30.00%	30.00%
	营收(百万元)	-	32	138	184
	产能(万吨)	-	20	20	20
	产量(万吨)	-	0	15	17
	价格(元/吨)	-	3000	4000	4500
聚乙烯醇(PVA)	毛利率	-	-13.33%	15.00%	18.00%
	营收(百万元)	-	0	600	765
	产能(万吨)	2.8	2.8	2.8	2.8
	产量(万吨)	2.8	2.8	2.8	2.8
	价格(元/吨)	14938.51	10978	11500	11800
	毛利率	12.77%	20.96%	21.00%	21.00%
醋酸乙烯	营收(百万元)	352.55	329.34	322	330.4
	产能(万吨)	5	5	5	5
	产量(万吨)	2.9	2.4	5	5
	价格(元/吨)	8373.55	5800	9000	9000
	毛利率	-4.54%	-19.19%	20.00%	20.00%
	营收(百万元)	242	139.2	450	450
水泥	产能(万吨)	40	40	40	40
	产量(万吨)	29.24	31	33	35
	价格(元/吨)	208	226	249	249
	毛利率	-5.92	22.61%	23.00%	23.00%
	营收(百万元)	60.97	70.08	82.07	87.04
	产能(万吨)	20	20	20	20
纯碱	产量(万吨)	16.76	15	20	20
	价格(元/吨)	1519	951	1046	1151
	毛利率	18.46	0.04472	0.15	0.17

氯化铵	营收(百万元)	246.23	142.66	209.23	230.16
	产能(万吨)	20	20	20	20
	产量(万吨)	17.05	15	20	20
	价格(元/吨)	1005	716	788	867
	毛利率	26.12%	26.28%	26.00%	26.00%
BDO	营收(百万元)	171.61	107.43	157.56	173.31
	产能(万吨)	-	2.5	2.5	2.5
	产量(万吨)	-	0.05	2	2.5
	价格(元/吨)	-	12900	14190	15609
	毛利率	-	22.48%	23.00%	23.00%
	营收(百万元)	-	6.45	283.80	390.23

盈利预测和估值:

公司主营包括煤电石化、煤焦化和煤气化产品，我们选取A股可比上市公司进行比较，10年行业动态PE均值为25.35倍，假设10、11年宏观经济继续复苏，温和通胀的情况下，公司09~11年EPS分别为0.20、1.16和1.55元，给予公司10年25倍市盈率，合理价值在29元，公司10年较09年同比增长400%以上，盈利弹性较大，考虑到未来煤矿资源收购、云南焦化行业整合预期，目前价位给予“推荐”的投资评级。

	PE		
	2009E	2010E	2011E
华鲁恒升	28.05	21.46	17.63
皖维高新	63.29	22.15	17.72
山西三维	-	43.79	30.91
煤气化	27.00	18.08	12.23
开滦股份	34.19	26.89	25.46
云维股份	113.16	19.75	14.85
平均市盈率	53.14	25.35	19.8

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1693	1433	2037	2502
现金	511	325	557	676
应收账款	118	89	144	175
其他应收款	94	57	106	119
预付账款	120	274	285	416
存货	691	558	737	867
其他流动资产	159	130	207	249
非流动资产	5531	7819	9554	11022
长期投资	159	159	159	159
固定资产	3321	3916	4857	5732
无形资产	192	189	185	181
其他非流动资产	1860	3555	4353	4950
资产总计	7223	9252	11591	13524
流动负债	2752	2455	3317	3617
短期借款	960	1330	1308	1932
应付账款	421	158	758	326
其他流动负债	1370	967	1251	1358
非流动负债	2577	4075	5075	6076
长期借款	2573	4073	5073	6073
其他非流动负债	5	2	3	3
负债合计	5329	6530	8393	9692
少数股东权益	306	319	398	502
股本	290	342	342	342
资本公积	894	1644	1644	1644
留存收益	405	416	814	1343
归属母公司股东权益	1589	2403	2801	3330
负债和股东权益	7223	9252	11591	13524

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	448	-5	1348	439
净利润	147	83	476	634
折旧摊销	249	210	265	331
财务费用	217	133	123	154
投资损失	0	-10	0	0
营运资金变动	-219	-385	458	-693
其他经营现金流	53	-37	25	12
投资活动现金流	-1594	-2492	-2003	-1803
资本支出	1552	2500	2000	1800
长期投资	-43	0	0	0
其他投资现金流	-85	8	-3	-3

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5329	4355	6952	8350
营业成本	4622	3883	5911	7017
营业税金及附加	24	19	31	37
营业费用	125	113	153	184
管理费用	143	131	186	224
财务费用	217	133	123	154
资产减值损失	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	10	0	0
营业利润	149	86	548	733
营业外收入	26	15	15	15
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	171	98	560	745
所得税	24	15	84	112
净利润	147	83	476	634
少数股东损益	14	14	78	104
归属母公司净利润	133	69	398	529
EBITDA	616	429	937	1219
EPS (元)	0.46	0.20	1.16	1.55

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	60.5%	-18.3%	59.6%	20.1%
营业利润	-48.8%	-42.6%	539.0%	33.7%
归属于母公司净利润	-36.4%	-48.0%	472.9%	33.0%
获利能力				
毛利率(%)	13.3%	10.8%	15.0%	16.0%
净利率(%)	2.5%	1.6%	5.7%	6.3%
ROE(%)	8.4%	2.9%	14.2%	15.9%
ROIC(%)	6.2%	2.4%	6.3%	6.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.8%	70.6%	72.4%	71.7%
净负债比率(%)	73.12%	85.74%	78.72%	85.05%
流动比率	0.62	0.58	0.61	0.69
速动比率	0.35	0.36	0.39	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.53	0.67	0.66
应收账款周转率	44	30	42	37
应付账款周转率	12.09	13.41	12.91	12.94
每股指标(元)				

筹资活动现金流	1441	2312	886	1482	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.20	1.16	1.55
短期借款	322	370	-22	624	每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	-0.02	3.94	1.28
长期借款	998	1500	1000	1000	每股净资产(最新摊薄)	4.64	7.02	8.18	9.73
普通股增加	0	52	0	0	估值比率				
资本公积增加	24	750	0	0	P/E	58.89	113.16	19.75	14.85
其他筹资现金流	97	-360	-92	-142	P/B	4.95	3.27	2.81	2.36
现金净增加额	295	-185	232	119	EV/EBITDA	18	27	12	9

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。