

困境反转可期

——安泰集团（600408）调研报告

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 4 月 7 日

煤炭行业

联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

调研情况：

近期我们调研了焦炭类上市公司安泰集团，拜访了公司董秘。调研的主要目的是一是了解公司近年来对上游焦煤行业延伸的进展及其对公司未来发展的影响，二是了解处于困境的焦炭行业未来发展趋势以及即将推出的焦炭期货对行业可能带来的影响。

投资要点：

- 公司困境：受行业因素影响，公司 05 年以来毛利率总体呈逐步下降趋势，尤其是 09 年和 10 年，盈利水平，特别是焦炭业务的盈利水平已经跌至谷底；公司在 04 年之前是一个以出口为主的焦炭生产企业，但是随着焦炭出口关税的不断上调，公司出口业务收入占比持续下滑，09 和 10 年这两年，出口业务收入跌至为 0。
- 推荐理由之一：公司对上游焦煤行业的积极延伸，预计将是未来公司走出困境的在公司层面的关键。通过向焦煤资源延伸，一方面有利于保障公司焦煤供应，另一方面将会给公司带来可观的投资收益；我们认为汾西中泰将是公司未来在焦煤资源保障及投资收益获取方面的重中之重；
- 推荐理由之二：我们推荐安泰集团的关键理由是基于焦炭行业趋势的判断，即预计焦炭行业将会反转；我们认为焦炭行业将会逐步走出谷底，行业拐点已经临近，焦炭行业战略性建仓的机会已经出现，核心理由是我们预计山西省今年将明显加大焦炭行业的整合力度；
- 推荐理由之三：焦炭期货即将推出，既是短期催化剂，也是长期利好；
- 推荐理由之四：公司估值已充分反映负面因素。虽然公司 PE 很高，但是公司 10A、11E、12E 的 PB 分别仅为 2.80 倍、2.62 倍和 2.53 倍，PB 在同行业中处于最低水平，远低于其他焦炭上市公司；公司 PB 远低于其他焦炭类上市公司，主要缘于公司属于冷门股，没有题材，关注度很低，且行业和公司的负面因素反映充分，因此，我们认为这样的品种反而最为安全；
- 目标价格：按行业 PB（MRQ）均值 5.41 倍估算（10 年归属于上市公司股东 bps 为 2.76），对应股价为 15 元/股左右，考虑公司及行业困境反转可能存在的不确定性以及含有部分生铁业务，我们给予目标价 9-10 元/股，对应 pb 为 3.26-3.62 倍。

评级：

推荐

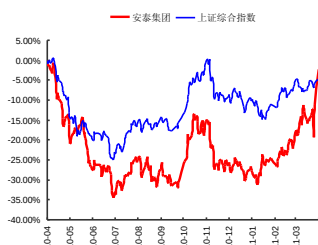
目标价格：

9-10

最新收盘价：

7.72

最近一年股价相对走势



相关研究报告

《关注焦炭行业战略性建仓机会——焦炭行业专题报告》
20110314

《重申焦炭行业战略性建仓机会——焦炭行业专题报告之二兼焦炭期货获批点评》
20110323

《山西省焦炭大整合的序幕即将拉开——焦炭行业专题报告之三》
20110407

(百万元,元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	3740	4943	5701	8089	9157
EBITDA(百万元)	-128	347	317	403	618
净利润	-414	40	31	95	206
摊薄 EPS(元)	-0.41	0.04	0.03	0.09	0.20
PE(X)	-18.8	196.0	251.1	81.9	37.7
EV/EBITDA(X)	-68.8	27.8	29.1	23.1	14.9
PB(X)	2.64	2.80	2.62	2.53	2.36
ROIC	-5.11%	3.31%	3.07%	3.92%	5.43%
总资产周转率	0.63	0.73	0.84	1.11	1.13

目 录

1. 公司基本情况.....	3
2. 推荐理由之一：正积极向上游焦煤行业延伸	5
2.1 汾西中泰.....	6
2.2 汾西瑞泰.....	6
2.3 大安煤业.....	6
3. 推荐理由之二：预计焦炭行业将逐步走出谷底	7
3.1 焦炭行业面临重重困境.....	7
3.2 预计焦炭行业 12 年很可能走出谷底	8
4. 推荐理由之三：焦炭期货推出在即	12
5. 推荐理由之四：公司估值已充分反映负面因素	13

1. 公司基本情况

安泰集团是以焦炭加工业务为主的民营企业，除焦炭业务外，公司还有一定规模的生铁业务，是介休市的纳税大户。公司的实际控制人为自然人李安民。



表 1: 10 年披露持股机构 (进入前 10 名)

持股机构	持股比例
1、中海基金	0.70%
2、中国人民人寿保险	0.40%
3、三一集团有限公司	0.30%
4、上海泗联化工有限公司	0.20%
5、汇添富基金	0.19%

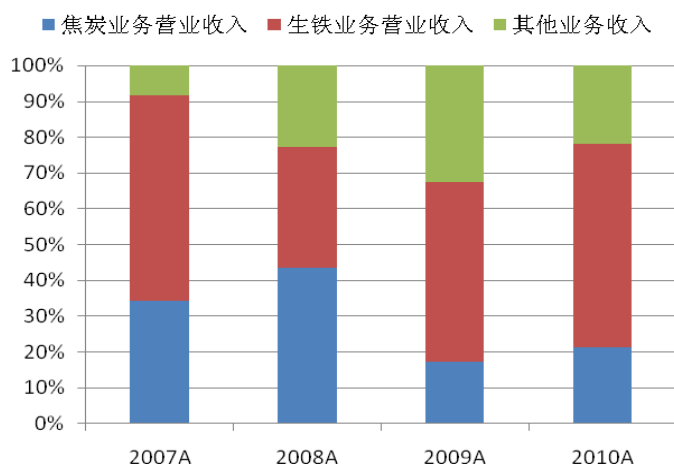
资料来源：公司公告、渤海证券研究所

公司现有焦炭产能 240 万吨/年，生铁产能 100 万吨/年。公司收入结构、毛利结构、盈利能力、增长能力等详见图 1~图 8;

受行业因素影响，公司 05 年以来毛利率总体呈逐步下降趋势，尤其是 09 年和 10 年，盈利水平，特别是焦炭业务的盈利水平已经跌至谷底；

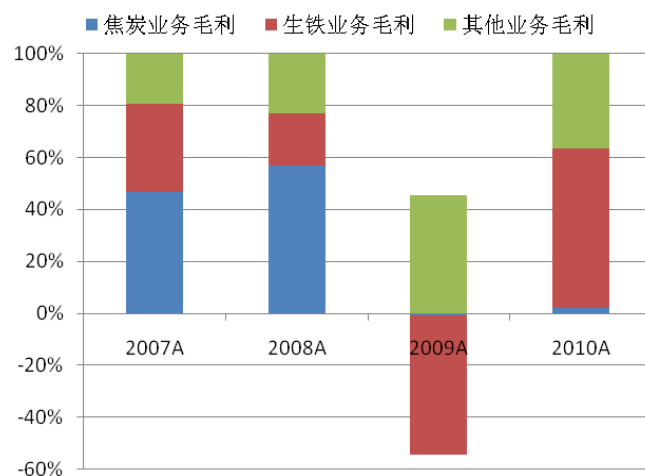
公司在 04 年之前是一个以出口为主的焦炭生产企业，但是从图 9 和图 10 中可以看出，随着焦炭出口关税的不断上调，公司出口业务收入占比持续下滑，09 和 10 年这两年，出口业务收入跌至为 0。

图 1: 公司收入结构



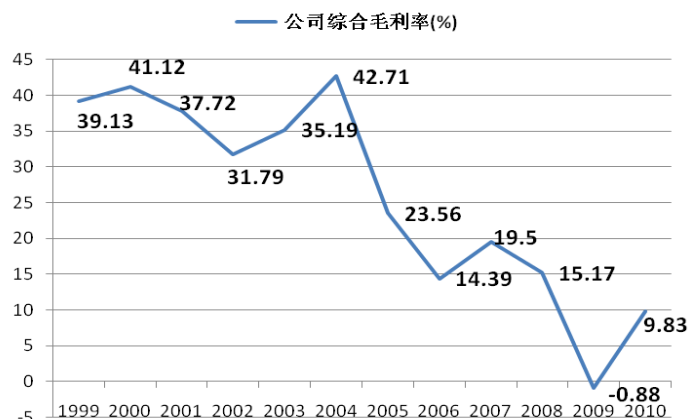
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 2: 公司毛利结构



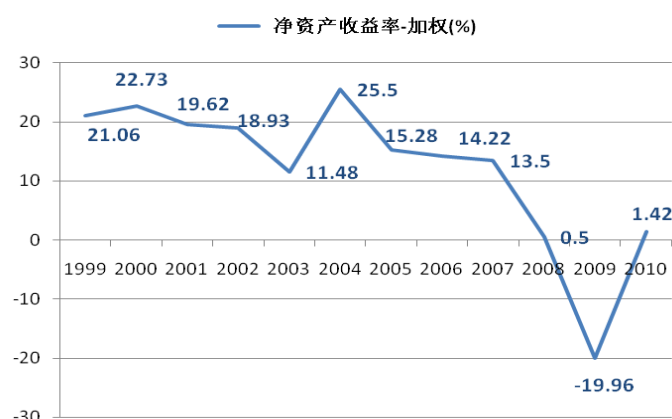
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 3: 公司综合毛利率



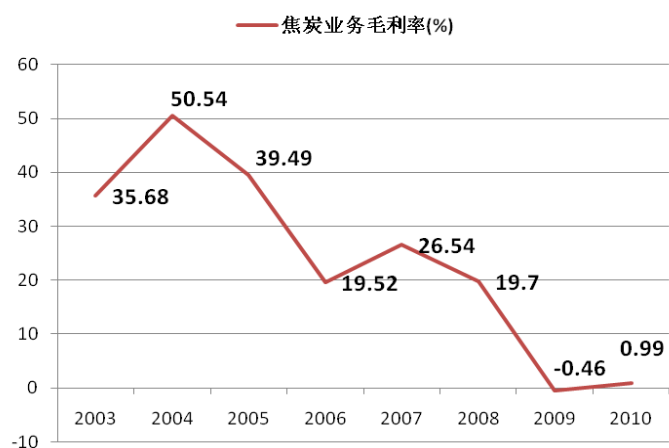
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 4: 公司净资产收益率



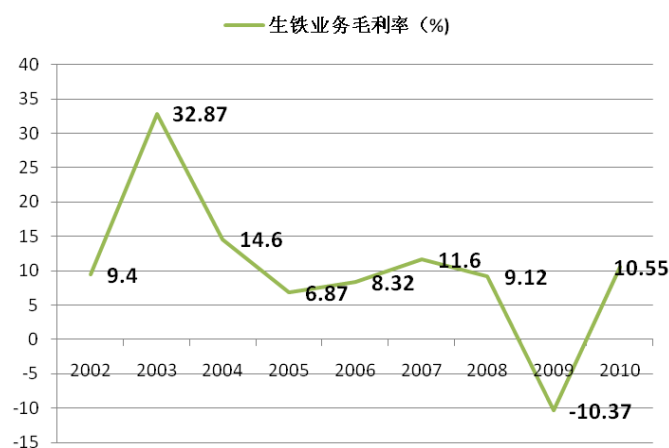
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 5: 公司焦炭业务毛利率



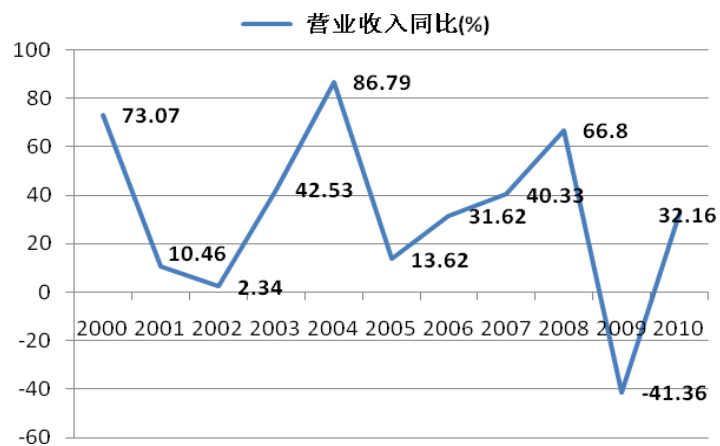
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 6: 公司生铁业务毛利率



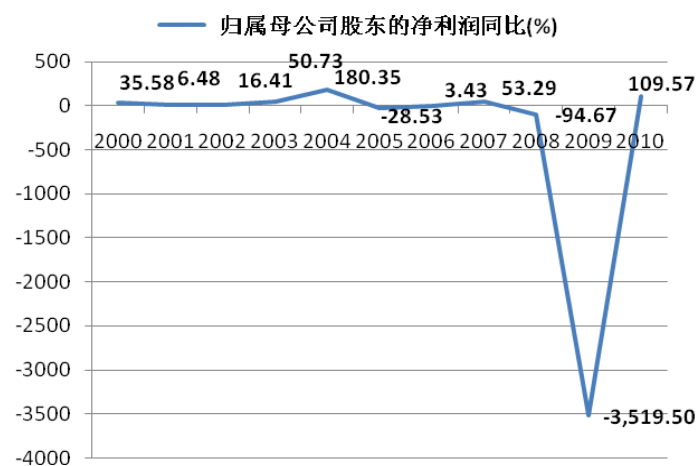
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 7: 营业收入同比变化



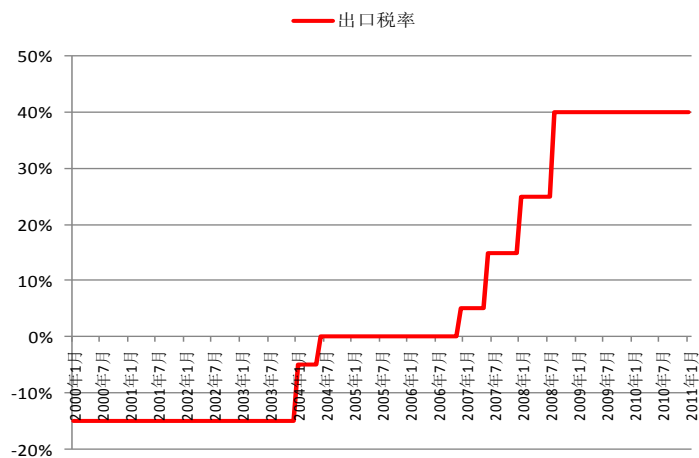
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 8: 净利润同比变化



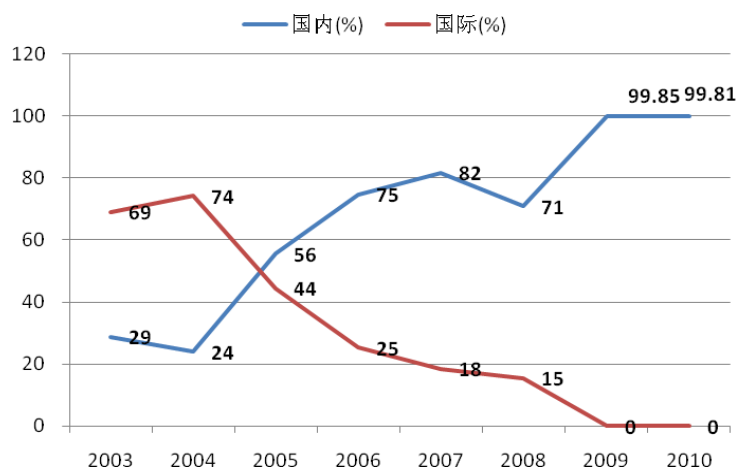
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 9: 我国焦炭出口关税税率变化情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 10: 公司国内、出口主营收入占营业收入比例变化情况

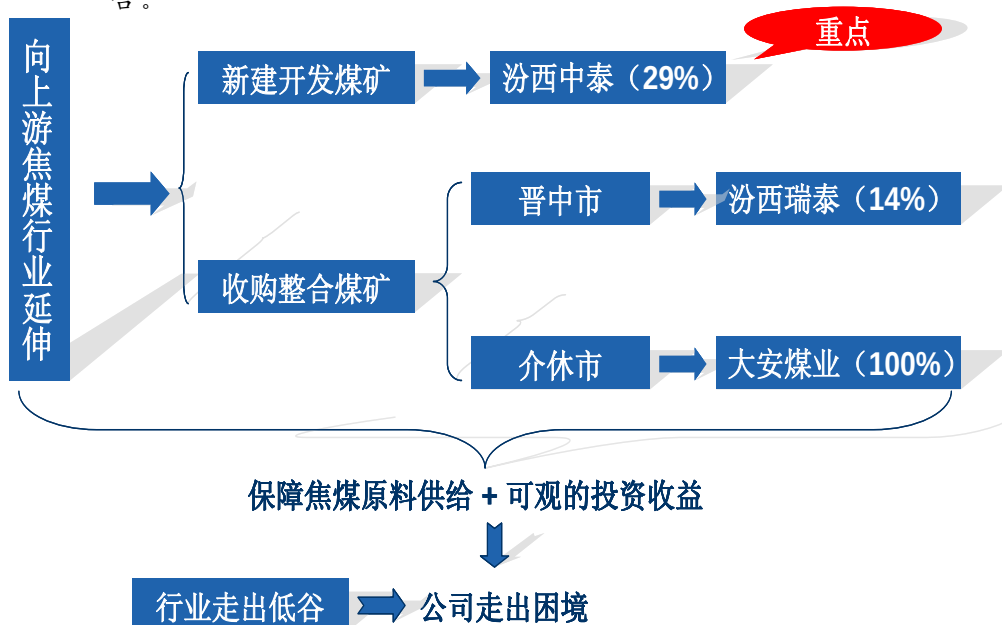


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2. 推荐理由之一: 正积极向上游焦煤行业延伸

我们认为, 公司对上游焦煤行业的积极延伸, 预计将是未来公司走出困境的在公司层面的关键。通过向焦煤资源延伸, 一方面有利于保障公司的焦煤供应, 另一方面将会给公司带来可观的投资收益。

公司向上游焦煤资源的延伸主要通过两种方式进行, 一是新建开发煤矿, 主要是通过持股 29% 的汾西中泰运作, 我们认为汾西中泰将是公司未来在焦煤资源保障及投资收益获取方面的重中之重; 二是收购整合煤矿, 主要通过持股 14% 的汾西瑞泰整合晋中市的小煤矿, 以及持股 100% 的大安煤业在介休当地对小煤矿的整合。



2.1 汾西中泰

- **运作时间长：**项目自 05 年即已启动，至 09 年逐步解决各类主要进展障碍，目前该项目前期工作正在进行；
- **数次增资：**累计投资 3,045 万元（980 万元+615 万元+1450 万元），公司持股 29%（汾西矿业持股 51%，中阳钢铁持股 20%）；
- **预计 13 年投产：**顺利的话预计今年能获批采矿权证等手续，投产时间在 2 年左右之后；
- **规模及煤种优势：**汾西中泰煤矿项目设计产能及可采储量规模均较大，煤种优良，预计盈利能力很强；
- **定向供应：**已签订协议，约定优先供应安泰集团；
- **预计投资收益可观：**按照吨煤净利 300 元左右估算，预计汾西中泰投产后带来的投资收益每年增厚公司业绩 0.55 元/股；
- **可能的催化剂：**虽然汾西中泰投产的时间可能要到 2013 年，但是我们预计公司今年可能对汾西中泰继续投入后续资金，以及汾西中泰的建设进展等信息，均会对股价构成催化剂，即催化剂预计在今年就会出现。

2.2 汾西瑞泰

- 主要是通过与汾西矿业等公司合资成立的汾西瑞泰（持股 14%）进行整合晋中市的小煤矿；
- 被整合的煤矿目前手续正在完善，投产时间预计在 3 年之内。

2.3 大安煤业

- 通过与大佛寺煤矿合资成立的大安煤业（持股 100%）进行整合（注：大安煤业本身不具有整合主体资格，而汾西中泰和汾西瑞泰具有）；
- 主要是为了从介休市当地获取焦煤资源（介休市当地整合后小煤矿总的核定产能约为 1000 万吨左右）；
- 目前在介休市的资源整合进程较为缓慢。

3.推荐理由之二：预计焦炭行业将逐步走出谷底

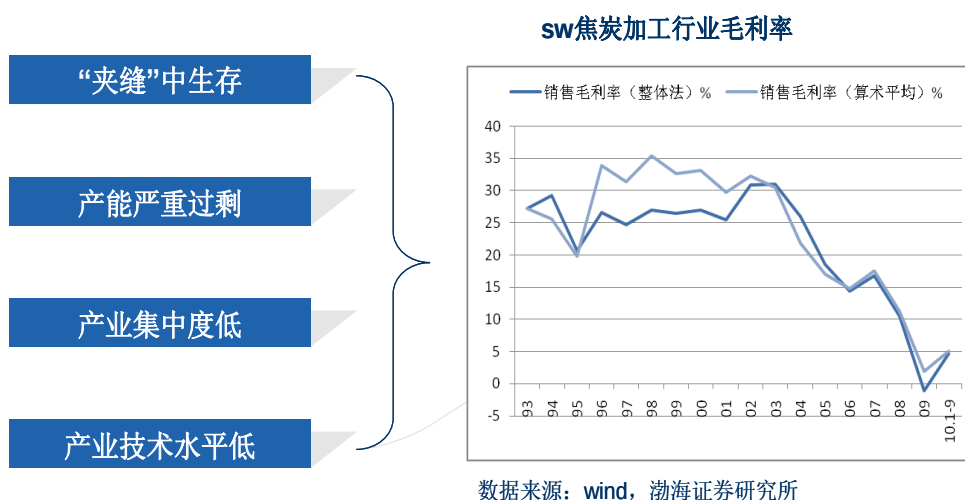
我们推荐安泰集团的关键理由是基于焦炭行业趋势的判断，即预计焦炭行业将会反转；

我们认为焦炭行业将会逐步走出谷底，行业拐点已经临近，焦炭行业战略性建仓的机会已经出现，核心理由是我们预计山西省今年将加大焦炭行业的整合力度；

关于焦炭行业拐点临近的判断及原因分析请参见我们最近发布的三篇焦炭行业专题报告：（1）《关注焦炭行业战略性建仓机会——焦炭行业专题报告》-20110314；（2）《重申焦炭行业战略性建仓机会——焦炭行业专题报告之二兼焦炭期货获批点评》-20110323；（3）《山西省焦炭大整合的序幕即将拉开——焦炭行业专题报告之三》-20110407。

以下关于焦炭行业的分析主要摘自这三篇专题报告的核心内容。

3.1 焦炭行业面临重重困境



■ “夹缝”中生存：

一方面，焦煤行业、钢铁行业多为大型企业，具有较强话语权，独立焦化企业利润受上下游挤压；另一方面，钢铁企业纷纷建立自己的焦化厂，降低了对独立焦化企业的需求。

■ 产能严重过剩：

- 根据焦炭协会 2011 年 3 月 1 日信息发布会的内容等数据，我们估算全国 10 年焦炭总产能为 4.69 亿吨/年¹（其中机焦炉 4.09 亿吨/年、热回收焦炉 0.30 亿吨/年、半焦焦炉 0.30 亿吨/年），10 年全国焦炭产量为 3.88 万吨，全国总体焦炭产能过剩约为 0.81 亿吨，**10 年全国产能利用率约为 83%**；
- 10 年钢铁联合企业焦化厂产量约为 1.30 亿吨，占比 33.55%，由于钢铁联合企业焦化厂通常满负荷运行，据此推算全国独立焦化企业产量为 2.58 亿吨，全国独立焦化企业产能约为 3.39 亿吨，**全国独立焦化企业产能利用率约为 76%**；
- 山西省是我国焦炭产量占比最高的省份，10 年山西焦炭产量 0.85 亿吨，占全国比例为 21.87%（其次为河北，占比 12.87%），**山西省 10 年焦炭产业开工率仅为 52%**²；

■ 产业集中度低：

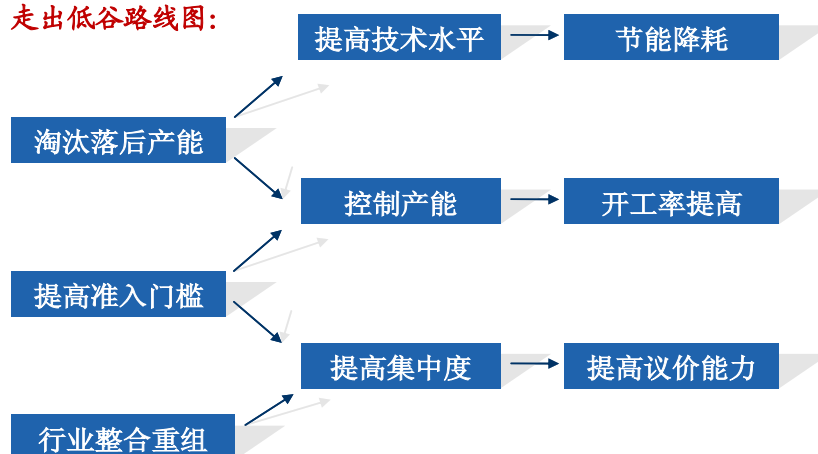
以焦炭大省山西为例，10 年全省 227 余户焦化企业，分布在 60 余个县区内，布局分散，户均产能不到 70 万吨。焦炭产能 200 万吨以上的只有 10 户，产能占全省不足 15%；

■ 产业技术水平低：

以山西为例，10 年炭化室高度 4.3 米及以下的焦炉占总产能 75.28%；炭化室高度 6 米以上的焦炉不足总数的 3%（09 年数据）——炭化室高 4.3 米的焦炉，是发达国家 20 世纪 50 年代开始淘汰的炉型。

3.2 预计焦炭行业 12 年很可能走出谷底

走出低谷路线图：



¹焦炭行业 10 年总产能推算过程见《关注焦炭行业战略性建仓机会——焦炭行业专题报告》；

²数据来源：山西省副省长任润厚 26 日在全省经济和信息化工作会议上讲话。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

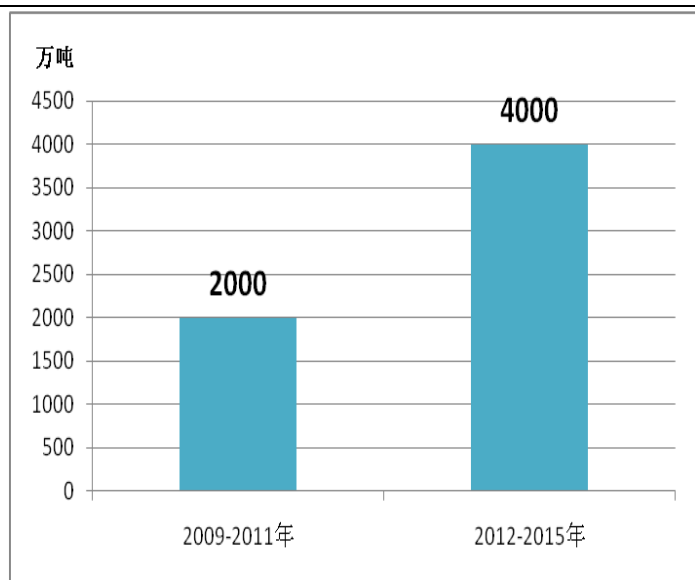
■ 淘汰落后产能:

➤ 10 年全国淘汰焦炭落后产能规模

10 年《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》和《国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》规定，2010 年年底之前淘汰炭化室高度 4.3 米以下的小机焦（3.2 米及以上捣固焦炉除外）。随后，工业和信息化部向社会公告 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单，其中焦炭行业涉及企业 192 家，共淘汰 2586.5 万吨焦炭产能，略高于 2009 年淘汰的 2300 万吨产能。

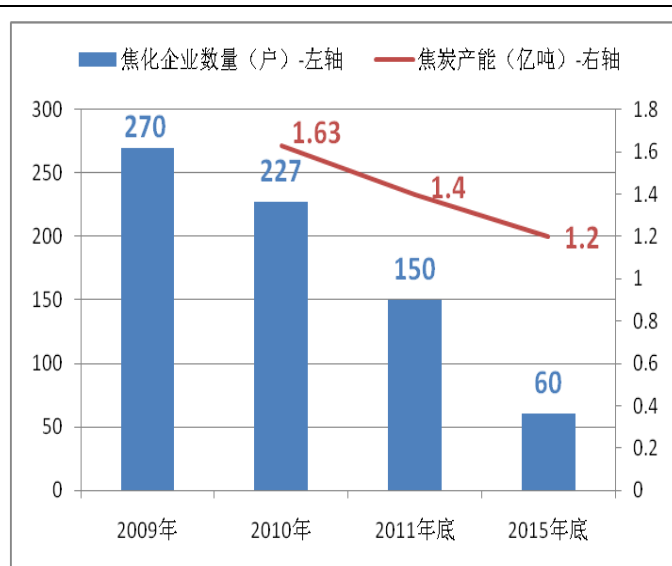
➤ 山西省淘汰计划:

图 11: 山西省淘汰落后产能计划



资料来源: 山西省焦化产业调整和振兴规划

图 12: 山西省分阶段产能控制规划和焦化企业保留户数



资料来源: 山西省焦化产业调整和振兴规划

➤ 未来 5 年全国焦炭产能控制规模的预期

根据表 2 预测，预计 2013 年我国焦炭产能利用率将接近 100%，主要原因一方面是焦炭在压缩产能，另一方面，钢铁行业保持一定增长；

但是我们此处预测主要依据是 09 年山西省发布的《山西省焦化产业调整和振兴规划》，后文我们预计我国焦炭行业走出谷底的时间很可能提前至 2012 年，具体分析见后文。

表 2：未来 5 年全国焦炭产能规模控制预期

	2010 年	2011 年底	2013 年底	2015 年底
山西省产能（亿吨）	1.63	1.4	1.3	1.2
山西省产能降幅		-14.11%	-7.14%	-7.69%
全国独立焦化企业降幅假设		-7.00%	-5.00%	-5.00%
全国独立焦化企业产能（亿吨）	3.39	3.15	3.00	2.85
钢铁企业焦炭产能（亿吨）	1.30	1.40	1.60	1.80
全国焦炭产能合计（亿吨）	4.69	4.55	4.60	4.65
全国焦炭表观消费量增长率假设	7.42%	7.50%	14.00%	14.00%
全国焦炭表观消费量（亿吨）	3.80	4.09	4.66	5.31
产能过剩总量（亿吨）	0.89	0.47	-0.06	-0.66

资料来源：山西省焦化产业调整和振兴规划、国家统计局、渤海证券研究所

注：1、表 2 中，全国独立焦化企业产能降幅假设参照山西省，但是考虑到山西省在近年淘汰力度将大于其他各省，因此 2011 年的全国淘汰幅度我们假设较大幅度低于山西省，12-15 年也略低于山西省；

2、钢铁企业炼焦设备较为先进（如 10 年淘汰的 192 家焦炭企业只涉及到一家钢企），且近年来钢铁企业焦炭产量占比有上升趋势，因此，我们假设每年钢企焦炭产能提高 1000 万吨；

3、全国焦炭表观消费量增长率的假设主要参考生铁产量的增长率预期（近几年钢铁行业焦炭消费占比一般约为 85%左右）。

■ 提高准入门槛：

➤ 我国 09 年 1 月 1 日开始实施的《焦化行业准入条件（2008 年修订版）》，不断推进我国焦化行业的技术进步、产业结构调整和加快对炼焦落后产能的淘汰；其中对焦炉准入条件如下：

- **常规机焦炉：**新建顶装焦炉炭化室高度必须 ≥ 6.0 米、容积 $\geq 38.5\text{m}^3$ ；新建捣固焦炉炭化室高度必须 ≥ 5.5 米、捣固煤饼体积 $\geq 35\text{m}^3$ ，企业生产能力 100 万吨/年及以上；
- **半焦（兰炭）炭化炉：**新建直立炭化炉单炉生产能力 ≥ 7.5 万吨/年，每组生产能力 ≥ 30 万吨/年，企业生产能力 60 万吨/年及以上；
- **热回收焦炉：**企业生产能力 40 万吨/年及以上。应继续提升热回收炼焦技术。禁止新建热回收焦炉项目。

➤ 山西省 10 年 6 月 1 日起实施《焦炭经营许可证管理办法》，明确焦炭经营企业准入门槛。焦炭经营许可证由山西省经济和信息化委员会负责审批和发放。申领许可证应具备四个条件：一、符合国家和省焦化产业政策；二、通过铁路运输经营的，应当出具所在地铁路部门的书面意见；三、具有企业法人资格；四、有与焦炭经营相适应的场、设施和计量、质量检验设备。焦炭经营许可证有效期为三年，不得买卖、出租、转让，没有焦炭经营许可证，擅自从事焦炭经营活动的，依照相关法律法规进行处罚。

■ 行业整合重组:

- 行业面临重重困境——使得焦化企业整合重组已成各方共识；
 - 当前也是加快焦化企业整合的最佳机遇——企业为应对危机合并愿望比较强，而原有的成本优势和政策优势的丧失，也迫使企业加速联合；
 - 我们预计山西省自今年起很可能明显加大焦炭行业整合重组力度
- **2011年2月26日：**任润厚副省长（2011年1月23日上任）在日前召开的山西省经济和信息化工作会议上强调“要像抓煤炭资源整合、煤矿兼并重组那样，采取强有力的政策措施，抓好焦化行业整合重组”；任润厚副省长表示：2011年，山西省政府重点推进焦化企业整合重组，各级政府、各有关部门和各焦化企业要把推进焦化企业整合重组作为今年及今后的一项重要任务来抓；
 - **2011年2月26日：**山西省经信委发布的《山西省焦化行业兼并重组指导意见（征求意见稿）》；
 - **2011年3月8日：**山西副省长任润厚就焦化行业联合重组听取专家和企业的意见，研究推进焦化行业联合重组工作措施。山西省化工科研院所、焦化行业协会、重点焦化企业、部分市政府和省有关部门负责人参加了此次会议；
 - **2011年3月22日：**山西副省长任润厚带领省直有关部门负责同志在太钢集团公司焦化厂进行调研。任润厚一行先后考察了焦炉煤气脱硫脱氰制酸主控室，7.63米焦炉和干熄焦主控室，详细询问了解脱硫脱氰制酸和干熄焦的工艺流程，运行状况和综合效益情况；
 - **2011年3月29日：**山西省出台《焦化行业兼并重组指导意见（讨论稿）》（注：3月26日出台的是征求意见稿），一位参与其中的政府高层人士表示：“山西省将以推进煤炭资源整合的决心，完成焦炭行业的整合工作。”；据透露，该《意见》已多次向企业、中国炼焦行业协会、山西省焦化行业协会等各方征询意见；
 - 综合来看，2011年的前几个月，山西省焦炭整合的前期准备工作正在密集和快速的推进，我们预计山西省《焦化行业兼并重组指导意见》的正式稿将会很快出台，很可能在4月底之前，而山西省今年大力整合焦炭行业的序幕预计也将随之拉开。
- 由于我们预计2011年山西省焦炭行业整合力度将会明显加大，参考国内在06、07年关闭小煤矿速度过快是导致08年煤炭价格暴涨的重要原因之一，我们预计焦炭行业走出低谷的时间提前到来的可能性较大，很可能2012年行业盈利状况就开始好转；那么2011年就是处于行业最差到行业逐步好转

的过程当中，因此，投资的最佳时机是在 2011 年；

- 《山西省焦化行业兼并重组指导意见》正式稿将会很快发布、媒体将不断披露山西焦炭行业大力整合措施及进展等，均将是焦炭行业股票上涨的催化剂。

4.推荐理由之三：焦炭期货推出在即

■ 焦炭期货进展：

- 3 月 22 日，证监会批准大连商品交易所（以下简称大商所）开展焦炭期货交易；
- 4 月 2 日，证监会下发《关于同意大连商品交易所上市焦炭期货合约的批复》，同意大商所上市焦炭期货合约；
- 由于钢铁消费旺季临近，我们认为焦炭期货推出的最佳时机已经不远，不排除 4 月份就挂牌交易的可能。

■ 焦炭期货的推出既是短期催化剂：

焦炭期货的推出预计对焦炭企业股价构成短期刺激。

■ 焦炭期货的推出也是长期利好：

- 为焦炭企业提供有效的避险工具：近两年来国内焦炭市场波动较大，对焦炭企业形成了较大冲击，焦炭期货的推出将有助于完善焦化市场体系建设，帮助涉焦企业建立价格风险回避机制，并促进焦化产业链的可持续发展；
- 稳定焦炭价格：焦炭价格波动较大，目前各地焦炭价格基本由当地行业协会组织企业进行协商，然后以出台指导价格的形式进行确定。焦炭期货的推出，其价格发现功能将对稳定焦炭价格起到重要作用；
- 有利于拓宽焦炭企业的销售渠道，提高焦炭市场的活跃度和流动性；
- 增强我国在国际焦炭市场甚至是焦煤市场的定价权 ——09 年我国焦炭产量占全球 61%；在 09 年焦炭出口大幅萎缩之前的 08 年之前，我国出口焦炭占全球贸易量的 40-47%。

5.推荐理由之四：公司估值已充分反映负面因素

■ 盈利预测基本假设：

- 2011-2013 年焦炭产量分别为 140 万吨、220 万吨、240 万吨；销量分别为 77 万吨、180 万吨、200 万吨；
- 2011-2013 年焦炭销售均价同比增长 5%、8%和 10%；
- 2011-2013 年焦炭业务毛利率分别为 1.5%、8%和 12.5%；
- 2011-2013 年生铁产、销量均为 100 万吨；
- 2011-2013 年生铁销售均价同比增长 10.22%（3050 元/吨）、9%和 9%；
- 2011-2013 年生铁业务毛利率均为 10%；
- 由于 09 年公司净利润亏损 4.38 亿元，预计 10-12 年盈利可预先弥补亏损，10 年公司实际所得税率 1.68%，我们保守假设 11、12、13 年所得税负比例为 2%、5%、25%。

■ 公司估值明显偏低：

- 暂不考虑汾西中泰带来的投资收益，预计公司 11-13 年 eps 分别约为 0.031 元/股、0.094 元/股、0.205 元/股；
- 虽然公司 PE 很高，但是公司 10A、11E、12E 的 PB 分别仅为 2.80 倍、2.62 倍和 2.53 倍，PB 在同行业中处于最低水平，远低于其他焦炭上市公司，见表 3；
- 公司 PB 远低于其他焦炭类上市公司，关键在于公司属于冷门股，没有题材，关注度很低，且行业和公司的负面因素反映充分，因此，我们认为这样的品种反而最为安全。

表 3：估值（PB）比较

序号	代码	简称	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
		行业均值（整体法）	0.0555	—	—	104.32	—	—	5.41
		行业中值	0.0429	—	—	189.80	—	—	6.66
1	600408	安泰集团	0.0393	0.0310	0.0940	196.03	249.03	82.13	2.80
2	000835	四川圣达	0.0616	—	—	183.56	—	—	7.88
3	601011	宝泰隆	0.0000	—	—	49.57	—	—	9.76
4	000723	美锦能源	0.0203	—	—	926.51	—	—	6.05
5	600179	*ST 黑化	0.0429	—	—	278.69	—	—	7.26
6	600740	*ST 山焦	0.1135	—	—	108.01	—	—	5.74

资料来源：wind，渤海证券研究所

■ 目标价格：9-10 元

目前公司股价为 7.72 元/股；

按行业 PB（MRQ）均值 5.41 倍估算（10 年归属于上市公司股东 bps 为 2.76），对应股价为 15 元/股左右，考虑公司及行业困境反转可能存在的不确定性以及含有部分生铁业务，我们给予目标价 9-10 元/股，对应 pb 为 3.26-3.62 倍。

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1577	957	1140	1618	1831	营业收入	3740	4943	5701	8089	9157
应收票据	114	152	179	254	288	营业成本	3773	4457	5192	7296	8082
应收账款	851	978	781	1108	1254	营业税金及附加	10	12	14	81	92
预付款项	599	714	740	777	817	销售费用	64	98	105	149	169
其他应收款	2	3	2	3	4	管理费用	149	187	221	314	355
存货	478	767	689	969	1073	财务费用	150	196	137	144	160
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	39	3	0	0	0
长期股权投资	52	45	45	45	45	投资收益	34	37	0	0	0
固定资产	2686	3026	2978	2926	2869	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	184	102	101	100	100	营业利润	-411	27	32	106	299
工程物资	34	15	15	15	15	营业外收支净额	5	-3	0	0	0
无形资产	46	49	48	46	45	税前利润	-405	24	32	106	299
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	32	0	1	5	75
资产总计	6675	6810	6722	7865	8345	净利润	-438	23	31	100	224
短期借款	1707	2006	1756	2312	2393	归属于母公司的净利润	-414	40	31	95	206
应付票据	572	672	678	953	1056	少数股东损益	-24	-16	0	5	18
应付账款	543	388	515	724	802	基本每股收益	-0.41	0.04	0.03	0.09	0.20
预收款项	5	1	-6	-16	-28	稀释每股收益	-0.41	0.04	0.03	0.09	0.20
应付职工薪酬	55	55	55	55	55	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	7	-17	-17	-17	-17	成长性					
其他应付款	4	3	3	3	3	营收增长率	-41.4%	32.2%	15.3%	41.9%	13.2%
其他流动负债	0	7	9	14	16	EBIT 增长率	-182.6%	-174.0%	-10.8%	48.0%	84.2%
长期借款	274	600	600	600	600	净利润增长率	-3519.5%	-109.6%	-21.9%	206.7%	117.2%
负债合计	3726	3874	3755	4799	5055	盈利性					
股东权益合计	2948	2936	2966	3067	3291	销售毛利率	-0.9%	9.8%	8.9%	9.8%	11.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	-11.1%	0.8%	0.5%	1.2%	2.3%
净利润	-438	23	31	100	224	ROE	-14.1%	1.4%	1.0%	3.1%	6.3%
折旧与摊销	127	158	148	153	158	ROIC	-5.11%	3.31%	3.07%	3.92%	5.43%
经营活动现金流	297	-298	669	166	393	估值倍数					
投资活动现金流	-455	-356	-100	-100	-100	PE	-18.8	196.0	251.1	81.9	37.7
融资活动现金流	1161	62	-386	412	-80	P/S	2.1	1.6	1.4	1.0	0.8
现金净变动	1003	-592	183	478	214	P/B	2.64	2.80	2.62	2.53	2.36
期初现金余额	492	1577	957	1140	1618	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1496	985	1140	1618	1831	EV/EBITDA	-68.8	27.8	29.1	23.1	14.9

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君 机构销售部经理

022-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhzq.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分