

目 录

2011-2012 公司将实现跳跃式发展	4
投资进入回报期	4
蒙维投产将带动 PVA 综合成本明显降低.....	5
华东地区水泥行业维持高景气.....	5
PVA 行业整合者.....	5
PVA 行业面临整合	6
下游需求增长缓慢	6
行业内公司纷纷转型	7
产能向低成本地区转移刚刚开始	8
皖维的竞争优势	9
战略布局已经完成	9
决策、执行体制优于业内竞争者	10
生产运营能力优于其它竞争对手	10
PVA 产业链值得精耕细作	11
液晶面板扩产，PVA 薄膜需求旺盛.....	12
PVB 薄膜前景广阔	13
盈利预测与投资评级	14
风险提示	14

图表目录

图 1:	皖维高新业绩将大幅增长	4
图 2:	皖维高新盈利能力将大幅提高	4
图 3:	PVA 产业链图	4
图 4:	华东水泥价格 4 季度快速上涨	5
图 5:	我国 PVA 需求增长缓慢	6
图 6:	PVA 需求以纺织、涂料和粘合剂为主	7
图 7:	电石是 PVA 成本最重要构成部分	8
图 8:	皖维高新全国布局已经完成	9
图 9:	皖维高新 PVA 业务毛利率保持稳定	11
图 10:	可乐丽 PVA 业务发展历程	11
图 11:	PVA 薄膜是偏光片的核心组成部分	12
图 12:	全球 PVA 薄膜供给高度垄断	12
图 13:	全球 PVB 薄膜需求分布	13
表格 1:	我国 PVA 下游发展趋势	6
表格 2:	聚乙烯醇行业最新动态	7
表格 3:	新进入者投资规划	8
表格 4:	皖维高新的决策机制更加灵活	10
表格 5:	皖维高新成本控制能力突出	10
表格 6:	国内液晶面板投资旺盛	12
表格 7:	PVB 薄膜应用前景	13
表格 8:	皖维高新盈利预测核心假设	14

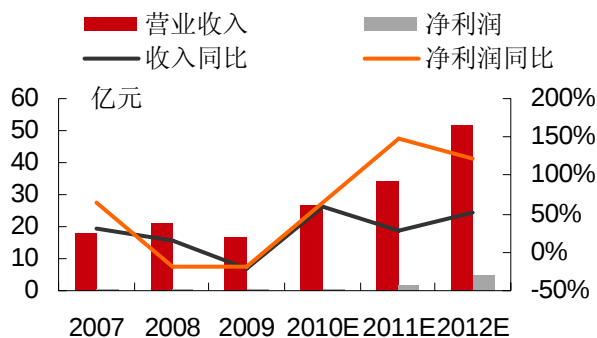
皖维高新作为行业内唯一专注于 PVA 行业的公司，管理能力突出，下游产品开发能力强。新管理层上任后，公司经营战略发生重大调整，我们看好其上下游一体化发展、全国布局的发展方向。公司在获取资源、降低成本、规模扩张之后，未来在 PVA 下游产品开发方面，仍值得期待。

2011-2012 公司将实现跳跃式发展

投资进入回报期

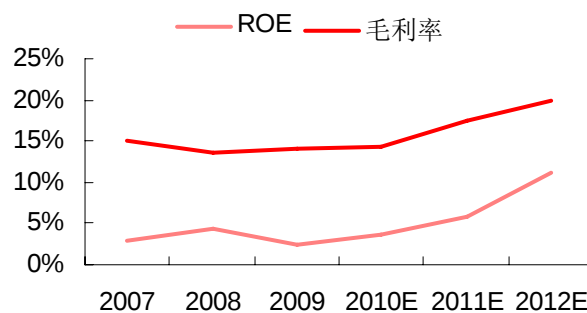
皖维高新是聚乙烯醇行业龙头，现有聚乙烯醇树脂产能 10 万吨，2 万吨高强高模 PVA 纤维、300 万吨水泥熟料、6 万吨差别化聚酯切片、4.5 亿千瓦时余热发电。公司 09 年以来投资建设的 6 大项目陆续进入投产期，并将开始贡献业绩，因此我们认为 2011 年皖维高新的业绩将进入爆发性增长期。

图 1： 皖维高新业绩将大幅增长



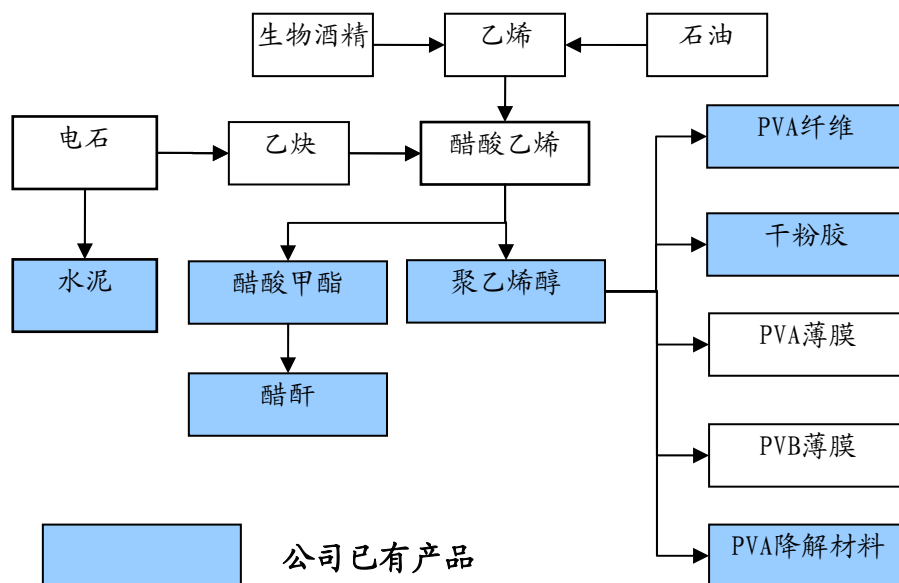
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 皖维高新盈利能力将大幅提高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： PVA 产业链图



资料来源：华泰联合证券研究所

09 年以来，公司连续投资建设 6 大项目：2 万吨可再分散性胶粉、2 万吨高强高模 PVA 纤维、年产 5 万吨醋酐甲酯、年产 100 万吨水泥粉磨站、水泥余热综合利用和污水处理场升级扩容。6 大项目紧密围绕 PVA 产业链综合利用、节能减排的主题，进一步完善产业链，为公司长期发展打下坚实基础。

公司业绩及盈利能力的大幅改善主要来自于内蒙地区低成本 PVA 产能投产，安徽地区水泥行业景气复苏对公司业绩也有明显提升。

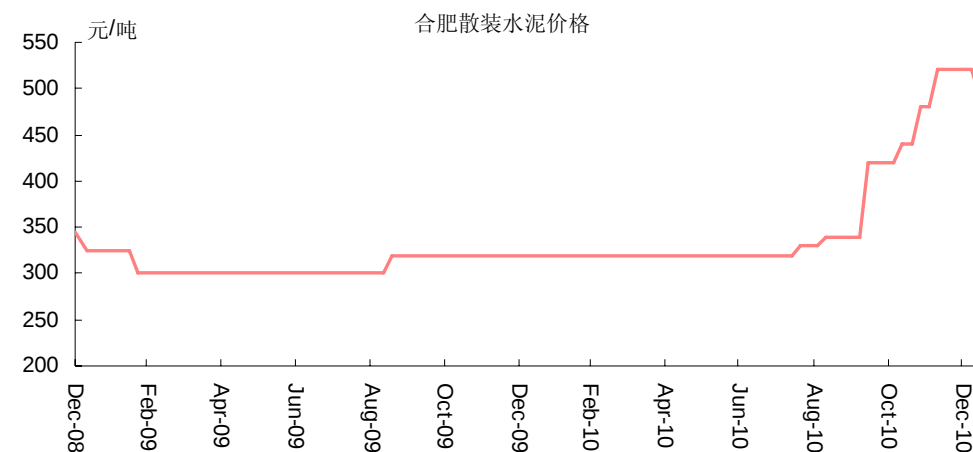
蒙维投产将带动 PVA 综合成本明显降低

公司计划在广维和蒙维分 2 期，分别建设 10 万吨产能。项目投产后，公司 PVA 总产能将达到 30 万吨，一举成为世界第一大 PVA 生产企业。其中，蒙维 10 万吨装置有望于 2011 年建成投产。公司 PVA 综合成本将明显降低，我们测算，以 3 万吨产量测算，预计 2011 年将贡献摊薄后 EPS0.08 元。

华东地区水泥行业维持高景气

根据华泰联合建材行业研究员测算：华东区域水泥产能预计 2011 年新增不足 1000 万吨，对应 2010 年产量（约 6.25 亿吨左右）仅占 1.5% 左右，2012 年或没有新线投产，供给压力较轻。华东地区 2011 年基建投资仍将维持高位，保障房建设力度的加大将有效弥补商品房投资可能的下滑，另外，“建材下乡”将带来农村水泥需求的增量，因此华东市场供需格局尤为乐观。预计 2011 年海螺水泥出厂价格在 246 元/吨左右，毛利率约为 32.4%。（详见华泰联合证券建材行业报告《2011 水泥价格高位再平衡，或带来业绩超预期》2011-01-17）

图 4： 华东水泥价格 4 季度快速上涨



资料来源：数字水泥网、华泰联合证券研究所

以此测算，预计皖维高新水泥 2011 年税后吨净利约 30 元/吨，摊薄后贡献业绩约 0.15 元，是公司 2011 年主要增长点之一。

PVA 行业整合者

PVA 行业在我国经过 40 多年的发展，行业整合的迹象逐渐显现。下游需求增长缓慢的同时，行业产能未来将有大幅增长，我们判断行业整合即将展开。皖维高新凭借合

理的全国布局，上下游资源整合，有效的决策机制和领先的管理水平，将成为 PVA 行业整合者，迎来公司的快速发展期。

PVA 行业面临整合

下游需求增长缓慢

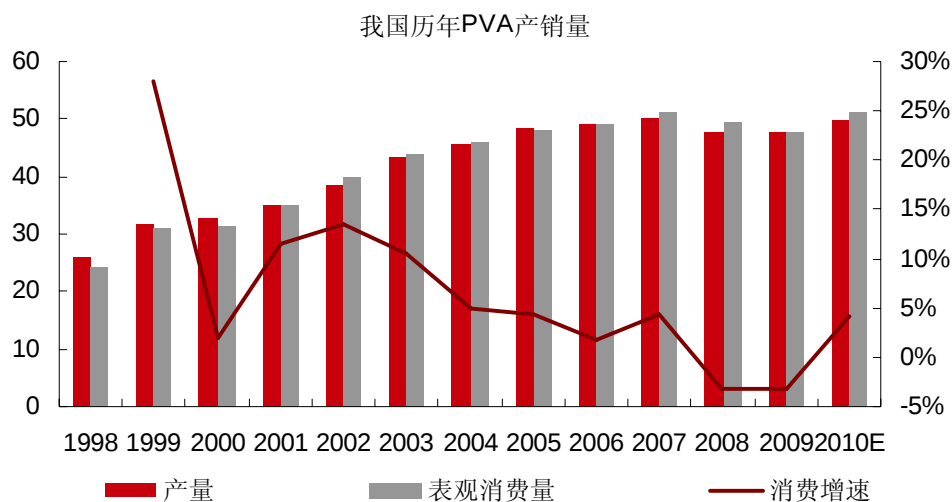
中国 PVA 行业经过 40 多年发展，格局正在悄然变化。PVA 曾经主要的下游维纶行业发展陷入停滞，涂料、纺织助剂等领域面临新产品替代，PVA 需求增速缓慢，过去 5 年行业需求增速平均仅为 4% 左右。

表格 1：我国 PVA 下游发展趋势

应用领域	现状	PVA 需求
涂料	政策限制，用于中低档墙建筑粉刷	下降
粘合剂	PVA 未来主要增长点，尤其是中高粘度牌号	增长
纸张增强剂	满足高速印刷和特殊用途的需要，使用量逐渐上升	增长
纺织浆料	发展方向是减少使用 PVA	下降
维纶	产量增长缓慢，工业用维纶前景略好	持平

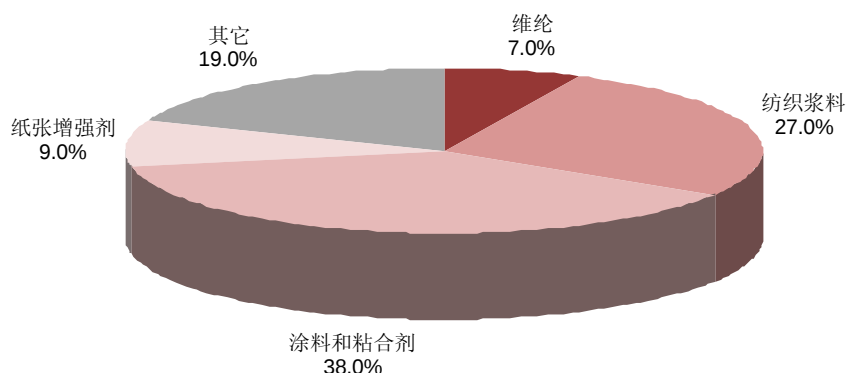
资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 我国 PVA 需求增长缓慢



资料来源：华泰联合证券研究所

图 6: PVA 需求以纺织、涂料和粘合剂为主



资料来源: 华泰联合证券研究所

行业内公司纷纷转型

需求增长缓慢, 产能相对过剩, 产品盈利能力差, 因此行业内公司纷纷通过转型寻找出路, 较为典型的是山西三维和云维股份。山西三维 PVA 产品基本停止扩张, 未来发展以 BDO 为代表的煤化工产品为主。云维股份 PVA 业务规模较小, 因此也基本停止发展。行业内其它公司, 被大型国有集团收购的, 依靠大股东投资向产业链上下游发展, 没有大股东支持的, 基本陷入亏损, 停产的境地。

行业内公司停止发展 PVA, 城里的人想出去

表格 2: 聚乙烯醇行业最新动态

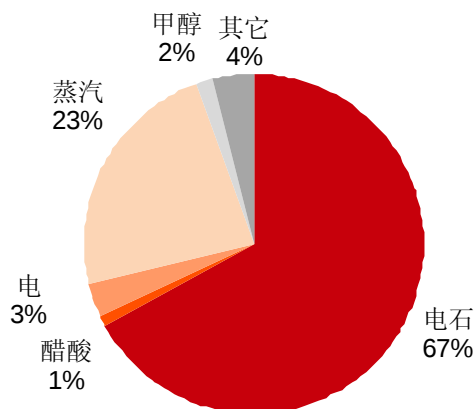
公司	产能(万吨)	工艺路线	动态
皖维高新	10	电石乙炔法	内蒙扩产 20 万吨 PVA, 2011 年底一期建成
山西三维	10	电石乙炔法	转型以 BDO 为代表的煤化工, PVA 发展停滞
湖南湘维	10	电石乙炔法	2011 年规划 PVA 纤维、PVB 等, 2015 年 30 亿收入
川维	6.5	天然气乙炔法	拟扩 30 万吨醋酸乙烯和 8 万吨 PVA
福建纺织化纤集团	6	电石乙炔法	2011 年拟合资建设的 21 万吨电石
上海石化	4.5	石油乙烯法	
江西化纤化工	4	电石乙炔法	宝旺集团收购, 注资 1 亿, PVA 四扩六及下游产品开发
广维化工	3.5	电石乙炔法	2009 年被皖维收购
贵州水晶有机	3	电石乙炔法	PVA3 扩 5, 2011 年规划 100 万吨电石法 PVC
云维股份	3	电石乙炔法	转型焦化业务, PVA 规模较小, 停止发展
北有机	3	石油乙烯法	
石家庄化工化纤	2	电石乙炔法	
兰州维尼纶	2	电石乙炔法	2010 年底被转让给亚盛盐化
合计	67.5		

资料来源: 公司网站、华泰联合证券研究所

产能向低成本地区转移刚刚开始

我国能源结构和高油价背景决定了电石法 PVA 仍将是未来发展的主要方向。其中，电石价格对 PVA 成本影响尤其突出。

图 7： 电石是 PVA 成本最重要构成部分



资料来源：华泰联合证券研究所

注：根据皖维高新原料价格和单耗水平测算

由于电石是危险化学品，远距离运输费用昂贵，且经常受到天气、大型赛事活动限运等因素影响供应，导致价格波动明显，不利于企业的稳定生产。根据我们测算，PVA 企业在西北部生产，仅电石运费就能节省成本约 1050 元/吨。其它成本如电费、蒸汽、甲醇等，均会有明显降低。根据我们测算，西北部 PVA 生产成本有望比华东地区降低 2000 元/吨以上。因此，我们判断，未来 PVA 行业产能将逐步向我国西北部电石成本较低的地区转移。

近几年，以宁夏和内蒙为代表的西部企业，尤其是具有电石资源的企业，凭借资源优势，纷纷开始向下游延长电石产业链。由于电石法 PVC 面临更加严重的产能过剩，电石法 PVA 成为其中部分企业的发展目标。

西部电石企业意图
进入 PVA 行业，城
外的人想进来

表格 3：新进入者投资规划

公司	地区	工艺路线	投资规划
国电英力特集团	宁夏灵武	电石乙炔法	30 万吨醋酸乙烯、10 万吨 PVA 预计 2011 年 3 月开工，于 2012 年 8 月底建成
内蒙古双欣资源集团	内蒙鄂尔多斯	电石乙炔法	44 万吨/年 PVA、6 万吨高强高模纤维、12 万吨可再分散乳胶粉，配套 120 万吨/年，400 万吨水泥熟料及配套变电站
宁夏大地集团	宁夏平罗	电石乙炔法	规划 2010 年底建成 10 万吨装置
亿利能源	内蒙古鄂尔多斯	电石乙炔法	规划年产 40 万吨醋酸、60 万吨醋酸乙烯、30 万吨聚乙烯醇、5 万吨高强高模聚乙烯醇纤维、5 万吨胶粉及 10 万吨醋酐

资料来源：华泰联合证券研究所

可以预见，项目投产后国内 PVA 竞争格局将发生明显变化，没有规模和资源优势的中小产能面临淘汰，未来 PVA 行业集中度将会大幅提升，这也符合国外 PVA 行业发展趋势。

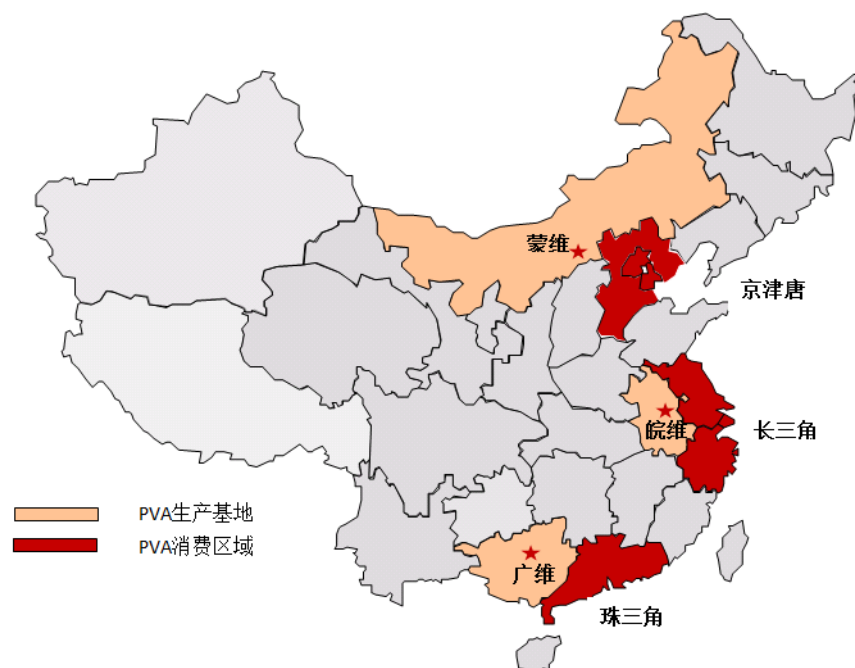
然而，PVA 并不是 PVC。PVA 生产工艺流程长，副反应多，产品牌号多，三废排放多，安全问题突出。较高的技术壁垒和投资门槛，使得 PVA 行业过去 40 多年来一直没有新进入者。虽然西部电石企业规划很大，却面临人才、技术和资金困难。尤其是 2010 年，电石行业淘汰落后产能政策到期，电石装置淘汰升级对电石企业的资金形成很大压力，而行业景气低迷也使得上述规划大多搁置。根据我们了解，目前有实质进展的仅有内蒙双欣集团，建设进度也大大低于其之前规划。考虑稳定运行及开拓市场仍需要较长时间，我们判断，这些项目短期并不会对 PVA 行业构成严重冲击。PVA 行业的整合，或将由 PVA 行业龙头率先启动。

皖维的竞争优势

战略布局已经完成

我们认为，未来西北部地区的 PVA 装置陆续投产，我国 PVA 行业与 PVC 行业一样，面临产能逐渐向西北地区转移的趋势。顺应行业未来趋势，率先掌握上游资源的公司，将抢占行业发展的制高点，成为未来行业的整合者，并充分受益于整合过程。目前看，皖维高新无疑已经在这个过程中占得先机。

图 8： 皖维高新全国布局已经完成



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

决策、执行体制优于业内竞争者

皖维高新的管理团队均出自公司自身培养。董事长吴福胜从公司有机分厂技术员干起，直至 08 年当选公司董事长。其它公司高管身上，也都可以看到类似的成长经历。拥有多年的公司管理和行业经验，公司的高管团队对公司具有深厚的感情和清醒的认识。

与 PVA 行业内其它公司不同，皖维高新集团资产基本以上市公司为主，集团的董事长同时也是上市公司的董事长，决策体制因而更加扁平化，执行效率更高。我们认为，这也是皖维高新能够在 08 年行业低谷时，敢于并且能够最终完成逆势扩张的根本原因。

表格 4：皖维高新的决策机制更加灵活

公司	特点	优点	缺点
皖维高新	公司即集团，PVA 是核心业务	决策机制扁平化，熟悉行业，自负盈亏带来精耕细作，	规模偏小，抗风险能力弱
川维、湘维等集团下属维尼纶厂	背靠大集团，PVA 是次要业务	抗风险能力强，拥有大股东支持	决策机制不灵活，层层审批，大股东对 PVA 行业不了解，不重视

资料来源：华泰联合证券研究所

生产运营能力优于其它竞争对手

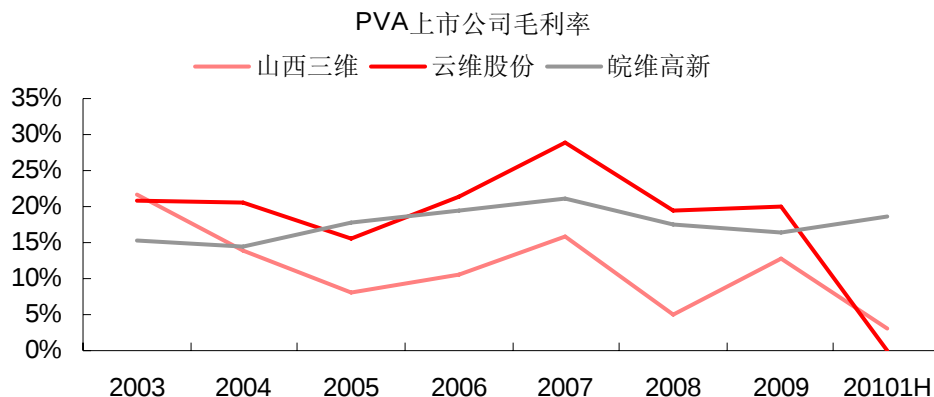
皖维高新地处安徽，几乎是 PVA 行业内原材料成本最高的地区：主要原料电石到厂家 3500 元/吨，工业电价 0.68 元/度。靠近东部沿海，环境容量低，环保成本也较其它地区明显偏高。虽然面临种种不利，皖维高新凭借自身努力，将产品的物耗水平将至全行业最低，循环利用废料将污染排放降至行业最低，因而公司产品的综合成本反而低于其它具有资源优势的公司，在全行业亏损时仍能保持盈利。

表格 5：皖维高新成本控制能力突出

公司	工艺路线	乙炔单耗（吨/吨）	醋酸单耗（吨/吨）
皖维高新	电石乙炔法	0.568	0.035
福纺纤	电石乙炔法	0.563	0.11
广维	电石乙炔法	-	-
贵有机	电石乙炔法	0.654	0.254
湘维	电石乙炔法	0.599	0.039
江纤化	电石乙炔法	0.569	0.055
兰维	电石乙炔法	0.623	0.133
山西三维	电石乙炔法	0.6	0.037
石化纤	电石乙炔法	0.674	0.066
云维股份	电石乙炔法	0.665	0.052
行业平均		0.61278	0.0868

资料来源：《维尼纶行业通讯》、华泰联合证券研究所

图 9: 皖维高新 PVA 业务毛利率保持稳定



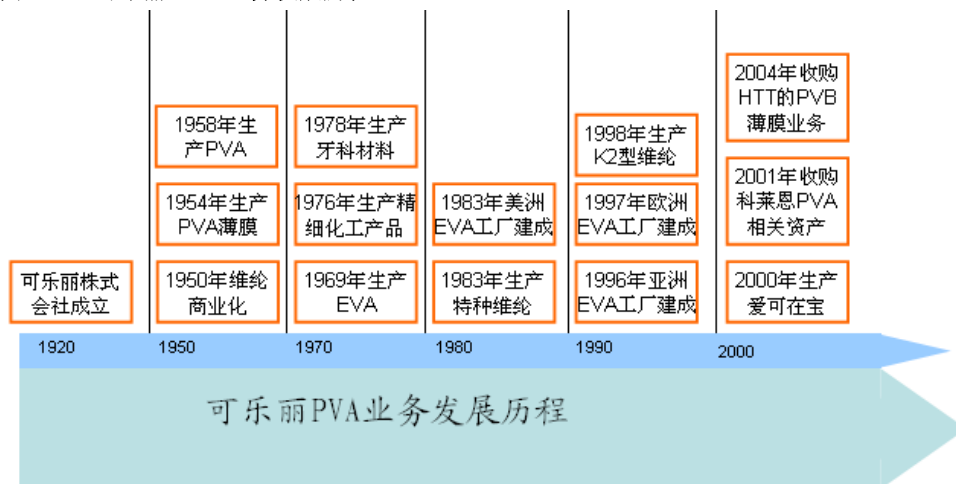
资料来源: 华泰联合证券研究所

PVA 产业链值得精耕细作

PVA 虽然产能过剩, 产品盈利能力差, 然而 PVA 向下游发展, 市场空间却非常广阔, 日本可乐丽公司可以说是 PVA 下游开发的佼佼者。

日本可乐丽公司是一家以人造纤维维尼纶起家, 产品覆盖合成树脂、纤维、机能材料、医疗用品的著名综合类化工集团。其中, 2009 财年可乐丽合成树脂 (主要是 PVA 相关产品) 业务收入 2028 亿日元, 占公司收入的 61%, 营业利润 429.6 亿日元, 占公司营业利润的比重超过 100% (其它业务有亏损), 是公司主要利润来源。

图 10: 可乐丽 PVA 业务发展历程



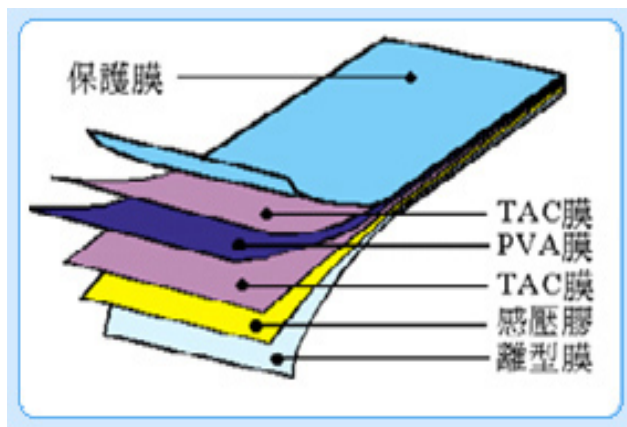
资料来源: 可乐丽公司网站、华泰联合证券研究所

可以看出, 可乐丽的 PVA 产业链明显较长, 涵盖 PVA 原料合成, 维纶、EVA 乳液、PVA 薄膜、PVB 薄膜、医用 PVA 材料、PVA 高阻隔膜等。众多下游产品中, PVA 薄膜和 PVB 薄膜更是其中两颗明珠, 可乐丽公司近年来仍在大力发展这两方面业务, 可见 PVA 下游发展空间依然十分巨大。

液晶面板扩产，PVA 薄膜需求旺盛

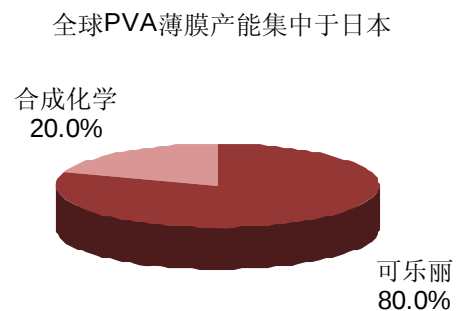
液晶显示器的成像必须依靠偏振光，因此所有的液晶都有前后两片偏振光片紧贴在液晶玻璃，组成总厚度 1mm 左右的液晶片。如果少了任何一张偏光片，液晶片都是不能显示图像的。偏光片主要由中间能产生偏振光线的 PVA 膜，再在两面复合上 TAC 保护膜组成。为了方便使用和得到不同的光学效果，偏光片供应商应液晶显示器制造商要求，在两面复合其它薄膜，最终生产出各种不同类型的偏光片。可以看出，PVA 薄膜是偏光片的核心组成部分。

图 11： PVA 薄膜是偏光片的核心组成部分



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12： 全球 PVA 薄膜供给高度垄断



资料来源：华泰联合证券研究所

偏光片关键材料 PVA 薄膜供给却被日本企业垄断，其中日本可乐丽垄断了全球 80% 的市场份额。高度垄断导致 PVA 薄膜价格高达 20 美元/平米，产品附加值极高。

近几年，国内企业纷纷上马大尺寸液晶面板产能，偏光片市场需求旺盛。可乐丽公司更是宣布其将在 2013 年扩建一条 2000 万平米 PVA 薄膜生产线，以满足中国市场快速增长的需求。

表格 6：国内液晶面板投资旺盛

厂商	代数	地点	基本尺寸（毫米）	产能（千片/月）	预计量产时间
京东方	6 代	合肥	1500×1850	90	2010 年底
中电熊猫	6 代	南京	1500×1850	60	2010 年底
上广电 -NEC	6 代	上海	1500×1850	90	计划中
京东方	8 代	北京	2200×2500	90	2011 年底
夏普	8 代	南京	2160×2460	90	2012 年
LG Display	8.5 代	广州	2200×2500	120	2012 年初
三星	7.5 代	苏州	1950×2250		2010 年底
龙飞光电	8.5 代	昆山	2200×2500	90	2011 年底
广新光电	8.5 代	佛山	2200×2500	90	2012 年
TCL 深超	8.5 代	深圳	2200×2500	100	2013 年

数据来源：Display Search、华泰联合证券研究所

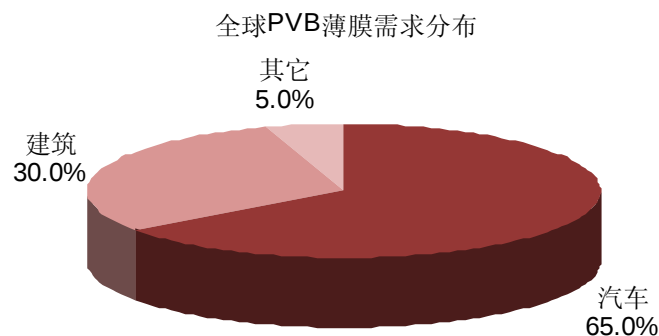
PVB 薄膜前景广阔

PVB 薄膜由 PVB 树脂加增塑剂生产而成，广泛应用于建筑夹层玻璃，汽车夹层玻璃，太阳能光伏玻璃，防弹玻璃，隔音玻璃等。具有很好的安全性，能够防止玻璃由于外力作用下破碎而碎片溅起伤人。另外它具有隔音性，防紫外线，可以做成彩色或高透明的，具有光学应用价值，比如太阳能光伏。

PVB 薄膜在国外应用于建筑幕墙玻璃已有 70 年历史，我国也在 2004 年出台政策规定 7 层及以上建筑物外开窗，面积大于 1.5m^2 的窗玻璃或玻璃底边，以及玻璃幕墙等领域必须使用安全玻璃。安全玻璃就是由 PVB 薄膜将两片玻璃粘贴而成的。

为保障司机及乘客安全，汽车的前挡风玻璃也全部要求使用贴有 PVB 薄膜的玻璃，高档汽车和防弹汽车甚至需要全车贴膜。近年来，随着人们对节能环保要求的提高，太阳能光伏市场日新月异，对光伏级 PVB 膜的需求也越来越大。

图 13： 全球 PVB 薄膜需求分布



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 7：PVB 薄膜应用前景

应用领域	现状
建筑玻璃	可乐丽占 40%，其它主要为日本积水化学等。国内夹层玻璃未来每年保持 20% 以上的增长
汽车玻璃	积水化学、杜邦、首诺垄断，中国需求快速增长 2010 年汽车销量增长超过 30%
太阳能电池	占比较低，应用前景广阔

资料来源：华泰联合证券研究所

可以看出，随着我国液晶电视和汽车行业的快速发展，我国 PVA 薄膜和 PVB 薄膜的需求必将快速增长。因此，我国 PVA 行业面临的需求不足，主要是结构性的需求不足，高端产品其实严重供不应求。我们认为，PVA 行业在逐步完成上游资源整合和行业内整合的同时，必将会继续向下游高附加值产品开拓。

已经完成上游资源整合，并有望成为 PVA 行业整合者的皖维高新，PVA 生产加工技术领先于行业，拥有业内最多的 PVA 牌号，下游产品如高强高模 PVA 纤维等也是国内做的最好的公司，其在 PVA 新材料领域的进展值得期待。当然，由于 PVA 新材料具有较高的技术门槛，并已在各自细分行业形成成熟稳定的供需格局，我们认为国内 PVA 公司在这些新材料领域的开发将会是漫长而艰辛的过程。

盈利预测与投资评级

维持皖维高新 2010 年-2012 年业绩预测，分别为摊薄后 EPS0.21 元（摊薄前）、0.4 元和 0.85 元。目前股价 12.3 元，对应 2010 年-2012 年 PE 分别为 58.3 倍，30.6 倍和 14.4 倍，PB2.3 倍。股价具有较强安全边际。

皖维高新作为行业内唯一专注于 PVA 行业的公司，管理能力突出，下游产品开发能力强。新管理层上任后，公司经营战略发生重大调整，我们看好其上下游一体化发展、全国布局的发展方向。公司在获取资源、降低成本、规模扩张之后，未来在 PVA 下游产品开发方面，仍值得期待，维持公司的买入评级。

表格 8：皖维高新盈利预测核心假设

	2010	2011	2012
本部 PVA			
销量（万吨）	8.4	8.4	8.4
价格（元/吨）	13500	14000	14000
毛利率	17%	16%	16%
蒙维 PVA			
销量（万吨）		3	9
价格（元/吨）		14000	14000
毛利率		30%	30%
PVA 超短纤			
销量（万吨）	1.4	1.6	2.1
价格（元/吨）	22000	23000	24000
毛利率	29%	30%	30%
水泥			
销量（万吨）	220	220	340
价格（元/吨）	250	300	300
毛利率	10%	25%	25%

资料来源：华泰联合证券研究所

注：全部数据均为预测值

风险提示

- 1、蒙维项目投产进度低于预期或装置运行不稳定。
- 2、政策调控导致水泥需求大幅下滑，水泥价格低于预期。

盈利预测

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	986	1354	1967	2765	营业收入	1672	2667	3358	4906
现金	223	400	995	1366	营业成本	1436	2282	2740	3894
应收账款	159	172	247	361	营业税金及附加	5	8	10	15
其他应收款	11	29	36	53	营业费用	26	53	67	83
预付账款	141	23	110	156	管理费用	118	173	201	275
存货	271	570	411	584	财务费用	55	83	89	90
其他流动资产	26	160	168	245	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	3354	4000	4397	4449	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	12	33	20	20
固定资产	1415	2046	2530	2726	营业利润	48	100	270	568
无形资产	155	155	155	155	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	1789	1702	1558	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4340	5354	6364	7214	利润总额	55	100	270	568
流动负债	1370	1713	1612	2002	所得税	2	15	41	85
短期借款	795	915	900	950	净利润	53	85	230	483
应付账款	137	68	329	467	少数股东损益	2	8	41	85
其他流动负债	4	730	383	585	归属母公司净利	51	77	189	398
非流动负债	827	1413	1413	1413	EBITDA	102	328	562	907
长期借款	613	713	713	713	EPS (元)	0.11	0.21	0.40	0.85
其他非流动负	18	700	700	700	主要财务比率				
负债合计	2197	3126	3025	3415	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	18	26	67	152	成长能力				
股本	368	368	468	468	营业收入	-20.7%	59.5%	25.9%	46.1%
资本公积	1553	1553	2342	2342	营业利润	-28.9%	110.2	169.5	110.3
留存收益	198	282	463	837	归属母公司净利	-19.7%	50.3%	145.0	110.3
归属母公司股	2125	2202	3273	3647	获利能力				
负债和股东权	4340	5354	6364	7214	毛利率(%)	0.0%	14.4%	18.4%	20.6%
现金流量表					净利率(%)	3.1%	2.9%	5.6%	8.1%
单位: 百万元					ROE(%)	2.4%	3.5%	5.8%	10.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	2.8%	5.3%	8.9%	15.7%
经营活动现金	123	105	397	715	偿债能力				
净利润	53	85	230	483	资产负债率(%)	50.6%	58.4%	47.5%	47.3%
折旧摊销	0	144	203	248	净负债比率(%)	126.44	58.12	59.58	54.23
财务费用	55	83	89	90	流动比率	0.72	0.79	1.22	1.38
投资损失	-12	-33	-20	-20	速动比率	0.52	0.46	0.97	1.09
营运资金变动	0	32	-112	-99	营运能力				
其他经营现金	80	-206	7	12	总资产周转率	0.45	0.55	0.57	0.72
投资活动现金	-378	-762	-580	-280	应收账款周转率	11	15	15	15
资本支出	386	798	600	300	应付账款周转率	12.95	22.23	13.79	9.78
长期投资	-17	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	36	20	20	每股收益(最新	0.11	0.21	0.40	0.85
筹资活动现金	114	834	778	-64	每股经营现金流	0.26	0.29	1.08	1.94
短期借款	-6	120	-15	50	每股净资产(最	4.58	5.98	8.89	9.91
长期借款	353	100	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	100	0	P/E	111.51	49.14	20.06	9.54
资本公积增加	594	0	789	0	P/B	2.67	1.72	1.16	1.04
其他筹资现金	-827	614	-97	-114	EV/EBITDA	70	11	7	4
现金净增加额	-139	177	595	371					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2011 年 华泰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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn