

强烈推荐-B (首次)

华西村 000936.SZ

目标估值: 9.4 元

当前股价: 7.0 元

2010 年 10 月 7 日

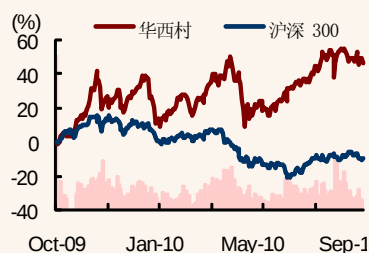
涤纶短纤景气回升，未来服务转型蓝图已现

基础数据

上证综指	2592
总股本(万股)	44001
已上市流通股(万股)	44001
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	51.4%
主要股东	江苏华西集团公司
主要股东持股比例	41.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	8	52
相对表现	1	24	57



相关报告

袁孝锋

021-68407559
qiuxf@cmschina.com.cn
S1090208070224

张啸伟 (研究助理)

021-68407267
zhangxw@cmschina.com.cn

廖振华

S1090210040005

李荣耀

S1090210070002

公司是高棉价的直接受益者，涤纶短纤跟棉花互相替代，公司是 A 股中涤纶短纤维价格上涨弹性最大的标的。产品每上涨 1000 元/吨，业绩增厚 0.15 元/股。长期看好大集团小公司下的现代服务业转型。预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.21、0.41 和 0.43 元/股（剔除金融股权投资收益），金融股权价值 3.3 元/股，短期目标价 9.4 元，长期看 11.8 元，首次给予“强烈推荐-B”投资评级。

- **全球棉花库存持续减少，国内棉价步入 2 时代。**国内 ZCE 棉花期货价格突破 20000 元/吨，棉价已昂首步入 2 时代，创出十年新高。USDA 预测全球棉花库存连续第五年减少，库存消费比将降至 1994/1995 以来新低，在全球供需基本面偏紧的大背景下，棉花已露牛市端倪！
- **高棉价时代涤纶短纤替代优势显现，月度产量创新高：**棉花、粘胶短纤、涤纶短纤在棉纺中存在替代关系，棉价高企会增加另外二者的使用比例。保守预计涤纶短纤替代比例上浮 5%，涤纶短纤产量将同比增长 18%。2003-2009 年国内涤纶短纤/棉花表观消费量与棉花涤纶短纤价差呈现正相关关系，数据也印证了替代关系。涤纶月产量今年 8 月创历史新高，涤纶短纤市场价格从 9600 元/吨上涨至 12000 元/吨，涤纶短纤迎来量价齐升。
- **石化产品定成本，涤纶短纤价差与棉价共舞：**PTA 与乙二醇目前不具备大涨条件，涤纶短纤的成本侧压力小。而在棉花价格的上行周期中，涤纶短纤的价差也会同步扩大。回望上一个棉花价格周期高点（03/04 年），涤纶短纤价差同期也处峰值。近期涤纶短纤在棉价拉动下单月价差再次步入上行通道。
- **华西村涤纶短纤景气回升，未来服务转型蓝图已现：**公司涤纶短纤开工率 100%，近期涤纶短纤上涨 2000 元/吨，对应吨毛利 2100 元/吨，产品每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.15 元！长期看大集团小公司下的现代服务业转型。预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.21、0.41 和 0.43 元/股。给予公司对应 2011 年 15 倍估值，公司金融股权价值 3.3 元/股（剔除金融股权投资收益），短期目标价为 9.4 元，长期目标价 11.8 元，首次给予强烈推荐-B 的投资评级。
- **风险提示：**棉价大幅下跌，PTA 及乙二醇等原料价格上涨幅度较大。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3193	2429	2689	3453	3453
同比增长	-2%	-24%	11%	28%	0%
营业利润(百万元)	79	114	219	448	464
同比增长	-22%	43%	92%	104%	4%
净利润(百万元)	76	91	155	310	322
同比增长	8%	19%	71%	100%	4%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.21	0.41	0.43
PE	68.7	57.8	33.9	16.9	16.3
PB	4.4	4.2	2.9	2.5	2.3

资料来源：招商证券（按照 10 送 7 之后股本调整）

正文目录

一、全球棉花库存持续减少，国内棉价步入 2 时代.....	3
二、替代需求推动涤纶短纤价差与棉价共舞.....	4
1.高棉价时代涤纶短纤替代优势突出，月度产量创新高.....	4
2.石化产品定成本，涤纶短纤价差与棉价齐飞.....	5
三、华西村：涤纶短纤景气终回，未来服务转型蓝图已现.....	7
1.公司基本情况介绍.....	7
2.涤纶短纤景气终轮回，价格上涨 1000 元业绩增厚 0.15 元.....	7
3.公司所持金融股权价值折合每股 3.3 元.....	8
4.大集团小公司勾勒华西村现代服务业转型蓝图.....	8
5.盈利预测及投资建议.....	9

图表目录

图 1：农产品原料指数.....	3
图 2：国内 ZCE 棉花期货连续价格步入 2 时代.....	3
图 3：全球棉花库存连续五年降低.....	3
图 4：全球棉花库存消费比处于历史低位.....	3
图 5：涤纶短纤的上下游产业链关系.....	4
图 6：涤纶短纤/棉花表观消费量与棉花涤纶短纤价差成正相关.....	4
图 7：涤纶月度产量创新高.....	5
图 8：原油大涨可能性小，涤纶短纤成本侧压力较小.....	5
图 9：棉花-涤纶短纤差价已经创出 03 年以来新高.....	6
图 10：历史上涤纶短纤价差与棉花价格高点同期出现.....	6
图 11：近期涤纶短纤单月价差不断攀升.....	6
图 12：华西村下属公司情况.....	7
表 1：公司所持金融股权价值.....	8
表 2：销售收入预测假设表.....	10
附：财务预测表.....	11

一、全球棉花库存持续减少，国内棉价步入 2 时代

国内棉价创十年新高，昂首步入 2 时代：9 月份国内外棉花价格再度大幅上涨，分别创出 10 年以及 15 年的新高，国内 ZCE 棉花期货价格突破 20000 元/吨，棉价已昂首步入 2 时代。

图 1：农产品原料指数



资料来源：IMF, 2005=100, 包括木材, 棉花, 羊毛, 橡胶, 皮革价格指数 (截止日期 10-AUG)

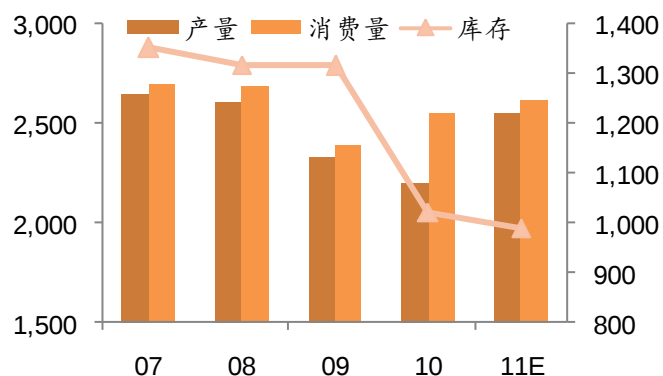
图 2：国内 ZCE 棉花期货连续价格步入 2 时代



资料来源：Bloomberg、招商证券 (截止日期 10-SEP)

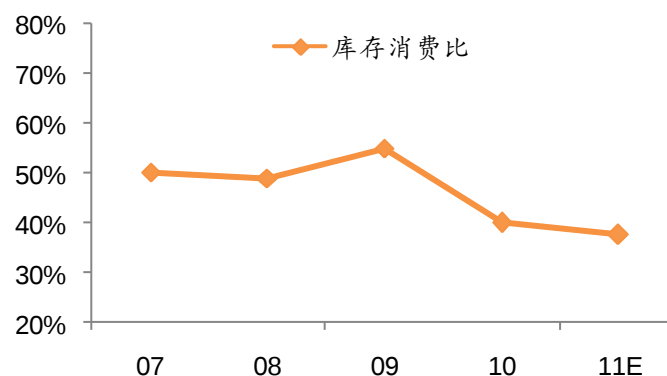
全球供需基本面偏紧的大背景下，棉花初露牛市端倪：回顾 09/10 年度，全球棉花消费量为 2552 万吨，相比 08/09 增长 158 万吨；而同期全球产量为 2202 万吨，相比 08/09 减少 130 万吨，因此全球库存从 1316 万吨减少至 993 万吨。展望 10/11 年度，USDA 预测全球棉花产量将因为棉花价格的止跌回升增加 16%，但同期需求仍将保持同比 3% 的增长，棉花库存则在供需的影响下连续第五年减少。对于在棉花供需方面起重要作用的中美印而言，中国作为棉花的主要产地和消费国，其库存将连续第三年减少，美国的出口将创出历史新高进而带动库存降低，只有印度库存有小幅反弹，其背后的原因只不过是政府的出口限制。USDA 进一步预测全球棉花库存消费比将降至 1994/1995 以来的新低，在全球供需基本面偏紧的大背景下，棉花初露牛市端倪！

图 3：全球棉花库存连续五年降低



资料来源：招商证券

图 4：全球棉花库存消费比处于历史低位



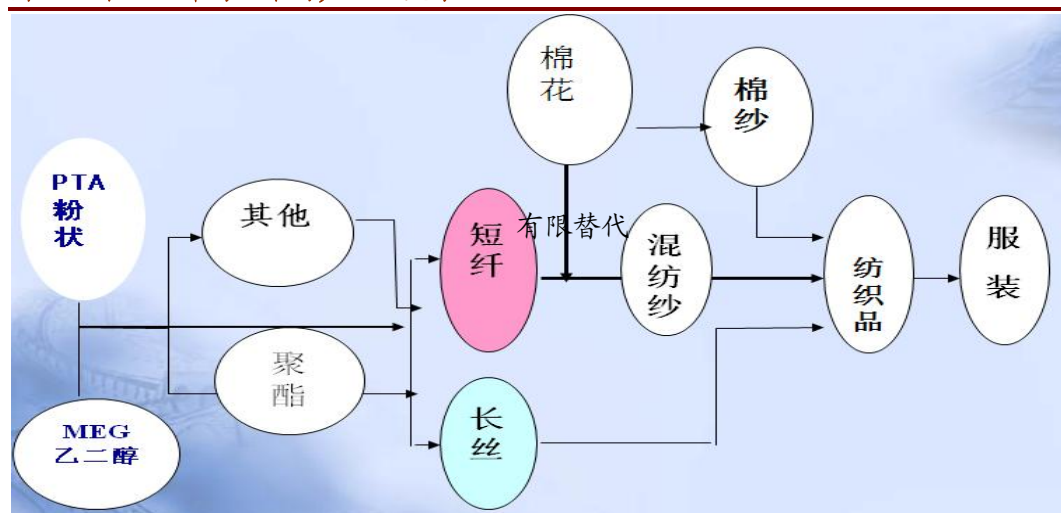
资料来源：招商证券

二、替代需求推动涤纶短纤价差与棉价齐飞

1. 高棉价时代涤纶短纤替代优势突出，月度产量创新高

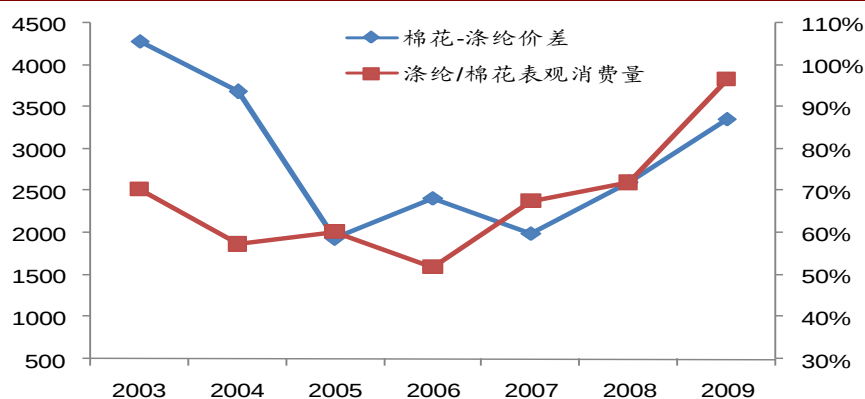
涤纶短纤可在一定比例内替代棉花：棉花、粘胶短纤、涤纶短纤是三大棉纺原料，可相互替代，棉价高企会增加其余二者的使用量。目前国内棉花、涤纶短纤、粘胶的使用比例大概在 50:35:10，其他原料占比在 5%左右。以 2007 年为例，国内纺纱耗用原料总量 2120 万吨，其中涤纶短纤消费量为 736 万吨，占比为 34.72%；粘胶短纤的消费量为 125 万吨，占比为 5.90%；腈纶短纤的消费量为 24 万吨，占比为 1.13%；氨纶的消费量为 2.6 万吨，占比为 0.12%。我们进一步分析了 2003-2009 年国内涤纶短纤/棉花表观消费量与棉花涤纶短纤价差的相关关系，二者基本呈现正相关，即棉花越贵，纺纱中使用的涤纶短纤比例越高。我们认为这能够印证了二者在纺纱中的确存在着相互替代的关系。

图 5：涤纶短纤的上下游产业链关系



资料来源：招商证券

图 6：涤纶短纤/棉花表观消费量与棉花涤纶短纤价差成正相关



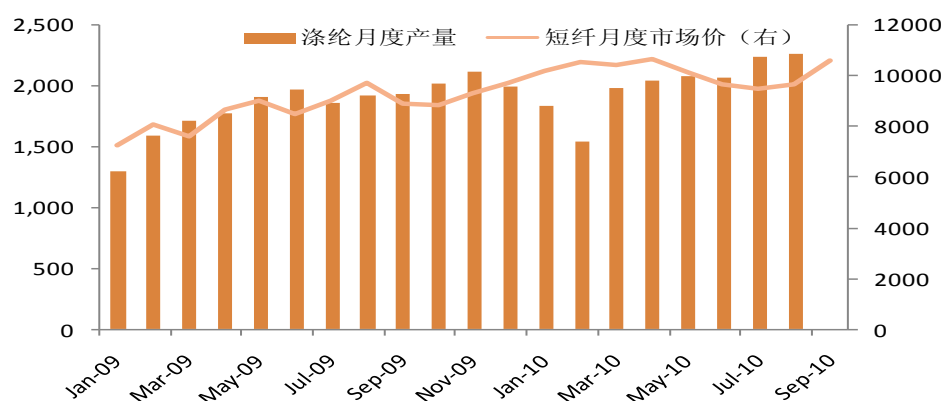
资料来源：招商证券

涤纶短纤替代比例保守预计在 5%左右，提升产量在 18%左右：行业对纺纱中用棉花比例有二种算法：一根据化纤原料的消费量倒推，近几年国内纺纱配棉比大概在 50%-55% 之间波动；二根据棉花的可供量推算，近年国内纺纱配棉比大概在 40%-50% 之间波动。

我们保守按照最低波动比例 5% 计算，2010 年纺纱量假设在 2850 万吨左右（假设同比增长 8%），因与棉花的替代引致涤纶短纤消费量上升 140 万吨，占到涤纶短纤 2009 年全年产量的 18%！短期内下游棉纺企业会按照订单选择原料，但随着棉花的持续高位运行，涤纶短纤等替代原料的使用比例必然会提高。据调查在河南、河北等地，近期棉纺企业的原料以棉花为主，纺纱用料并无大的变化；但在山东、江苏等地区，受棉价上涨影响，化纤价格比较优势突出，企业化纤使用量有明显增长。

涤纶月度产量创新历史新高，开工率节节攀升：虽然我们没有涤纶短纤维的月度产量数据，但从涤纶（含长丝和短纤维，大致比例在 2:1）的月度产量来看，涤纶 09 年 1 月产量在 130 万吨左右，而 10 年 8 月产量在 225 万吨，单月产量创出历史新高。从中可以看出，当前无论是涤纶长丝和涤纶短纤维，开工率都处于比较高的位置。这一点从涤纶短纤市场价格从可以看出，随着棉花价格的带动，涤纶短纤维一个月内从 9600 元/吨快速上涨至 12000 元/吨。

图 7：涤纶月度产量创新高

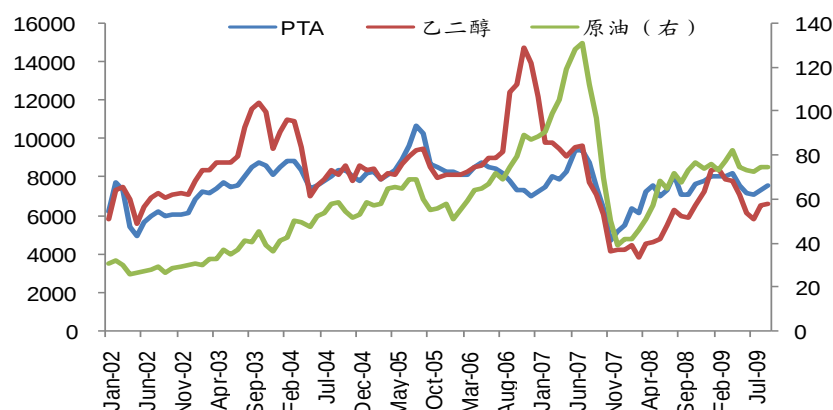


资料来源：CEIC，招商证券

2. 石化产品定成本，涤纶短纤价差与棉价齐飞

涤纶短纤原料受限于油价，短期上涨可能性不大：每吨涤纶短纤消耗 0.855 吨的 PTA，0.335 吨的乙二醇。涤纶短纤作为石油化工行业的下游，其成本取决于 PTA 与乙二醇等石化产品价格走势。目前来看原油价格不具备大涨条件，短期涤纶短纤的成本压力不大。

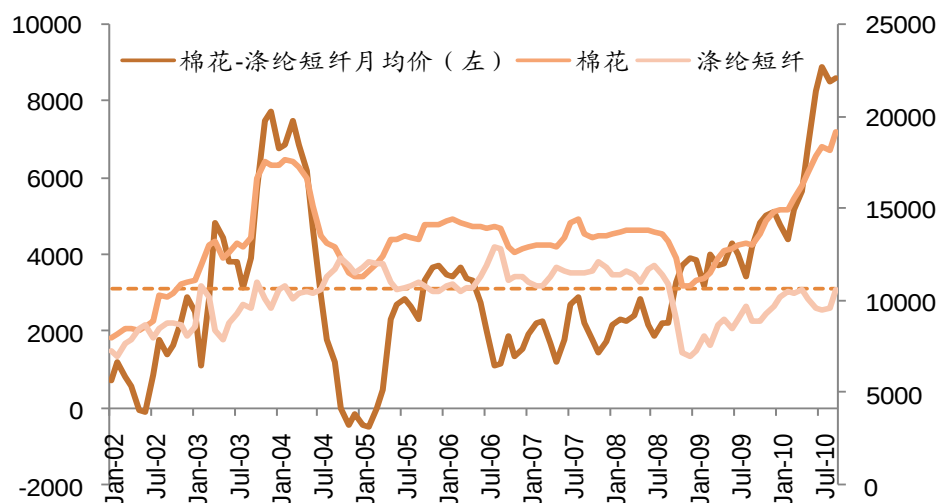
图 8：原油大涨可能性小，涤纶短纤成本侧压力较小



资料来源：招商证券

棉价-涤纶短纤差价已经创出 03 年以来新高，后续涤纶短纤有补涨空间：涤纶短纤价格因为与棉花的替代作用，棉花价格上升以后，涤纶短纤需求大增，价格也会上涨。03 年 1 月到 10 年 9 月棉花与涤纶短纤的平均差价在 3100 元/吨左右，而目前棉花与涤纶短纤的之间的差价已经达到 8600 元/吨，这也是 03 年以来从未有过的高点，我们认为后续涤纶短纤仍有上涨空间以缩小与棉花的差价。

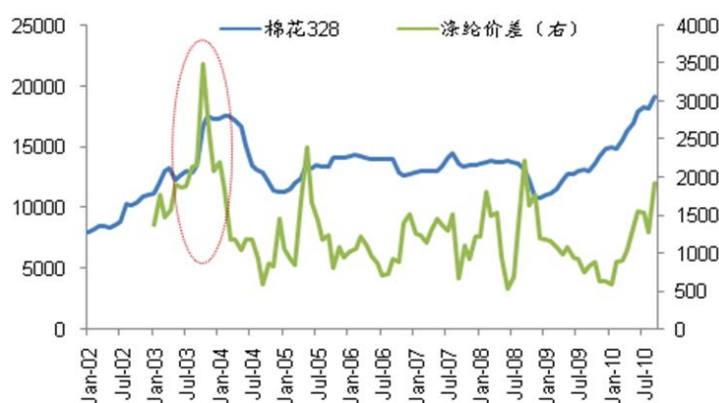
图 9：棉花-涤纶短纤差价已经创出 03 年以来新高



资料来源：招商证券

涤纶短纤价格上行，成本压力不大，价差将步入上行通道：在棉花价格的上行周期中，涤纶短纤的价差也会同步扩大。回望历史，我们看到在上一个棉花价格周期高点（03/04 年），涤纶短纤价差同期也至峰值。近期来看随着棉花价格不断创出新高，涤纶短纤单月价差也已经从年初的 582 元/吨（含增值税）上涨至 9 月份的 1927 元/吨（含增值税），预计后续企业完成手中已经固定棉花比例的订单后，下游纺纱企业会提高有比价优势的涤纶短纤的使用比例，进而拉动涤纶短纤价格和价差上涨。

图 10：历史上涤纶短纤价差与棉花价格高点同期出现



资料来源：招商证券

图 11：近期涤纶短纤单月价差不断攀升



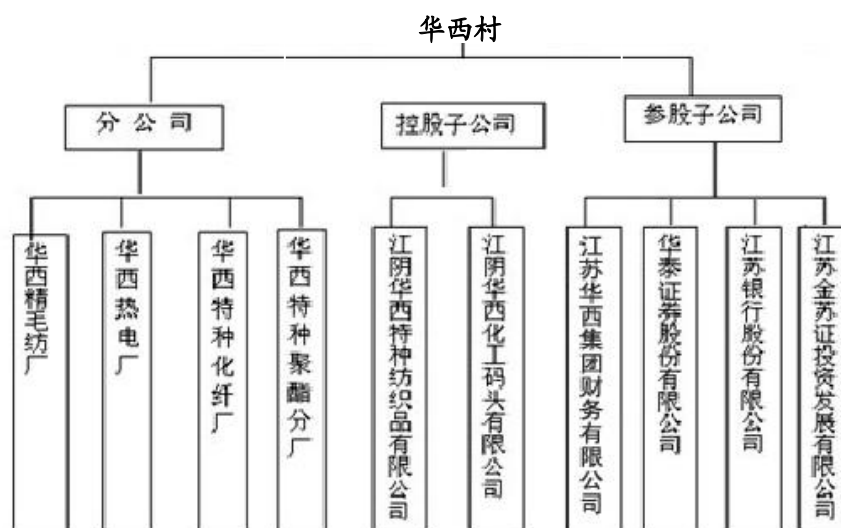
资料来源：招商证券（价差=涤纶短纤价格-0.85PTA-0.335 乙二醇）

三、华西村：涤纶短纤景气终回，未来服务转型蓝图已现

1. 公司基本情况介绍

公司下属公司及主要资产情况：江苏华西村股份有限公司是以江苏华西集团公司为主发起人设立的上市公司，目前华西集团持有公司股权比例在 41%。目前上市公司拥有精毛纺厂（员工 1300 人）、热电厂、特种化纤厂（职工 200 人）、特种聚酯分厂和二家中外合资企业（分别为特种纺织厂以及化工码头，持股比例为 75%）。现有职工 1900 多人，工程技术人员 300 多人。公司年产高档精毛纺面料 500 万米、涤纶短纤产能为 17 万吨，聚酯产能为 35 万吨（自用 17 万吨，其余外销）、热电厂年发电 2 亿度、年供汽能力 70 万吨的生产加工能力及总容量达 30 万立方米的化工产品仓储业务。同时公司主要参股金融公司包括江苏银行，华泰证券以及预计在 10 月置入的东海证券。

图 12：华西村下属公司情况



资料来源：招商证券

纺织+热电厂置出，1 亿股东海证券股权置入：2010 年 5 月，公司与控股股东华西集团签署了《资产置换协议书》，公司拟以下属精毛纺厂、热电厂及江阴华西特种纺织品有限公司 75% 的股权与华西集团拥有的东海证券 1 亿股股权进行置换。经双方协商确定，公司置出资产的价格为 32,011.84 万元，置入资产的价格为 39,800 万元，置出资产与置入资产产生的差额为 7,788.16 万元，由公司向华西集团支付等额的现金。估计 10 月份能够完成相关手续，东海证券的置入拉开了公司转型的序幕。

2. 涤纶短纤景气终轮回，价格上涨 1000 元业绩增厚 0.15 元

涤纶短纤产能 17 万吨，聚酯产能 35 万吨：华西村目前涤纶短纤年产能共有 17 万吨，包括一条 10 万吨常规涤纶短纤生产线以及 7 万吨的差异化涤纶短纤生产线。聚酯切片产能 35 万吨，其中 17 万吨自供涤纶短纤，剩余部分外卖。公司涤纶短纤原材料为是

乙二醇和 PTA，其中乙二醇进口，PTA 购自华联三鑫。公司销售 80% 通过直销，主要客户集中在江浙一代。

公司作为民营企业，成本以及体制优势明显：1) 设备投资少(之前进口日德设备的国有企业，万吨聚酯投资亿元，而后来的国产设备万吨仅需千万元投资)，能耗低；2) 相比目前行业规模普遍在 2-3 万吨的企业，公司生产线规模优势明显；3) 作为民营企业，公司能够避免不必要的体制包袱。

上半年外销居多致使毛利率偏低：我们看到虽然上半年涤纶短纤市场价格同比去年增长 20%，但是公司毛利率并未提升，而且涤纶短纤营收下降。主因 1) 上半年公司开工率不高，大概在 75% 左右；2) 上半年公司出口较多，出口价格偏低，仅赚取加工费用，这也导致公司上半年涤纶短纤毛利率偏低。

受益棉花涨价，涤纶短纤量价齐升，目前吨毛利 2100 元/吨。涤纶短纤每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.15 元：棉花价格居高不下，下游棉纱企业已经开始调高涤纶短纤的使用比例。目前公司涤纶短纤开工率 100%，同时出厂含增值税价相对上月已提高 2000 元/吨，至 12500 元/吨。聚酯出厂含增值税价在 10800 元/吨。对应目前出厂价，涤纶短纤吨毛利 2100 元/吨，聚酯吨毛利 1280 元/吨，由此计算公司单月毛利在 3000 万。我们测算公司相对涤纶短纤业绩弹性为价格每上涨 1000 元/吨，公司每股收益增厚 0.15 元！

3. 公司所持金融股权价值折合每股 3.3 元

公司持有的金融股权包括 2.49 亿股的江苏银行，0.45 亿股的华泰证券以及 1 亿股的东海证券。考虑到华泰证券已经上市，参考目前市场价格，我们按照每股 13 元计算；对于江苏银行，参照 2010 年 4 月华泰证券以每股 5 元的价格认购江苏银行 1.4 亿股的价格，按照 5 元/股计算；东海证券按照置换时的评估值即 6.2 元/股计算。参考以上假设，我们计算公司所持有的金融股权价值为 24.5 亿元，按照公司送转后 7.48 亿股本，每股价值 3.3 元。

表 1：公司所持金融股权价值

持有股权	数量/亿股	每股价值/元	总值/亿元	计算标准
江苏银行	2.49	7	17.4	参照华泰认购价
华泰证券	0.45	13	5.85	综合市价
东海证券	1	6.2	6.2	资产置入评估值
总值			24.5	

资料来源：招商证券

4. 大集团小公司勾勒华西村现代服务业转型蓝图

金融股权+储运描绘公司现代服务业雏形：目前公司资产主要包括聚酯，涤纶短纤，热电厂，精纺呢绒，特种纺织以及储运和金融股权。公司金融股权具体见上一节。储运业务包括 5 万吨级的液体化工专用码头和 2 个 1000 吨级内河码头泊位，仓储总容量达 30 万立方米，可接卸苯类、胺类、酸类等五十多种化工品，目前公司已成为长江下游重要的化工产品仓储中心。目前这一块业务整体情况良好，预计今年毛利在 9100 万。

华西集团服务业资产雄厚：截至 2009 年末，华西集团共有全资及控股公司 75 家，资产 229 亿元，营业利润 3 亿元左右。集团服务业务包括金融，船运仓储，海工服务，数字电子园区等。其中金融资产主要包括银行，证券，pe，典当，担保，信托，财务公司等；船运仓储主要包括棉花仓储库，PTA，PVC 交割仓库，远洋运输船队（目前规模在 35 万吨，未来准备扩建到 60 万吨），内陆 10 万吨运输船队以及配合重庆市政府建设的疆煤东运中转码头；集团还成立了海洋工程服务公司，今年 9 月具有国内最大起吊能力的 4500 吨大型起重船建成投用。未来 2—3 年内，还要配套 900 吨全回转起重支持船、50 米水深多功能挖沟船、5000 匹全回转三用工作船等的重量级海工船队，基本具备近海 300 米水深以内大型桥梁运输、安装、施工，海洋石油平台运输、安装、维护、拆卸的整套工程能力；动漫电子产业园区依托集团网游，动漫，游戏，软件四大项目，联手国内相关企业，总投资在 100 亿左右。

集团有能力有意愿推动公司服务业转型：目前华西集团服务业务多点开花，资产雄厚，以上资产是集团未来扶持上市公司发展服务业的能力体现。另一方面，之前集团以东海证券股权置出纺织资产，从中我们可以看出集团推动上市公司模式转型的意愿，相信之后集团对于上市公司的支持仍将一如既往。

5. 盈利预测及投资建议

目前公司涤纶短纤产能有 17 万吨（常规 10 万吨，产异化 7 万吨；聚酯 35 万吨，自用 17 万吨之外，其他对外销售。

投资逻辑：1）棉价居高不下，下游企业提高涤纶短纤使用比例，涤纶短纤需求增多，同时涤纶短纤的原材料 PTA，乙二醇作为石化产品，受制于油价影响，上涨幅度弱于短纤，涤纶短纤价差将与棉价齐飞。2）目前集团资产是公司的 10 倍左右，而其中服务业资产颇丰，公司作为集团旗下唯一的上市平台，未来必然与集团在服务业模式转型方面形成共赢。

预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.21、0.41 和 0.43 元/股（未考虑金融股权收益），净利润增长率分别为 71%、100%和 4%。考虑到公司涤纶短纤业务景气上行以及模式转型带来的估值提升，我们给予公司对应 2011 年 15 倍估值，考虑到公司金融股权价值 3.3 元/股，短期目标价 9.4 元/股，长期目标价 11.8 元/股，首次给予强烈推荐-B 的投资评级。

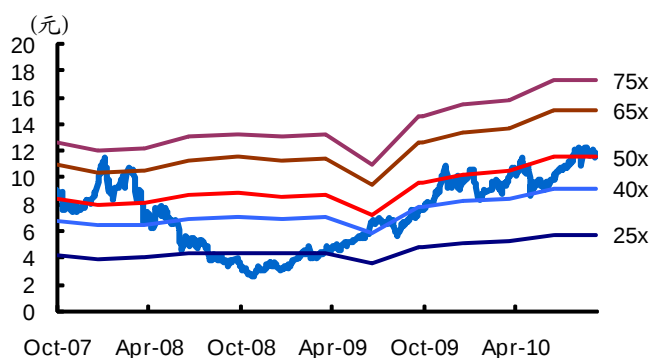
股价催化剂：涤纶短纤再提价

表 2: 销售收入预测假设表

		2010 E	2011E	2012E
产量 (万吨)	涤纶短纤	14	17	17
	聚酯	6	12	12
产品不含税价 (元/吨)	涤纶短纤	9573	11111	11111
	聚酯	8547	9402	9402
	乙二醇	6325	6752	6752
	PTA	6581	7009	7009
毛利率	涤纶短纤维	9%	17%	17%
	聚酯产品	4%	7%	7%
	储运	72%	72%	72%
合计收入/百万		2689	3453	3453
增长率		10.7%	28.4%	0
综合毛利率		12%	16%	16%

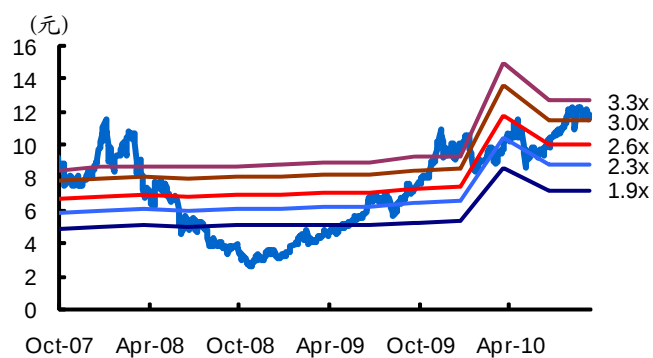
资料来源: 招商证券

图 13: 华西村历史 PE Band



资料来源: 招商证券

图 14: 华西村历史 PB Band



资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1451	1587	2015	2284	2543
现金	556	583	949	953	1212
交易性投资	24	21	21	21	21
应收票据	400	355	393	505	505
应收款项	95	92	97	125	125
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	357	460	459	562	562
其他	18	75	95	117	117
非流动资产	1148	1205	1791	1793	1794
长期股权投资	326	364	338	338	338
固定资产	772	796	821	824	827
无形资产	28	24	22	20	18
其他	21	21	611	611	611
资产总计	2600	2792	3806	4077	4337
流动负债	1331	1451	1751	1727	1727
短期借款	535	499	1000	800	800
应付账款	215	121	128	156	156
预收账款	84	75	36	44	44
其他	497	755	588	727	727
长期负债	0	0	138	138	138
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	138	138	138
负债合计	1331	1451	1889	1865	1865
股本	748	748	748	748	748
资本公积金	49	49	465	465	465
留存收益	390	459	592	856	1085
少数股东权益	81	85	112	143	175
母公司所有者权益	1187	1256	1805	2069	2297
负债及权益合计	2600	2792	3806	4077	4337

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	433	60	160	341	441
净利润			155	310	322
折旧摊销			97	99	99
财务费用			35	21	18
投资收益			(30)	(30)	(30)
营运资金变动			(263)	(98)	0
其它			166	40	32
投资活动现金流	(61)	(88)	(683)	(100)	(100)
资本支出			(120)	(100)	(100)
其他投资			(563)	0	0
筹资活动现金流	(327)	(119)	890	(238)	(81)
借款变动			501	(200)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			416	0	0
股利分配			(22)	(47)	(93)
其他			(5)	9	12
现金净增加额	45	(146)	367	4	259

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3193	2429	2689	3453	3453
营业成本	2974	2253	2376	2914	2914
营业税金及附加	12	9	22	28	28
营业费用	22	23	27	28	21
管理费用	32	32	27	28	21
财务费用	74	38	35	21	18
资产减值损失	22	4	13	17	17
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	22	45	30	30	30
营业利润	79	114	219	448	464
营业外收入	9	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	89	115	220	449	465
所得税	(1)	10	37	108	112
净利润	90	104	183	341	353
少数股东损益	13	13	27	31	32
母公司所有者净利润	76	91	155	310	322
EPS (元)	0.10	0.12	0.21	0.41	0.43

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-2%	-24%	11%	28%	0%
营业利润	-22%	43%	92%	104%	4%
净利润	8%	19%	71%	100%	4%
获利能力					
毛利率	6.9%	7.2%	11.6%	15.6%	15.6%
净利率	2.4%	3.7%	5.8%	9.0%	9.3%
ROE	6.4%	7.2%	8.6%	15.0%	14.0%
ROIC	8.6%	7.5%	7.2%	11.8%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	52.0%	49.6%	45.7%	43.0%
净负债比率	20.6%	17.9%	26.3%	19.6%	18.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8
存货周转率	6.5	5.5	5.2	5.7	5.2
应收帐款周转率	28.5	26.0	28.4	31.1	27.6
应付帐款周转率	10.7	13.4	19.1	20.5	18.6
每股资料(元)					
每股收益	0.10	0.12	0.21	0.41	0.43
每股经营现金	0.58	0.08	0.21	0.46	0.59
每股净资产	1.59	1.68	2.41	2.77	3.07
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.06	0.12
估值比率					
PE	68.7	57.8	33.9	16.9	16.3
PB	4.4	4.2	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	29.0	28.6	19.9	12.3	12.0

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

袁孝锋：复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟：南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

李荣耀：上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

廖振华：上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。