

报告日期: 2011 年 2 月 9 日

紧跟行业 T 型趋势 差别化和成本控制立优势

——尤夫股份 (002427) 调研报告

要点:

事件: 1 月 22 日, 我们对尤夫股份进行了调研, 就行业发展状况和公司未来发展战略等问题与公司方面进行了交流。

➤ **行业未来呈 T 字型趋势发展。**我们认为, 国内涤纶工业丝行业经历了 2000 年到 2007 年的快速扩容和发展期后, 已经进入战略发展期。行业未来的发展趋势呈现横向单向延伸和纵向双向延伸的 T 型趋势: 即产品结构从普通丝为主向差别化和功能性丝为主转变的横向趋势, 以及产业链向上下游发展的一体化、规模化的纵向趋势。差别化和功能化帮助企业提升产品盈利能力, 一体化和规模化帮助企业优化成本控制。我们认为, 盲目低效扩能已经不是工业丝企业做大做强的主要路径, 反而只能导致目前已经过剩的普通丝陷入低价竞争的混乱局面; 而紧跟行业趋势, 走差别化和成本控制的路子, 是工业丝企业未来发展壮大的有效途径。

➤ **核心优势: 差别化和成本控制优先。**首先通过坚持差别化占据高盈利细分领域: 公司未来差别化率将从目前的 32.8% 提升到 84%, 而作为差别化最尖端技术和未来盈利能力最好的功能性丝的占比将从目前的 9.2% 提升到 40.8%, 我们认为功能性产品在助剂配方和涂敷技术方面存在较高的技术壁垒, 而公司掌握了高速在线表面涂敷平台在内的三大技术平台, 同时在助剂调配方面具有丰富经验, 确立一定的壁垒; 另一方面公司坚持上下游一体化实现成本控制: 公司利用现有工业丝产品和技术储备, 进军下游帘子布、软硬线绳等领域, 在完全实现原料自给的基础上提升盈利能力, 同时公司自主研发的熔体直纺技术向 PET 切片上游 PTA 和 MEG 扩展产业链, 仅原料成本就较切片纺丝技术低 1500 多元/吨, 成本优势明显。

➤ **成长性明确: 扩能增效正逢时。**我们认为, 2011 年行业景气度仍有望维持较高水平: 一是受益供应短缺, 棉价高位盘整的态势将持续, 这将带动棉替代品的民用涤纶丝价格走高, 从而引起工业丝价格的联动; 另一方面油价走高的大趋势下, 对于差别化丝和功能性丝等转嫁能力较强的产品, 上游涨价对于企业而言是提价获得超额收益的好时机。我们认为公司的快速扩能正逢行业景气度提升阶段, 未来产能释放带来的业绩增长明确。

➤ **盈利预测:** 预计公司 10、11 和 12 年业绩将分别达到 0.38 元、0.81 元和 1.15 元。在不考虑超募二期熔体直纺 12 万吨差别化长丝项目的收益情况下, 公司 10 年到 12 年的复合增长率达到 70% 以上, 未来 12 万吨的熔体直纺差别化长丝项目投产后, 相当于再造一个尤夫股份, 公司业绩再翻番的可能性不容低估。我们认为给予 11 年 30 倍 PE 是比较合理的, 6 个月目标价格 24.3 元, 给予公司强烈推荐投资评级。

➤ **风险提示:** 产能扩张后市场开拓和盈利能力下降风险, 熔体直纺技术风险。

独立声明

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, 特此声明。

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号: S1070210020006

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号: S1070110040002

投资评级: 强烈推荐

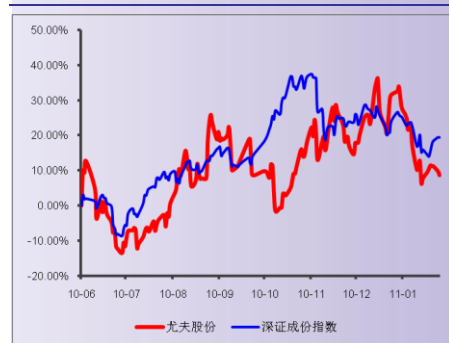
市场数据: 当前股价 17.69

总市值 (亿元)	32.41
流通市值 (亿元)	8.14
总股本 (万股)	18323
流通股本 (万股)	4599
12 个月最高/最低	13.71 / 22.58

公司盈利预测 (百万)

万元	10E	11E	12E
营业收入	75101	118768	162426
营业成本	62670	95481	129526
营业利润	8234	17385	24724
利润总额	8234	17385	24724
所得税	1235	2608	3709
净利润	6992	14762	20994
EPS	0.382	0.806	1.146

股价表现图

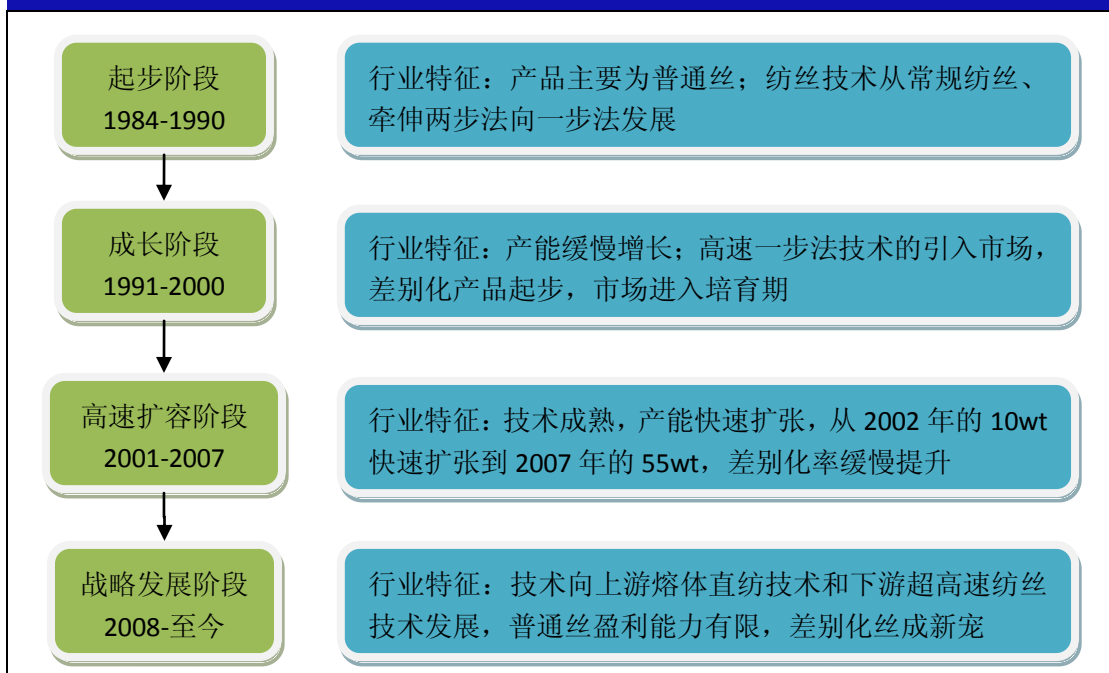


相关报告

涤纶工业丝：T 字型发展趋势

行业未来呈 T 字型趋势发展。我们认为，国内涤纶工业丝行业经历了 2000 年到 2007 年的快速扩容和发展期后，逐渐步入普通丝产能过剩的局面（见图 1）。经过将近 30 年的发展，以及民用丝领域的前车之鉴，越来越多的大型企业开始意识到工业丝未来的发展趋势产品差别化和功能化、产业链向上下游拓展的规模化、一体化，总体形成如图 2 的 T 字型发展趋势。

图 1. 国内涤纶工业丝行业发展示意图



资料来源：公司招股说明书、中华纺织网、长城研究所

第一趋势：产品结构将从普通丝为主向差别化、功能性丝为主转变。2009 年，我国涤纶工业丝产能达到 76.16 万吨，2001 年至 2009 年，国内涤纶工业丝产能复合增长率达到 33.8%。由于普通高强丝设备投入低，技术壁垒低，国内普通高强丝产能扩张严重，中小企业混乱经营，低价倾销现象较为普遍，产品的盈利能力普遍较低。而高模低缩丝（HMLS）、高强低缩超低缩丝等差别化丝以及带有阻燃、耐磨、拒海水等特殊性能的功能性丝由于前期设备投入大、技术壁垒高、下游高端应用供应短缺等原因，具有较高的盈利能力（毛利率较普通丝提高 5-10 个百分点）和发展前景，目前部分工业丝企业，尤其是大型的工业丝企业开始将差别化和功能化产品作为开发重点。根据



目前了解的情况，2010 年至 2012 年新增产能中差别化和功能化产品占比显著提升，其中江苏恒力 20 万吨产能（包括切片产能），纺丝产能不到 17 万吨，而其中 HMLS 丝就占 4 万吨，此外还有一部分高强低缩丝产能；而海利得 2010 年新投放 5 万吨差别化工业丝，其增发项目之一的 3 万吨的 HMLS 丝产能也将于 2012 年试生产。

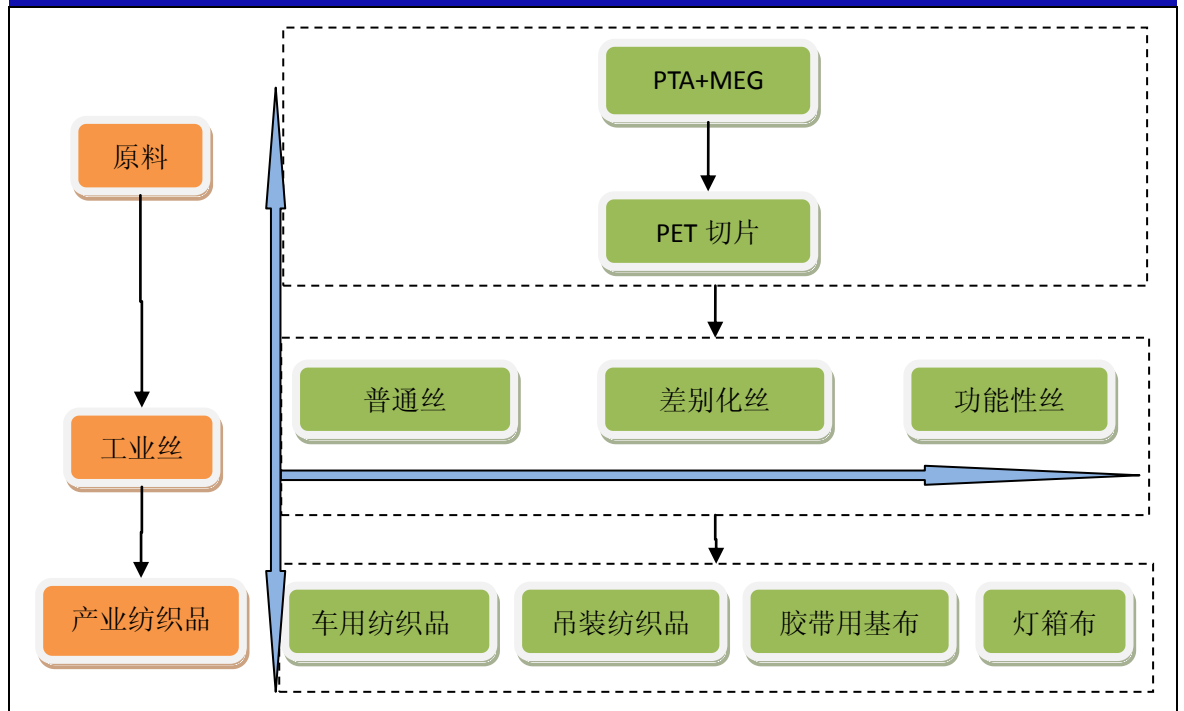
表 1：2010-2012 年各企业扩产情况

	产能（万吨）	备注
江苏恒力化纤有限公司	20	含 4000 吨 HMLS 产能 已于 2010 年四季度投产
浙江古纤道股份有限公司	20	采用熔体直纺技术，主要为普通丝 预计 2011 年二季度投产
浙江海利得新材料股份有限公司	8	5 万吨差别化长丝项目，2010 年已投产 3 万吨 HMLS 丝，预计 2012 年投产
浙江兴湖工业丝有限公司	3	以高模高强丝为主
山东华伦化纤有限公司	1.5	
吴江宏达线绳有限公司	0.6	
联新（开平）高性能纤维有限公司	0.6	以 HMLS 丝为主
晋江永信达纺织服装有限公司	0.4	
总扩能	54.1	

资料来源：公司招股说明书、中纤网、长城证券研究所

第二趋势：产业链向上下游延伸，走规模化、一体化路线。我们认为，涤纶工业丝向上下游延伸产业链至关重要。由于工业丝的原料比较单一（主要是 PET 切片），而且原料的供应商也比较单一（不同供应商的 PET 产品对工业丝的性能有不同的影响，会影响产品稳定性），因此原材料价格波动和供应风险较大，是企业的主要风险之一，因此向上游发展成为公司的一大发展方向，一方面可以防范原料价格变动风险和原料供应风险，另一方面可以降低成本，提高产品盈利能力。工业丝的下游主要是汽车行业、吊索行业、胶带行业和灯箱布行业，下游行业十分分散，并且应用需求层出不穷，对上游纺织品的性能要求也千变万化，从而影响到工业丝的性能，向下游延伸有助于企业更好地应对终端需求的变化而及时地调整产品结构，抓住市场机遇，此外汽车行业通常涉及到产品认证，需要对工业丝和工业丝纺织品同时认证，产业链的延伸有助于企业降低认证成本。

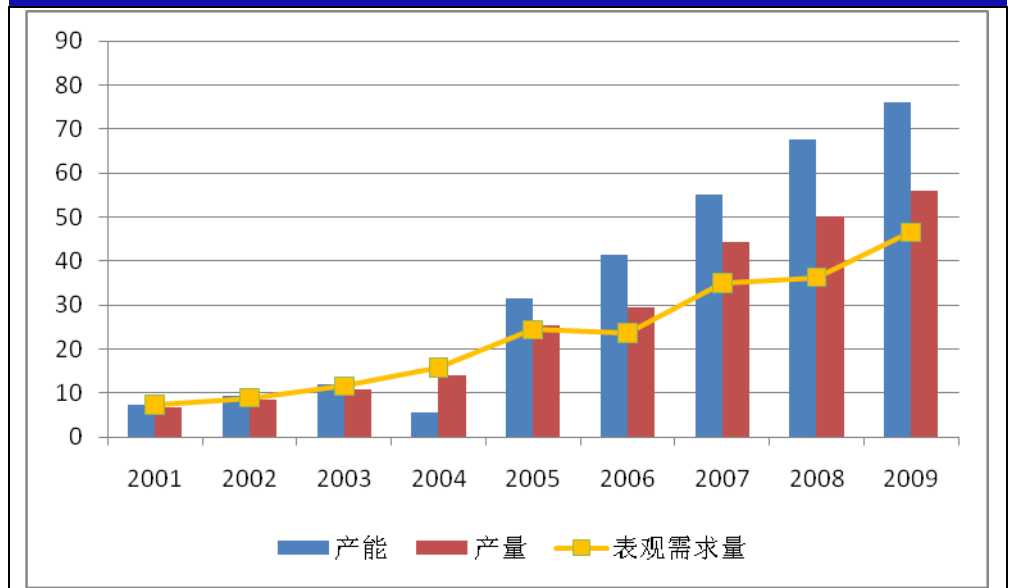
图 2. 国内涤纶工业丝行业发展的“T 字”趋势



资料来源：公司招股说明书、中华纺织网、长城研究所

需求增长有效缓解扩能压力，政策是潜在催化剂。相比 2001 年-2007 年的高速扩能期，2008 年后涤纶工业丝扩能速度并未减缓，仅 2010 年新增产能就达到 30 多万吨，相比 2009 年的 76 万吨，增加了 40%多，比 2001-2009 年 33.8%的年均增长率还要高，只是新投产能从普通高强丝逐渐向差别化丝发展。我们认为，产能快速扩张的背后是企业看到下游需求的快速增长（表观需求量年均增速为 26%左右），以及潜在需求亟待释放，行业短期内在产能集中释放期存在一定压力，但需求的快速增长将能有效消化新增产能，而潜在需求的释放则是一剂有效的催化剂，可以大幅提升市场需求。我们认为政策推动将是推动潜在需求增量的最重要因素。以货车用篷盖布为例：考虑到性能因素和成本因素，涤纶工业丝是制造篷盖布的最佳材料。由于敞篷货车存在环境污染、容易泄露、容易超载引起安全事故等因素，国外对货车均要求必须使用篷盖布，目前国内仅有北京规定进京铁路货车有篷盖布要求。按照 2009 年货车保有量 1369 万辆和每辆货车使用篷盖布 10 平米计算，需要至少 1.4 亿平米的篷盖布。此外，国外对室内灯箱布有阻燃性能要求，而国内在此领域仍是空白，我们认为随着安全观念的深入，政策的推出是大势所趋，这将对阻燃型工业丝的需求有非常大的拉升作用。

图 3. 2001-2009 年涤纶工业丝产能及需求情况



资料来源：招股说明书、长城研究所

表 2: 涤纶工业丝下游细分市场需求分析

应用领域	主要产品	备注
车用纺织品	汽车轮胎帘子布	需求：14.8 万吨 HMLS 丝（2007） 趋势：1、轮胎子午化率有提升空间（国内低国外 10 个点） 2、轮胎工业快速发展（10 年平均增速达 30%以上）
	安全带	趋势：伸长率小、耐光性好、价格低廉逐步取代锦纶丝
	篷盖布	潜在需求：1.4 亿平米（2009 年） 趋势：有待政策推动
	汽车管线	趋势：受益于汽车产业的快速发展（09 年汽车产量增速达 46%）
吊装纺织品	吊装带、索具、紧绳器、捆绑器	需求：与各行业息息相关，定期更换使需求保持稳定增长 趋势：1、全球合成纤维吊装带占吊装产品 40%份额，国内较低 2、有待政策推动：国外对不同类型车有强制要求纤维带数量
胶带用基布	浸胶帆布	趋势：下游采掘业自动化率 20%，远低于国际水平 70% 下游建材、轻工行业受益基建投资将快速发展
建筑户外	灯箱布	需求：灯箱布产量 24 万吨（09 年），年均增速 15%
	土工织布	需求：每公里铁路和高速公路需 6.24 吨和 5.2 吨 HMLS 丝 趋势：受益于铁路和高速公路的基建投资

资料来源：公司招股说明书、中纤网、长城证券研究所

我们认为，对于涤纶工业丝行业而言，随着工艺设备的提升和技术水平的提高，现在的部分差别化产品的壁垒也将不复存在，而成为类似于现在普通丝的同质化竞争产品。未来只有跟紧 T 型趋势，坚持两条腿走路的企业才能在竞争中不断壮大：一是



在差别化到功能化的横向发展上不断开发新产品，开拓新市场，在细分领域占据市场份额，享受高端产品带来的高收益；二是对于不断壮大的同质化产品，走产业链拓展之路，打通上下游，并做好成本控制，树立竞争优势。

核心竞争力：紧跟 T 型趋势，差别化和成本控制优先

尤夫股份是目前国内第四大（江苏恒力投产后跃升为全国第一）涤纶工业丝企业，公司目前拥有 5 万吨工业丝，10 年四季度子公司尤夫科技 0.4 万吨帘子布和 0.8 万吨帆布产能正式投产后，公司正式进入工业丝下游领域。公司未来 2 年的产能扩张情况如表 3 所示。

表 3：公司产能扩张情况

	现有	自建 1	募投 1	超募 1	募投 2	自建 2	募投 3	超募 2	总计
预计投产	NA	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q2	2011Q2	2012Q2	2012Q4	
普通工业丝	33600								33600
高模低缩型	800		12000					25000	37800
低缩超低缩	11000				12000			30000	53000
功能型	4600						16000	65000	85600
软线绳				1500					1500
硬线绳				4500					4500
胶管纱线				1000					1000
帘子布		4000				8000			12000
帆布		8000				4000			12000
分阶段产能	50000	62000	74000	105000			121000	241000	241000

资料来源：公司公告、长城证券研究所

我们认为，尤夫对未来的发展战略十分明确，与海利得坚持车用丝优先的战略不同，尤夫的发展战略紧跟行业 T 型发展趋势，以差别化和上下游一体化为发展主线，我们认为坚持差别化占据高盈利细分领域和坚持上下游一体化对成本有效控制是尤夫的核心竞争优势所在。

坚持差别化占据高盈利细分领域。公司未来两年工业丝产能将从目前的 5 万吨提升到 21 万吨，而差别化率将从目前的 32.8%提升到 84%，而作为差别化最尖端技术和未来盈利能力最好的功能性丝的占比将从目前的 9.2%提升到 40.8%。我们认为，公司的三大技术平台为公司的差别化战略提供了持续的动力支撑。涤纶工业丝企业是技术密集型企业，对设备的技术参数控制要求非常高，只有掌握了足够技术参数控制能力



和设备技术改造能力的企业才能将残次品率控制在最低水平（07 年废丝率仅 1.1%，远低于行业水平），才能获得高质量且质量稳定性好的产品，从而为进一步获得高性能的差别化和功能化产品打好坚实基础。公司为差别化、功能性产品开发构建的三大技术平台是：**高速在线表面涂敷处理技术平台、复合网络-加捻定型技术平台和低收缩产品开发技术平台**。尤其是对于功能性产品，公司在配套助剂的调配方面掌握了丰富的配方和经验，配套高速在线表面涂敷平台，能够控制好助剂涂敷的均匀性，从而获得高合格率的功能性丝。目前公司的超高强超低缩涤纶工业丝、拒海水型涤纶工业长丝和一步法 5000D 涤纶工业长丝等差别化产品具有绝对的技术优势。

坚持上下游一体化实现成本控制。公司利用现有技术储备，进入工业丝下游领域，10 年 4 季度已有 4000 吨帘子布和 8000 吨浸胶帆布投产，今年年中将有 1500 吨软线绳、4500 吨硬线绳、1000 吨胶管纱线、8000 吨帘子布和 4000 吨浸胶帆布投产，将形成 3.1 万吨的工业丝织物产能。帘子布和硬线绳原料 HMLS 丝，帆布、软线绳和胶管纱线原料普通高强丝均由公司自给，为帘子布和硬线绳配套的募投项目之一的 1.2 万吨 HMLS 丝产能也将于 11 年 1 季度投放，届时能够实现原料完全自给，从而提升公司产品的整体盈利能力。公司利用**熔体直纺技术**向 PET 切片上游 PTA 和 MEG 扩展产业链：熔体直纺技术与目前工业丝通用的切片纺丝技术相比，由于向上游拓展，相当于将 PET 切片的盈利也计入成品的毛利，因此，仅原料成本就较切片纺丝技术低 1500 多元/吨，这里还没有算由于少了一套需要反复加温降温的固相聚合装置的耗能，预计装置折旧费用和用电成本就节省了 500 元/吨。

表 4：熔体直纺技术和切片纺丝技术比较

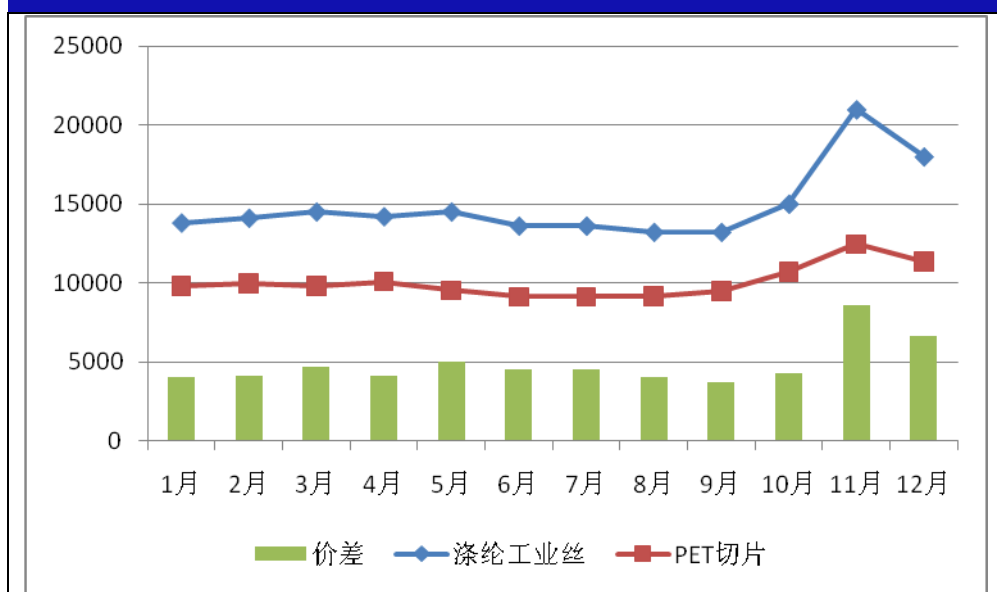
	切片纺丝技术	熔体直纺技术
原料	PET 切片	PTA+MEG
设备	(PET 切片)-固相聚合 (PET 增粘)-纺丝	(PTA+MEG)-聚合 (高粘 PET)-纺丝
成本	原料成本：10048 元/吨 (PET 切片)	原料成本*：8527 元/吨 (以 PTA 和 MEG 按照 1:1 投料，90%收率计算)
产品性能	切片粘度可以提高到 1.1Pa/s 可以做成 HMLS 等多种差别化丝	PET 粘度可以提高到 1.1Pa/s 可以做成普通丝，HMLS 丝等差别化仍待技术攻关

资料来源：公司公告、中纤网、长城证券研究所

注：表中原料成本按照中纤网 2010 年均价计算

公司新增产能消化问题不大。公司 11 年将有 3.1 万吨下游织物产能投放，此外募投项目的 1.2 万吨 HMLS 丝和 1.2 万吨低缩超低缩丝也将投产，预计年内将有新增产量约 3.44 万吨，其中包括约 7200 吨帘子布、9600 吨帆布、600 吨软线绳、1800 吨硬线绳和 400 吨胶管纱线的织物产量，以及 1 万吨 HMLS 丝和 4800 吨低缩超低缩丝产量。我们认为，仅配套下游的织物产量，就需要 9000 吨 HMLS 丝和 10600 吨普通丝和低缩超低缩丝，因此新增工业丝产量不难消化。下游织物方面，帘子布和胶管纱线主要用于汽车领域，需要进行认证，通常国际企业认证时间较长（1-2 年），国内企业认证时间较短（半年左右），我们认为公司投放产量有限，而且认证准备工作早在中试阶段就开始进行，短期内获得国内企业份额难度不大。其余织物产品受益于下游胶带和吊索行业发展，市场需求有力支撑新增产量消化。

图 4. 2010 年涤纶工业丝价格走势及价差走势



资料来源：中纤网、长城研究所

注：涤纶工业丝价格为 1000D/192F 高强丝价格，价格数据均为月度平均价

成长性：行业景气度提升，扩能增效正逢时。2010 年，涤纶工业丝价格在经历了仅 10 个月的平缓走势后，11 月明显走高，工业丝和 PET 差价也从之前的平均 4000 元左右，上涨到 8000 元，企业盈利大幅提升，12 月份虽然有所下滑，但仍然有 6500 元左右的差价。我们认为，2011 年行业景气度仍有望维持较高水平：一方面全球通胀和棉花供应紧缺，棉价大幅上涨后高位盘整的态势将持续，这将带动棉替代品的民用涤



纶丝价格走高，从而引起工业丝价格的联动；另一方面油价走高的大趋势下，上游 PTA 和 MEG 上涨，给下游工业丝有效的成本支撑，而对于差别化丝和功能性丝等转嫁能力较强的产品，上游涨价对于企业而言是提价获得超额收益的好时机。我们认为，公司的产能扩张正逢行业景气阶段，将受益于扩能带来的效益增长。

盈利预测

经过我们的测算，公司 10、11 和 12 年业绩将分别达到 0.38 元、0.81 元和 1.15 元，当前股价对应市盈率分别为 47 倍、22 倍和 15 倍。我们认为，公司未来 3 年将进入快速成长期，在不考虑超募二期熔体直纺 12 万吨差别化长丝项目的收益情况下，公司 10 年到 12 年的复合增长率达到 70%以上，未来 12 万吨的熔体直纺差别化长丝项目投产后，相当于再造一个尤夫股份，公司业绩再翻番的可能性不容低估。我们认为给予 11 年 30 倍 PE 是比较合理的，6 个月目标价格 24.3 元，给予公司强烈推荐投资评级。

表 5：尤夫股份盈利预测

年份	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	52307	75101	118768	162426
营业成本	42459	62670	95481	129526
销售费用	1166	1878	2375	3249
管理费用	1686	2253	3563	4873
营业利润	6596	8234	17385	24724
利润总额	7076	8234	17385	24724
所得税	688	1235	2608	3709
净利润	6383	6992	14762	20994
EPS	0.465	0.382	0.806	1.146

资料来源：公司公告、长城证券研究所

盈利预测假设：

- 1) 项目进度：根据调研的情况，尤夫科技一期 8000 吨帆布 12 月份才完成浸胶设备安装，4000 吨帘子布还需要认证，10 年贡献收益有限，所以未计入收入；公司募投项目之一的 12000 吨 HMLS 丝第一条生产线于 2010 年 9 月份试生产，第二条生产线于 1 月底试生产，预计 11 年能有 10000 吨放量；尤夫科技二期、募投的低缩超低缩丝和超募一期年内达产率按照 40%计算，12 年达产率为 100%；募投的功能性丝 12 年按照 40%达产率计算；超募二期的熔体直纺未计



入 12 年收入。此外，所有产能按照 90%的开工率计算产量。

2) 毛利率：行业的毛利率较为稳定。

3) 公司享受 2010-2011 年 15%所得税优惠，我们认为公司 2012 年继续获得政策优惠的可能性较大，因此所得税均按照 15%计算。

风险提示：

1. 公司和竞争对手产能扩张后存在市场开拓和产品盈利能力下降的风险
2. 熔体直纺差别化丝领域仍然存在一定的技术难题，提示项目进展不如预期的风险

附录：三张报表预测摘要

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	52307	75101	118768	162426	成长性				
营业成本	42459	62670	95481	129526	营业收入增长	14.6%	43.6%	58.1%	36.8%
销售费用	1166	1878	2375	3249	营业成本增长	18.3%	47.6%	52.4%	35.7%
管理费用	1686	2253	3563	4873	营业利润增长	-11.8%	24.8%	111.1%	42.2%
财务费用	248	-85	-274	-270	利润总额增长	-13.4%	16.4%	111.1%	42.2%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	-17.5%	9.5%	111.1%	42.2%
营业利润	6596	8234	17385	24724	盈利能力				
营业外收支	480	0	0	0	毛利率	18.8%	16.6%	19.6%	20.3%
利润总额	7076	8234	17385	24724	销售净利率	12.2%	9.3%	12.4%	12.9%
所得税	688	1235	2608	3709	ROE	20.7%	7.0%	12.9%	15.5%
少数股东损益	4	7	15	21	ROIC	16.9%	16.0%	24.1%	24.7%
净利润	6383	6992	14762	20994	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	2.2%	2.5%	2.0%	2.0%
流动资产	18224	87287	100729	115213	管理费用/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
货币资金	2703	61489	60511	60379	财务费用/营业收入	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
应收帐款	7679	11265	17815	24364	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	2675	3755	5938	8121	所得税/利润总额	9.7%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	2293	5014	7638	10362	应收帐款周转率	5.52	5.17	5.63	6.54
非流动资产	23010	28853	37398	51403	存货周转率	11.62	9.91	10.61	12.25
固定资产	20592	26599	35309	49479	流动资产周转率	0.99	0.80	1.10	1.31
资产总计	41234	116140	138127	166615	总资产周转率	0.66	0.59	0.78	0.92
流动负债	10371	16178	23388	30861	偿债能力				
短期借款	2447	2447	2447	2447	资产负债率	25.2%	13.9%	16.9%	18.5%
应付款项	6282	11281	17187	23315	流动比率	1.76	5.40	4.31	3.73
非流动负债	6	6	6	6	速动比率	1.54	5.09	3.98	3.40
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	10377	16184	23394	30867	EPS	0.465	0.382	0.806	1.146
股东权益	30857	99956	114734	135749	每股净资产	2.25	5.46	6.26	7.41
股本	13723	18323	18323	18323	每股经营现金流	0.41	0.25	0.56	0.97
留存收益	16311	80803	95565	116560	每股经营现金/EPS	0.9	0.6	0.7	0.8
少数股东权益	824	831	845	866					
负债和权益总计	41234	116140	138127	166615	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
现金流量表（万元）					PE	38.9	47.4	22.5	15.8
经营活动现金流	5588	4532	10287	17683	PEG	4.08	0.43	0.53	-
其中营运资本减少	-3200	-4470	-7210	-7142	PB	8.0	3.3	2.9	2.4
投资活动现金流	-2597	-7846	-11265	-17815	EV/EBITDA	26.52	32.91	16.85	11.82
其中资本支出	-1974	-7846	-11265	-17815	EV/SALES	4.80	4.45	2.81	2.06
融资活动现金流	-4010	62100	0	0	EV/IC	6.80	6.69	4.71	3.43
净现金总变化	-1017	58786	-978	-132	ROIC/WACC	2.11	2.00	3.01	3.09
					REP	3.22	3.35	1.56	1.11

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

研究员介绍:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>