

沈阳化工 000698.SZ

完成转型与蜕变，沈化谱写“春天的故事”

研究结论

- 沈阳化工是在原沈阳化工厂基础上改制而成的股份制企业，于 1997 年在深交所挂牌上市。目前公司的主营业务大致分成三块：第一块是氯碱化工业务，通过外购电石和原盐，生产出商品 PVC 糊树脂、液氯和烧碱；第二块是 DCC 炼油装置和刚投产的 CPP 装置，前者主要生产汽柴油和丙烯，后者则是主要生产乙烯和丙烯；第三块是以自产丙烯为原料，生产丙烯酸及酯和环氧丙烷。随着 09 年改良型催化热裂解项目（CPP）的投产运营，沈阳化工已由一家传统的氯碱企业彻底转变为创新型的石油化工企业，实现了“小油头、大化工”的战略发展目标。
- 从今年 4 月起，丙烯酸及酯类产品的价格大幅上涨，丙烯酸价格从 4 月中旬的 12000 元/吨，在短短三周内上涨到近 20000 元/吨，丙烯酸酯类产品价格也普遍上涨 30% 左右。价格如此迅猛的上涨，固然与近期停产设备较多有关，但我们认为更深层次的原因还在于丙烯酸类产品近几年缺乏增量产能而需求又在不断增长，结构性的供需矛盾累积到一定程度导致从量变到质变，我们认为这一变化将在一段时间内持续存在，丙烯酸价格中枢也将不可避免的出现上移，丙烯酸行业将会迎来一个盈利的春天。
- CPP 装置近期通过了发改委鉴定，标志着该装置已经正式投入运营，这将对公司未来几年盈利能力的提升形成巨大的推动力。我们认为虽然公司目前产品规模较小，但石化产品在收入中的比重远高于大型一体化石化企业，其业绩相对于石化产品价格的弹性很大，创新的催化热裂解工艺所带来的原材料的重质化和产成品的轻质化也将帮助企业换取更丰厚的油品转换利润。公司依托中国化工集团，在解决油源的情况下将进一步发挥 CPP 项目的技术优势，未来烯烃产能规模有望跨入中大型石化企业行列。
- 基于对公司主要产品价格上涨的判断，我们预测沈阳化工 10、11 年盈利为每股 0.47 元和 0.7 元。考虑到公司是少数对丙烯酸价格上涨拥有高弹性的上市公司，并且未来石化产能体量扩张空间巨大，我们看好公司赢利增长及发展前景，给予买入评级。
- 风险因素：行业景气超出预期的下降和股票市场出现系统性下跌

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

赵辰

石油与化工行业助理分析师

8621-63325888 × 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110040042

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 5 月 10 日) 8.59 元

目标价格 12 元

总股本/A 股 (亿股) 6.6

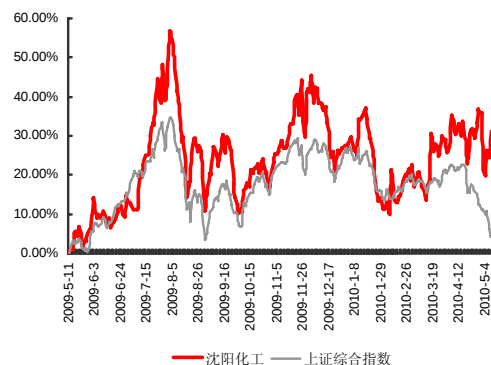
A 股市值 (百万元) 56.7

国家/地区 中国

行业 化工行业

报告日期 2010 年 5 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.71%	17.90%	25.44%
相对表现 (%)	14.40%	26.40%	23.48%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4506	8212	8801	9681
同比(%)	-24%	82%	7%	10%
归属母公司净利润	69	311	464	616
同比(%)	-29%	353%	50%	33%
毛利率(%)	18.1%	21.4%	21.3%	22.0%
ROE(%)	2.5%	10.0%	13.5%	15.2%
每股收益(元)	0.10	0.47	0.70	0.93
P/E	121.81	26.90	17.99	13.55
P/B	2.99	2.69	2.40	2.04

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1. 公司简介.....	4
2. 10 年业绩增长的主要推动力量 I—丙烯酸及酯	5
2.1 丙烯酸及酯的价格飙升	5
2.2 丙烯酸及酯价格上涨原因分析	6
2.2.1 全球丙烯酸及酯供需情况.....	6
2.2.2 我国丙烯酸及酯供需情况.....	7
2.2.3 总结	10
2.3 丙烯酸及酯价格上涨对公司业绩的影响	10
3. 10 年业绩增长的主要推动力量 II—CPP 项目	10
3.1 CPP 技术特点及竞争优势	10
3.2 CPP 项目运行状况	11
3.3 CPP 项目通过了发改委验收	12
4. 盈利预测.....	12

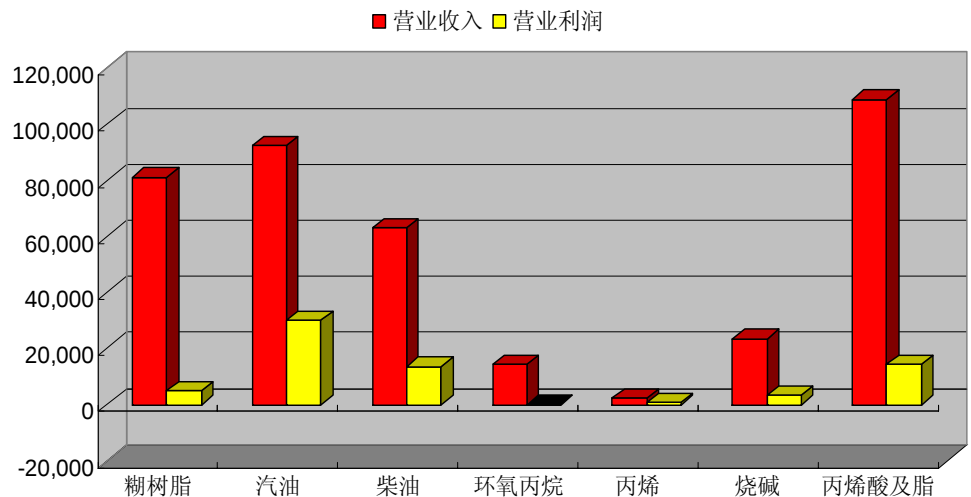
图表目录

图表 1 2009 年沈阳化工各业务板块营业收入及利润（万元）	4
图表 2 2004—2010 年丙烯酸、丙烯及两者价差走势（元/吨）	5
图表 3 2008—2010 年各丙烯酸酯类产品价格（元/吨）	6
图表 4 国内丙烯酸下游用途	7
图表 5 2001—2008 年我国丙烯酸及酯表观消费量走势（万吨/年）	8
图表 6 2009 年沈阳化工各业务板块营业收入及利润（万元）	4
图表 7 2000—2010 年我国丙烯酸及酯产能变化（万吨/年）	5
表格 1 2009 年沈阳化工主要装置产能一览表	5
表格 2 08 年全球丙烯酸各地区产能（万吨/年）	6
表格 3 05—08 年全球丙烯酸及酯产能变化（万吨/年）	7
表格 4 2008 年全球主要丙烯酸及酯装置产能（万吨/年）	9
表格 5 不同裂解工艺气体及汽油产率对比.....	5

1. 公司简介

沈阳化工是在原沈阳化工厂基础上改制而成的股份制企业，于 1997 年在深交所挂牌上市，旗下有 8 家子公司。公司大股东是中国化工集团，持股比例为 33.66%。目前公司的主营业务大致分成三块：第一块是以生产 PVC 糊树脂为主的氯碱化工业务，通过外购电石和原盐，生产出商品 PVC 糊树脂、液氯和烧碱；第二块是 DCC 炼油装置和刚投产的 CPP 装置，前者主要生产汽柴油和丙烯，后者则是主要生产乙烯和丙烯；第三块是以自产丙烯为原料，生产丙烯酸及酯和环氧丙烷。随着 09 年改良型催化热裂解项目（CPP）的投产运营，沈阳化工已由一家传统的氯碱企业彻底转变为创新型的石油化工企业，实现了“小油头、大化工”的战略发展目标，完成了转型和蜕变。

图表 1 2009 年沈阳化工各业务板块营业收入及利润（万元）



资料来源：东方证券研究所整理

公司石化业务的脉络是比较清晰的：70 万吨的常减压除了生产部分汽柴油，主要产物渣油供 CPP 装置和 DCC 所需的部分原料；DCC 和 CPP 生产的乙烯则就地加工成聚乙烯对外销售，生产的丙烯则主要供生产下游的丙烯酸及酯和环氧丙烷，剩余部分对外销售；CPP 和 DCC 还生产出汽柴油对外销售。目前 DCC 装置原料除了小部分来自 CPP 剩余的渣油外，大部分通过外购渣油，其按燃料油征收 812 元/吨的消费税。依照国家相关规定，目前国内用于生产乙烯的外购石脑油可以免征消费税，考虑到 CPP 装置虽然在技术上有所创新，但与石脑油加工乙烯“殊途同归”，因此公司方面正在积极争取申请消费税减免，认为税收减免对于公司未来利润增厚是一个主要看点，增厚业绩的情况视渣油消费税减免的程度而定。

表格 1 2009 年沈阳化工主要装置产能一览表

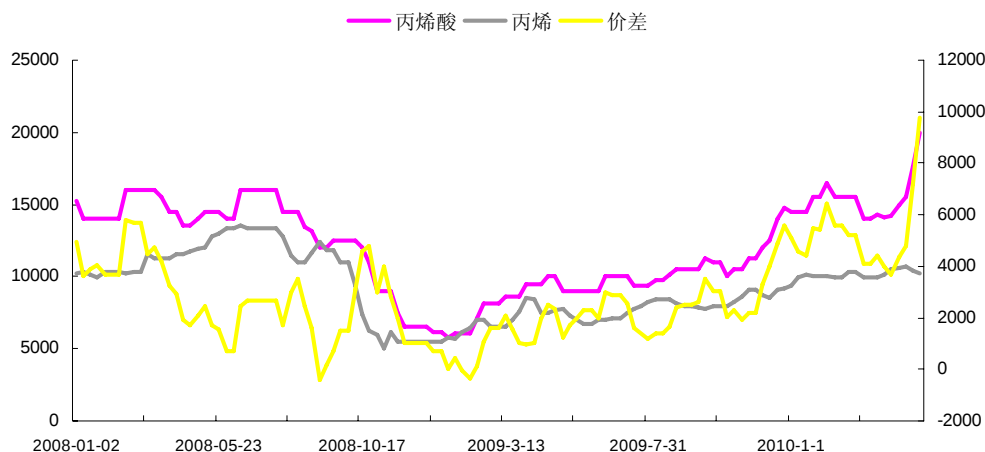
装置名称	产能（万吨/年）
常减压装置	70
重质渣油催化裂解装置（DCC）	50
渣油催化热裂解制烯烃装置（CPP）	50
丙烯酸及酯装置	13
PVC 糊树脂	13
离子膜与隔膜烧碱装置	19

资料来源：东方证券研究所整理

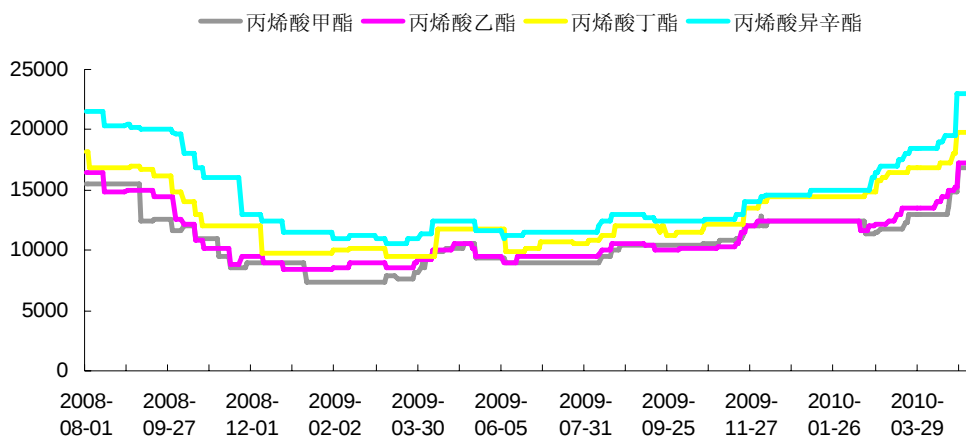
2. 10 年业绩增长的主要推动力量 I—丙烯酸及酯

2.1 丙烯酸及酯的价格飙升

作为石油化工的下游产品，丙烯酸及酯的价格走势与石化周期紧密相连。在国际原油价格于 08 年 7 月达到 147 美元/桶的历史顶峰后，丙烯酸及酯的价格也随着国际油价的回落而逐步下降，于 09 年初见底并跟随国际油价上涨展开了反弹。但从今年 4 月起，丙烯酸及酯类产品的价格却脱离了国际石化产品尤其是丙烯价格小幅上升的格局，演绎出一幕波澜壮阔的独立行情。丙烯酸价格从 4 月中旬开始发力上攻，在短短三周时间里就从 12000 元/吨左右上涨到近 20000 元/吨，上涨幅度将近一倍。丙烯酸酯价格的涨势也不遑多让，仅以丙烯酸丁酯为例，价格从 4 月中旬的 16500 元/吨上涨到 21500 元/吨，涨幅也达到了 30%。如此大幅的上涨，使得丙烯酸和丙烯的价差日益扩大，这无疑让丙烯酸的生产企业盈利能力有了显著提升。

图表 2 2004—2010 年丙烯酸、丙烯及两者价差走势（元/吨）


资料来源：东方证券研究所整理

图表 3 2008—2010 年各丙烯酸酯类产品价格（元/吨）


资料来源：东方证券研究所整理

2.2 丙烯酸及酯价格上涨原因分析

近期发生了多家国内外厂商停产事件，如美国陶氏化学关闭了位于德州 Clear Lake 的丙烯酸及酯生产厂（32 万吨/年），并且旗下的帕萨迪纳厂因装置发生爆炸而无限期停产（12 万吨/年）；韩国 LG（16 万吨/年）和台湾台塑（14.5 万吨/年）停产检修；国内的上海华谊（12.6 万吨/年）停产更换催化剂和浙江卫星（4 万吨/年）停产检修。这些都造成了短期的供给紧张。但我们认为“冰冻三尺非一日之寒”，丙烯酸及酯的价格短期飙涨，除了前述的短期触发因素外，有着更深层次的原因。其根本是在于丙烯酸类产品近几年缺乏增量产能而需求又在不断增长，这导致的供求失衡逐渐由量变转化为质变所产生的必然结果。

2.2.1 全球丙烯酸及酯供需情况

全球丙烯酸主要用于生产涂料和胶粘剂用的丙烯酸酯和超级吸水剂聚合物（高吸水性树脂，SAP）。前者约占世界总需求量的 60%；后者约占 32%。据 SRI 预测，2006-2011 年世界范围内用于生产丙烯酸酯的丙烯酸需求将以 3.7% 的速度增长，而用于生产 SAP 的高纯度丙烯酸的需求增长将达到 4.1% 以上，其中亚太尤其是中国的增长最为迅猛，是丙烯酸需求的新兴之地。

表格 2 08 年全球丙烯酸各地区产能（万吨/年）

地区	丙烯酸产能（万吨/年）	所占比例
美国	136	27.2%
欧洲	116.6	23.4%
中国	106.4	21.3%
日本	68	13.6%
其他地区	72.3	14.5%
全球合计	499.3	100.0%

资料来源：东方证券研究所整理

从丙烯酸产能增量来看，08 年以来，随着丙烯酸及酯的价格重挫，国际主要丙烯酸生产商产能投放的速度都明显降低。截止 08 年底，全球丙烯酸产能为 499.3 万吨/年，较 07 年仅增长 1.6%，显著低于几年前的增速。并且随着 08 年经济危机的爆发，欧美建筑业持续低迷，严重影响到用于涂料的丙烯酸衍生物的销量，陶氏化学已经关闭了位于德州 Clear Lake 的丙烯酸及酯生产厂，并计划逐步关停并转旗下闲置的 30%丙烯酸及酯产能。法国的阿科玛公司也停止了规划中的 16 万吨丙烯酸项目，其他公司正在计划或实施中的丙烯酸及酯项目也有延后的趋势。国际丙烯酸及酯的产能增长在未来几年都有限。

表格 3 05—08 年全球丙烯酸及酯产能变化（万吨/年）

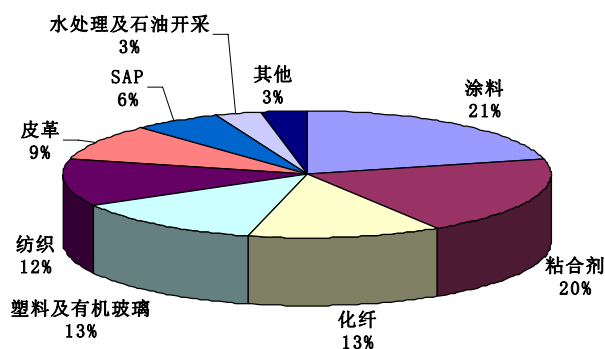
年份	产能	同比增长
2005	396	7.0%
2006	448	13.1%
2007	491	9.6%
2008	499.3	1.6%

资料来源：东方证券研究所整理

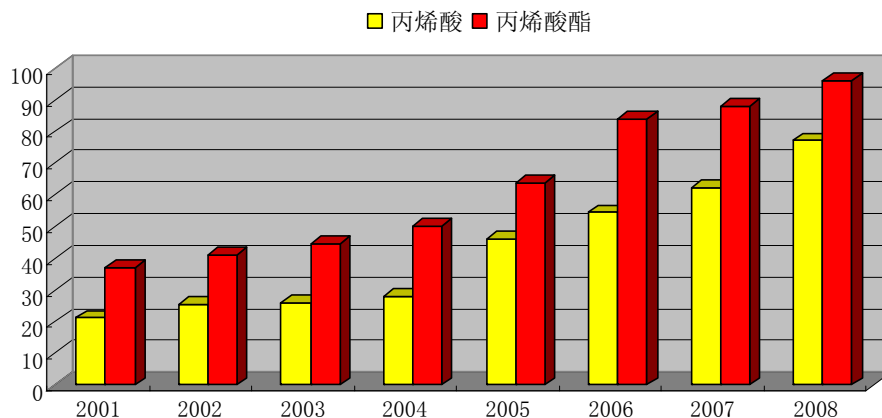
2.2.2 我国丙烯酸及酯供需情况

我国丙烯酸则主要用于生产丙烯酸酯，其占丙烯酸总消费量 80%左右，丙烯酸酯的主要应用领域为胶粘剂、涂料、皮革等，其中用量最大的是丙烯酸丁酯。我国 08 年丙烯酸及酯的表现需求量分别为 77.3 万吨和 96 万吨左右，过往 5 年的复合增长率分别为 14%和 21%，进入 10 年，随着我国丙烯酸下游配套设备的生产能力逐渐释放，各主要细分应用领域都有望迎来高速增长。如涂料领域，今年一季度我国共生产涂料 199.1 万吨，相比去年同期增长 29.6%；化纤市场一季度同比增速也达到 20%；SAP 因基数较低，未来更是有望迎来爆发式增长，这些都将显著提升我国丙烯酸的需求。

图表 4 国内丙烯酸下游用途

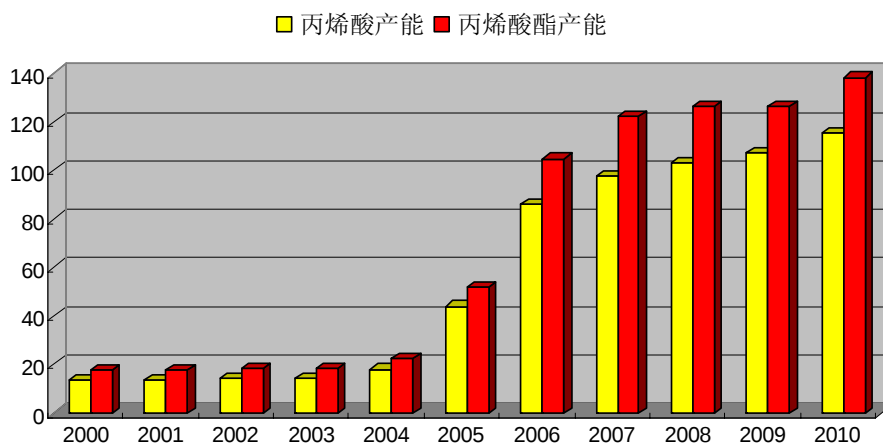


资料来源：东方证券研究所整理

图表 5 2001—2008 年我国丙烯酸及酯表观消费量走势（万吨/年）


资料来源：东方证券研究所整理

04 年以来丙烯酸价格大幅上升，在 06 年达到短期高点。我国丙烯酸及酯生产企业受利润驱动，在 2005—2007 年纷纷扩大产能，产能从 04 年的 17.9 万吨/年迅速跃升至 97.9 万吨/年。过快的产能扩张导致了丙烯酸价格的大幅下降和开工率的急速降低（近两年来一直维持在 72%左右）。受此影响，丙烯酸企业产能投放显著放缓，08、09 年几乎没有新增产能，未来几年我国的供给弹性已经极为有限。

图表 6 2000—2010 年我国丙烯酸及酯产能变化（万吨/年）


资料来源：东方证券研究所整理

表格 4 2008 年全球主要丙烯酸及酯装置产能（万吨/年）

国家（地区）	公司	丙烯酸产能	丙烯酸酯产能
美国	陶氏帕萨迪纳	12	5
	巴斯夫弗里波特	23	18.1
	陶氏克利尔莱克	32	19.5
	陶氏帕潘	0	7.5
	陶氏塔夫特	11	16.6
	陶氏迪尔帕克	58	38.6
墨西哥	陶氏	4.5	5
巴西	巴斯夫	0	5
	Proquigel Quimica	0	1.5
比利时	巴斯夫	16	5
法国	阿科玛	27.6	27
德国	巴斯夫	30.5	38
	陶氏	8	6
	斯托哈斯	26.5	6
捷克	Hexion	5.5	5.7
俄罗斯	A0 Aktilat	2.5	4
南非	Sasol	8	11.5
印尼	日本触摸	6	10
日本	出光石化	5	5
	三菱化学	11	11.6
	日本触媒姬路	38	13
	日本触媒爱媛	8	0
	大分化学	6	0
	东亚合成	0	11.4
	LG 化学	16	23
马来西亚	巴斯夫	16	16
新加坡	日本触媒	7.3	8.2
台湾地区	台塑	14.5	20.2
中国	北京东方	8	8
	浙江卫星	4	4.5
	沈阳蜡化	8	12
	江苏裕廊	20.5	25
	吉林石化	3.3	3
	上海华谊	12.6	17.5
	扬巴	16	15.5
	宁波台塑	16	20
	开泰实业	4	0.6
	正和集团	6	6

	兰州石化	8	10
全球合计		499.3	460.5

资料来源：东方证券研究所整理

2.2.3 总结

从前文分析，我们可以清晰地看到：需求的高速增长和供给端新增产能的匮乏形成了尖锐的矛盾。如果短期内还可以通过提高开工率来维持价格的稳定，那么从长期看一旦开工率的提升达到临界值，如遭遇近期供给端的意外减产冲击，则价格将会出现大幅的上涨。考虑到新建丙烯酸及酯项目，其产能完全投放大体也需要 2 年左右的时间，我们认为即使短期的涨价触发因素消失，未来几年丙烯酸价格中枢也将不可避免的出现上移，丙烯酸行业将会迎来一个盈利的春天。

2.3 丙烯酸及酯价格上涨对公司业绩的影响

2007 年沈阳化工 13 万吨丙烯酸及酯项目逐渐达产，其原料主要来自于上游石化装置所产的丙烯。13 万吨的丙烯酸酯的产能分布是丙烯酸 1 万吨/年、丙烯酸丁酯 8 万吨/年、丙烯酸辛酯 2 万吨/年、丙烯酸甲酯 1 万吨/年和丙烯酸乙酯 1 万吨/年，其中甲酯乙酯可以切换生产。

09 年沈化的丙烯酸平均实现价格在 9600 元/吨（含税价），对应的营业利润率为 13.06%，而最近的丙烯酸主流报价已经在 20000 元/吨以上。以此推算，即使未来丙烯酸价格不再上涨，维持在这一价格水平，则沈化丙烯酸部门每月录得的每股收益就将接近 0.1 元，与 09 年全年的每股收益（0.104 元/股）相当，可见，丙烯酸价格中枢的上移对深化业绩的正面影响很大。

3. 10 年业绩增长的主要推动力量 II—CPP 项目

3.1 CPP 技术特点及竞争优势

近些年我国石化生产能力虽然得到了空前的发展，但也面临着石油产品的供需呈现结构性失调的缺陷。目前我国的乙烯当量自给率尚不足 50%，大量还是依靠进口。所以增大石化产品产量、提高自给率，已经成为石化产业发展迫在眉睫的首要任务。可是与中东和美国等国家不同，我国石化工业的裂解原料主要以石脑油为主，石化工业的高速发展必然推动石脑油需求快速上升。与之相矛盾的是，我国主要石化企业的炼油产物都是以汽柴油为主，石脑油收率相对较低。目前自给率对应的成品油产量为 2.1 亿吨，表观消费量为 2 亿吨，供略大于求，超出部分基本靠出口解决。如果还是依赖传统的“大油头、小化尾”的发展模式，将乙烯自给率提高到 70%，则意味着我国炼油产业 50%以上的设备闲置率，其不可操作性显而易见。

在理解了常规炼油工艺的局限性后，我们可以更加清晰地审视出 CPP 工艺的创新价值和经济意义。沈阳化工的催化热裂解（CPP）又称深度催化裂化，是从流化催化裂化发展而来的新工艺。催化热裂解工艺的特点是以重质油为原料，采用专门研制的酸性分子筛催化剂，操作条件比传统的蒸汽裂解制乙烯缓和，但比催化裂化要求的温度高，适合直接加工常压渣油尤其是石蜡基油，还可掺炼适量的减压渣油。主要产物即为石化产品低碳烯烃，收率可以达到 38.6%，其中丙烯可以达到 20%，乙烯可以达到 18.6%，远远高于传统的炼油加乙烯工艺。我们认为放在石化行业层面看，

CPP 工艺极大的提高了资源使用效率和经济附加值，而且有效的通过产品结构的调整缓解了炼油与化工之间的供需矛盾。

表格 5 不同裂解工艺气体及汽油产率对比

	催化裂化 (FCC)	催化热裂解 (DCC)	催化热裂解 (CPP)	蒸汽裂解 (SC)
原料油	大庆蜡油	大庆蜡油	大庆蜡油掺减压渣油	大庆石脑油
产率 (%)				
干气	2.03			
氢气	-	0.24	0.95	0.88
甲烷	-	3.24	11.19	16.17
乙烯	-	6.10	24.27	31.3
乙烷	-	2.33	4.71	3.85
液化气 (%)				
丙烯	5.00	21.03	14.17	15.21
丙烷	2.10	3.32	1.06	0.28
丁烯	7.00	14.22	6.77	5.49
丁二烯	-	0.08	2.40	5
丁烷	6.40	3.57	0.18	0.19
C5 以上汽油	55.50	26.60	11.88	11.8
总计 (%)	78.03	80.73	77.58	90.17
乙烯加丙烯 (%)	5.00	27.13	38.44	46.51
乙烷加丙烷 (%)	2.10	5.65	5.77	4.13
产品与原料价值比	0.91	1.00	1.17	0.98

资料来源：东方证券研究所整理

3.2 CPP 项目运行状况

公司的 CPP 项目从去年 9 月进入连续生产状态，在克服了诸多困难后，进入 2 月份以来，负荷已经保持在 100%以上。随着 CPP 正式运行，丙烯不但可以自给，还可以对外销售 7 万吨。未来公司规划将完善 CPP 的生产效率并在下游产品的精细化分类上加大力度，这包括：1. 兴建分离氢气的变压吸附装置，提高设备副产品的经济附加值；2. 下大力量降低能耗、物耗。；3. 对石脑油进一步深加工以提高乙烯丙烯收率，并优化产品结构，主攻方向为小牌号产品，通过差异化经营，实现效益最大化；4. 兴建乙烯和丙烯的下游生产企业对烯烃初级产品进行深加工，如乙丙橡胶等

从公司的 CPP 主要产品价格上看，乙烯和丙烯的价格在 08 年达到谷底，而随后的 09 年展开了反弹，价格和价差距离最低点上涨了 200%。10 年延续了此前上涨的势头，4 月底价格相比 10 年初，聚乙烯上涨 30.6%，丙烯则上涨了 41.2%。从短期来看，10 年上半年集中的设备检修、中东屡次出现的技术故障停工和现货市场的原料紧缺，都将在未来一段时间支持乙烯和丙烯价格。CMAI 预

测，乙烯石脑油价差在 2010-2011 年将保持在 345-405 美元/吨，而丙烯石脑油价差则在 355-380 美元/吨。受益于轻烯烃产品的价格反弹，今年 4 月公司 CPP 设备单月盈利都在 1000 万元以上。

图表 7 2001—2009 年公司生产主要石化产品价格



资料来源：东方证券研究所整理

3.3 CPP 项目通过了发改委验收

4 月 27 日公司发布公告，CPP 项目已经完成发改委的验收。专家组的意见如下：50 万吨/年催化热裂解制乙烯工业装置已通过了连续 72 小时性能考核测试，主要设备性能和技术经济指标等已达到工业示范装置的预期目标。该技术可将石蜡基重油最大限度地转化为低碳烯烃，为乙烯、丙烯等基础化工原料的生产拓展了原料来源。该技术为国内首创，具有世界先进水平和一定的适用性，在我国具有一定推广价值。发改委的评估结果在高度肯定了沈化生产操作水平的同时，也为公司今后的发展指明了方向。考虑到 CPP 项目的技术优势，未来无疑会在我国的石化产业中占有越来越重要的地位。公司在 CPP 项目的应用领域有着先发优势，积累了大量的生产经验。我们认为，未来依托中国化工集团，沈化将在解决油源的情况下进一步发挥 CPP 项目的技术优势，未来公司烯烃产能规模有望跨入中大型石化企业行列

4. 盈利预测

基于对公司主要产品价格上涨的判断，我们预测沈阳化工 10、11 年盈利为每股 0.47 元和 0.7 元。考虑到公司是少数对丙烯酸价格上涨拥有高弹性的上市公司，并且未来石化产能体量扩张空间巨大，我们看好公司赢利增长及发展前景，给予买入评级

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1385	1965	1926	2116	营业收入	4506	8212	8801	9681
现金	220	322	341	346	营业成本	3691	6456	6926	7551
应收账款	60	227	221	225	营业税金及附加	417	657	528	581
其它应收款	17	126	59	67	营业费用	77	164	176	194
预付账款	236	269	248	307	管理费用	211	411	440	484
存货	494	622	677	719	财务费用	62	167	200	181
其他	358	400	379	452	资产减值损失	6	10	11	12
非流动资产	5660	6051	6299	6363	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	2276	4096	5036	5460	营业利润	39	347	519	679
无形资产	139	150	164	158	营业外收入	18	10	10	10
其他	3245	1804	1099	744	营业外支出	1	4	3	2
资产总计	7045	8016	8225	8479	利润总额	56	353	526	687
流动负债	2484	3602	3496	3666	所得税	-6	53	79	103
短期借款	610	2148	1987	2072	净利润	62	300	447	584
应付账款	265	602	613	613	少数股东损益	-6	-10	-17	-33
其他	1609	852	896	981	归属于母公司净利润	69	311	464	616
非流动负债	1763	1344	1344	844	EBITDA	363	854	1236	1500
长期借款	1344	1344	1344	844	EPS (元)	0.10	0.47	0.70	0.93
其他	419	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	4246	4946	4840	4510	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	-8	-26	-58	成长能力				
股本	661	661	661	661	营业收入	-23.8%	82.3%	7.2%	10.0%
资本公积	1352	1352	1352	1352	营业利润	-64.5%	785.7%	49.7%	30.7%
留存收益	784	1094	1427	2043	归属于母公司净利润	-28.7%	352.8%	49.5%	32.7%
归属母公司股东权益合计	2797	3108	3440	4056	获利能力				
负债和股东权益	7045	8045	8254	8507	毛利率	18.1%	21.4%	21.3%	22.0%
现金流量表					净利率	净利率	1.5%	3.8%	5.3%
单位:百万元					ROE	2.5%	10.0%	13.5%	15.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	2.0%	8.1%	11.1%	12.9%
经营活动现金流	183	-422	1278	1301	偿债能力				
净利润	62	300	447	584	资产负债率	60.3%	61.5%	58.6%	53.0%
折旧摊销	262	339	517	641	净负债比率				
财务费用	62	167	200	181	流动比率	0.56	0.55	0.55	0.58
投资损失	3	0	0	0	速动比率	0.35	0.36	0.34	0.36
营运资金变动	-203	-902	140	-93	营运能力				
其它	-3	-327	-26	-11	总资产周转率	0.66	1.09	1.08	1.16
投资活动现金流	-760	-769	-770	-708	应收账款周转率	35	37	29	33
资本支出	755	746	744	702	应付账款周转率	14.37	14.90	11.40	12.32
长期投资	0	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他	-5	-22	-26	-7	每股收益	0.10	0.47	0.70	0.93
筹资活动现金流	319	1292	-489	-588	每股经营现金流	0.28	-0.64	1.93	1.97
短期借款	37	1538	-161	85	每股净资产	4.23	4.70	5.20	6.14
长期借款	339	0	0	-500	估值比率				
普通股增加	153	0	0	0	P/E	121.81	26.90	17.99	13.55
资本公积增加	-153	0	0	0	P/B	2.99	2.69	2.43	2.06
其他	-57	-246	-328	-173	EV/EBITDA	28	12	8	7
现金净增加额	-259	102	19	5					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn