

目 录

LPG 深加工是未来的趋势.....	4
LPG 供给稳定增长.....	4
LPG 逐渐淡出民用燃气领域.....	5
138 万吨 LPG 深加工项目分析.....	8
地理位置优越.....	8
LPG 制丙烯技术相对成熟.....	9
现有业务提供安全边际.....	12
加油站增值.....	12
房地产开发进入投资回报期.....	13
股权投资业务蒸蒸日上.....	13
投资评级.....	14
风险提示.....	14

图表目录

图 1: 国内 LPG 供给增速保持在 10%以上.....	4
图 2: 国内 LPG 自给率大幅提高.....	4
图 3: LPG 下游需求放缓.....	5
图 4: 国际原油和天然气单位热值的价格对比.....	5
图 5: 国际天然气消费构成.....	6
图 6: 国内天然气消费构成.....	6
图 7: 进口丙烷、丙烯的价差.....	11
图 8: 成品油销售收入稳定.....	12
图 9: 液化气销售收入稳定.....	12
表格 1: 燃料的单位热值比较.....	6
表格 2: 天然气进口价格.....	6
表格 3: 国内进口气源.....	7
表格 4: 国内煤制天然气规划项目汇总.....	7
表格 5: LPG 深加工项目产品方案.....	8
表格 6: 国内液化气储存能力.....	8
表格 7: 分区域 LPG 产量统计 (万吨).....	9
表格 8: 丙烯生产工艺比较.....	9
表格 9: 丙烷脱氢工艺比较.....	10
表格 10: 世界主要丙烷脱氢制丙烯的生产装置统计.....	10
表格 11: 公司重估价值.....	12
表格 12: 地产重估价值.....	13
表格 13: 公司股权投资情况.....	13

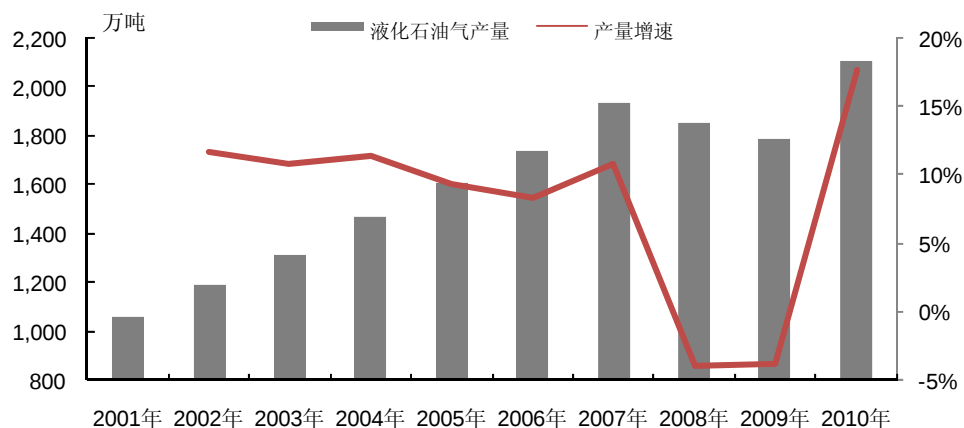
LPG 深加工是未来的趋势

供给持续增长、需求被替换，LPG 深加工引来巨大发展机会。LPG 作为炼油 的伴生 产品，供给基本刚性，约占炼油能力的 5%左右，未来仍将跟随国内炼油能力的增长 保持稳定增速；70%的 LPG 用于城市燃气，天然气作为燃料比 LPG 具备成本优势， 西气东输二线的开通和未来煤制天然气的发展将逐渐挤压 LPG 的民用燃气需求。

LPG 供给稳定增长

国内 LPG 产量和国内炼油能力的增长基本成正比，一般占到国内炼油能力的 5%左右。 2001-2010 年，除 2008-2009 年金融危机带来炼油量的大幅下滑之外，供给增速基本 保持在 10%以上。

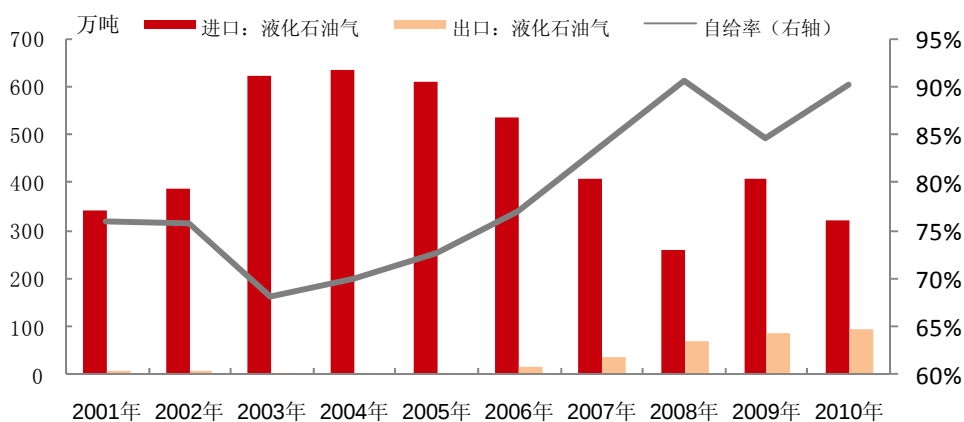
图 1： 国内 LPG 供给增速保持在 10%以上



资料来源：石油和化工经济分析、华泰联合证券研究所

国内 LPG 供给能力大幅提升，下游需求增速放缓，都导致国内 LPG 进口量逐年下滑， 自给率大幅提高至 90%以上，LPG 供给相对宽裕。

图 2： 国内 LPG 自给率大幅提高

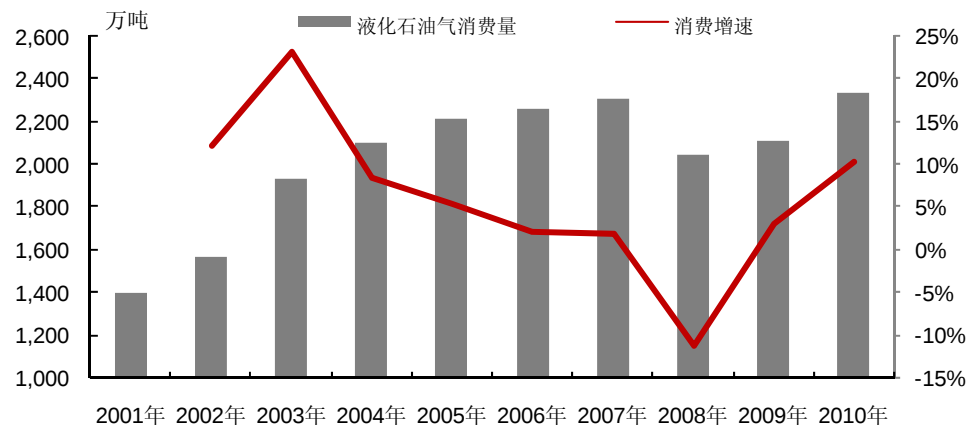


资料来源：石油和化工经济分析、华泰联合证券研究所

LPG 逐渐淡出民用燃气领域

国内 LPG 消费量的 70%均用于生活燃气。2001-2010 年，国内 LPG 的消费增速逐渐放缓。随着西气东输二线的开通，300 立方米的天然气将替代 LPG 供应城市生活用气；长期来看，进口气源的拓展和国内煤制天然气的发展都可能进一步挤压 LPG 的城市燃气需求。

图 3: LPG 下游需求放缓

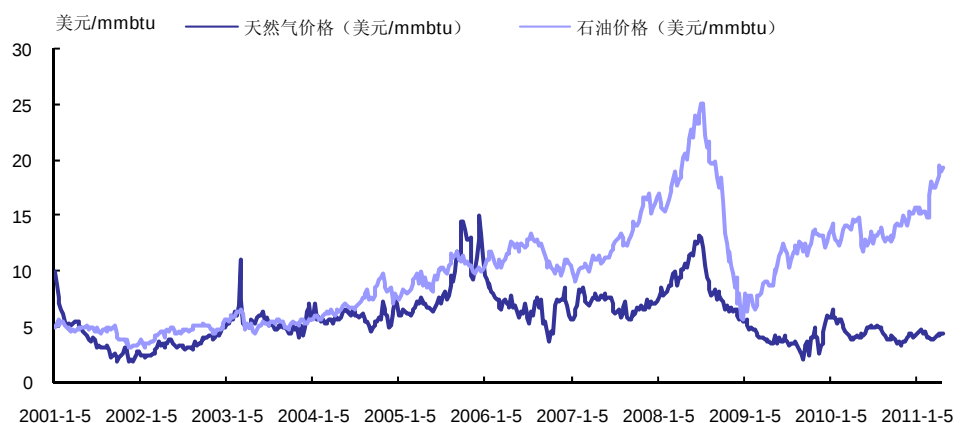


资料来源：华泰联合证券研究所

天然气具备比价优势

LPG 价格跟随油价联动，2006 年以来，国际油价大幅上涨，天然气作为燃料的比价优势逐渐显现。目前的单位热值价格测算，油价已经是天然气价格的 4.5 倍，天然气替代 LPG 是具有成本优势的。

图 4: 国际原油和天然气单位热值的价格对比



资料来源：华泰联合证券研究所

以 2010 年为例，国内 LPG 的均价在 5000 元/吨左右，换算成单位热值为 105.7 元/mmbtu；按照天然气进口气价 10 美元/mmbtu 来测算，天然气作为燃料依然具备成本优势，单位价格比 LPG 低 35%。

表格 1: 燃料的单位热值比较

	LNG	LPG	油	煤
mmbtu/t	51.8	47.3	42.3	27.3
mmbtu/桶	3.8	4.1	5.8	
mmbtu/立方米	23.8	25.8		

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 2: 天然气进口价格

进口国	价格 (美元/MMBtu)	对应国内价格 (元/m3)
乌克兰	8.0	2.1
欧盟	12.61	3.3
日本	12.55	3.3
美国亨利价格	8.85	2.3
中国从东亚	7.7	2.0
中国从俄罗斯	5.0	1.5

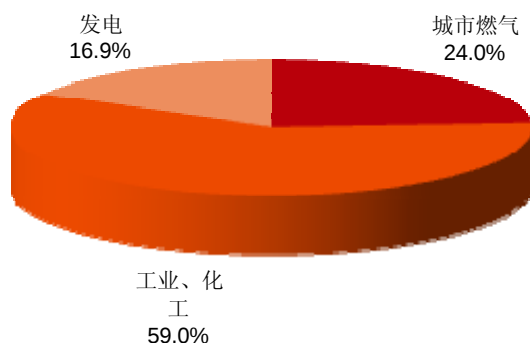
	进口 LNG 价格 (美元/kg)	完税价格 (元/m3)
2009 年	0.2083	1.3822
中国进口 LNG 2008 年	0.2790	1.8510
2007 年	0.2061	1.3778
2006 年	0.1679	1.1382

资料来源: 华泰联合证券研究所

西气东输将大幅增加城市燃气的供给

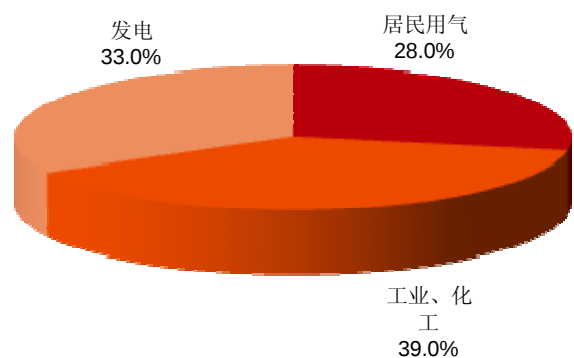
2010 年, 世界天然气消费仍以发电、民用和工业用气为主。根据 EIA 预测, 发电、工业和化工、居民用气比例约为 33%、39%、28%。国内, 2009 年全国城市燃气消费量 213 亿立方米, 占天然气消费总量的 24%, 气化人口仅为 1.5 亿人。

图 5: 国际天然气消费构成



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 6: 国内天然气消费构成



资料来源: 华泰联合证券研究所

西气东输一线年供气能力 120 亿立方米,西气东输二线新增 300 亿立方米的供气能力,将主要供应居民用气,替代 LPG 的居民用气需求。目前气源主要来源于中亚进口,未来煤制天然气也可贡献 600 亿立方米的气量。

表格 3: 国内进口气源

来源	进口量 (亿 M3)	价格 (元/M3)	时间
中亚三国	300	2.0	2009 年起
俄罗斯	未定	1.5	2011 年起
海上 LNG	>50	1.4-1.9	—

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 4: 国内煤制天然气规划项目汇总

公司	地区	产能 亿 M3/年	投资额 (亿)	进程
大唐国际	赤峰克旗	40	257	2009 年 8 月获发改委核准, 预计 2012 年建成。项目配套建设一条 448 公里管线, 向北京输送天然气。
汇能集团	鄂尔多斯	16	88.7	2009 年 12 月已获发改委核准, 建设周期两年。
大唐国际	辽宁阜新	40	245	2010 年 5 月获发改委批准, 3 月开工。配套建设一条 1100 公里管道, 向沈阳、大连等城市输送天然气。
广汇新能源	新疆伊吾	80	68	10 年 3 月份获得国家核准, 一期建设年产 4.9 亿 M3 (年产 120 万吨甲醇 / 80 万吨项目)10 年底投产, 总投资 60 多亿。根据水资源和下游市场进展, 到 2017 年计划投资 500 亿元, 80 亿 M3 煤制天然气及其他煤化工产品
神华集团	鄂尔多斯	20	140	2009 年 4 月开工, 预计 2012 年建成。国家示范项目, 正在报批
华能集团	新疆准东	40	260	2010 年奠基, 预计 2013 年投产, 二期投资 120 亿, 20 亿立方米, 预计 2012 开工 2016 年投产。
新汶集团	新疆伊犁	100		2009 年 7 月开工, 2012 年完工。
庆华集团	新疆伊宁	55	277	分四期完成, 每期 13.5 亿立方米产能。一期项目拟投资 70 亿元, 2009 年 7 月开工, 2011 年下半年建成投产。
中电投	新疆伊利	120	533	2009 年 11 月开工, 察布查尔锡伯自治县 60 亿立方米由中电投和新汶集团合作, 霍城县 60 亿立方米。
中海油	山西太原	40	300	2009 年 5 月签约上报, 与同煤合作三年内完成, 输气管道 3-5 年内建成。中海油预计 5 年内达到 100 亿立方米的天然气产能。
神东天隆集团	新疆吉木萨尔	13	68	项目已获自治区发改委备案登记, 预计 2010 年 1 月开工建设, 2013 年建成投产。
大唐华银	鄂尔多斯	18*2	174	规划分三期实施, 计划于 2009 年开工, 2011 年投入运行。采用“蓝气技术”, 该项目目前下马。
合计		600		

资料来源: 华泰联合证券研究所

138 万吨 LPG 深加工项目分析

根据公司公告，本项目建成达产后，预计实现年营业收入 131.7 亿元，年利润总额 17.85 亿元，净利润 14.15 亿元，内部收益率（税后）22.68%。以公司增发 8000 万股来测算，138 万吨 LPG 深加工项目达产后将增厚公司 EPS1.55 元。

除了 LPG 深加工产品之外，公司的主要产品还包括石脑油和尾油，我们判断这主要主要是基于氢气平衡的考虑，同时也可以为后续深加工项目提供基础原材料。

表格 5：LPG 深加工项目产品方案

产品名称	产能（万吨）
丙烯	17.53
聚丙烯	30.00
工业异辛烷	52.52
石脑油	24.92
尾油	54.01
甲乙酮	3.50
硫磺	0.20
正丁烷	16.35
仲丁醚	0.33
叔丁醇	0.20

地理位置优越

公司项目落户宁波北仑开发区，紧邻大榭岛，地理位置优越。公司不仅可以从附近的宁波区域获取一定量的 LPG 供应，便利的运输和仓储设施更有利于公司的原料供应。

丙烷原料价格对丙烷脱氢制丙烯装置生产成本影响较大，在国内丙烷脱氢工业化应用关键是能否获得长期、稳定、相对低廉的丙烷资源。

国际液化丙烷采购以大型冷冻船运输，国际液化丙烷供应市场大型冷冻船装载量一般都为 4 万吨以上，所以进口液化丙烷通常必须拥有交通便捷、可以停泊大型液化丙烷冷冻船的液化气专用装卸深水码头、大型低温冷冻罐等设施，码头资源的稀缺性形成了进入进口液化丙烷行业的一个较难跨越的壁垒。

目前国内进口液化气主要储存在太仓、乍浦、宁波、珠海等地。其中，宁波大榭岛是国内储存能力最大的基地。

表格 6：国内液化气储存能力

	储存能力（万立方米）	备注
宁波大榭岛	2*25	地下储罐，分别为丙烷和丁烷冷冻储罐
太仓刘家港	2*3.1	分别为丙烷、丁烷冷冻储罐
珠海	2*20	分别为丙烷、丁烷冷冻储罐
乍浦	2x5	分别为丙烷、丁烷冷冻储罐
平湖白沙湾	2*2	分别为丙烷、丁烷灵动储罐

资料来源：丙烷脱氢制丙烯生产技术的应用前景，2010

2010 年，宁波 200 公里以内（江苏、浙江、上海合计）区域 LPG 产量 382 万吨，占全国产量的 18%；海运区域内（黑龙江、辽宁、天津、山东、广东）合计产量 1001 万吨，占全国产量的 47.5%。宁波区域 LPG 原料来源相对充足，公司的 LPG 原料将以多元化的方式来满足，包括长三角区域被西气东输二线替换的民用 LPG、东北的水运 LPG，以及进口 LPG。

表格 7：分区域 LPG 产量统计（万吨）

	液化石油气 总产量	江苏	上海	浙江	宁波 200 公里范围 内总产量 占比	黑龙江	辽宁	天津	山东	广东	海运区 域总产 量占比
2010 年	2110	146	106	129	18.09%	156	203	70	367	206	47.46%
2009 年	1792	151	93	152	22.05%	150	202	37	163	193	41.58%
2008 年	1860	137	86	151	20.10%	132	208	41	207	200	42.43%
2007 年	1934	144	81	124	18.00%	150	217	51	201	221	43.43%
2006 年	1745	101	117	120	19.34%	158	196	42	177	218	45.30%
2005 年	1611	102	72	112	17.74%	150	186	45	147	202	45.27%
2004 年	1472	94	74	98	18.02%	131	193	48	125	155	44.28%
2003 年	1320	120	70	117	23.30%	129	179	55	105	78	41.46%
2002 年	1190	136	64	74	23.04%	111	173	50	70	72	40.06%
2001 年	1065	96	67	55	20.49%	102	171	47	61	59	41.27%

资料来源：华泰联合证券研究所

LPG 制丙烯技术相对成熟

丙烯的生产往往以联产或副产得到，由于聚丙烯、丙烯酸酯等丙烯衍生物产品的需求增长较快，国际化工巨头积极开发了一系列增产丙烯的技术。丙烯的生产工艺主要包括蒸汽裂解技术、多产烯烃的 FCC 技术、烯烃裂解技术、烯烃歧化（OCT）技术、丙烷脱氢等、甲醇制烯烃技术等。

由于 LPG 原料主要以 C3、C4 以及少量的多碳为主要成分，那么 LPG 深加工的技术来源只有烯烃裂解和丙烷脱氢两种。

烯烃裂解技术，以 KBR 的 superflex 为例，全球仅有南非一套 25 万吨装置，乙烯、丙烯合计收率达 67%。国内吉化 20 万吨装置 2010 年底刚刚建成，未投产；山东玉皇目前仅完成了技术引进。总体来讲，我们认为 superflex 的工业化应用不能说是非常成熟。

表格 8：丙烯生产工艺比较

工艺类型	原料	丙烯收率，%
蒸汽裂解	石脑油	18（乙烯 30%）
多产烯烃的 FCC 技术		
中石化的深度裂解（DCC）工艺	VGO	23（乙烯 3.6%）
KFUPM/日本石油能源中心的 HS-FCC 工艺	FCC 原料	15.9（乙烯 2.3%）
中石化的催化热裂解（CPP）工艺	VGO 等重质原料	15（乙烯 24%）

烯烃裂解		
Arco/KBR 的 Superflex 工艺	C4/C5 烯烃	45 (乙烯 22%)
Lurgi 的 Propylur 工艺	C4/C5 烯烃	60 (乙烯 15%)
烯烃歧化(OCT)		
Lummus 的 OCT 工艺	C2/C4 烯烃	95
甲醇制烯烃/甲醇制丙烯工艺 (MTO/MTP)		
UOP/Norsk Hydro 的 MTO 工艺	甲醇	45 (乙烯 34%, 除去水)
Lurgi 的 MTP 工艺	甲醇	71 (汽油 19%, 除去水)
丙烷脱氢	丙烷	85

资料来源：华泰联合证券研究所

丙烷脱氢技术相对成熟

目前丙烷脱氢制丙烯实现工业化的主要生产工艺是美国 UOP 公司的 Olenex 工艺和美国 ABB Lummus 公司的 Catoiln 工艺。全球已投用的 16 套工业化丙烷脱氢装置中，有 11 套为 UOP 的 Oleflex 连续移动床工艺技术，另外 4 套装置为 ABB Lummus 的 Catoiln 循环多反应器工艺技术。还有 1 套装置为伍德公司的 Star 法工艺技术。

丙烷脱氢工艺在国内尚无工业化应用，渤化集团天津渤化石化有限公司 60 万吨丙烷脱氢制丙烯项目已正式开工建设，将建成世界单套规模最大的丙烯生产装置。该项目总投资 34.8 亿元，计划 2012 年 9 月建成投产。项目建成达产后，预计年新增销售收入 61 亿元、税金 4.88 亿元、利润 7.5 亿元（净利润率 12.3%），投资回收期为 5 年。

表格 9：丙烷脱氢工艺比较

	UOP	ABB Lummus	Snamprogetti/Yarsintz
工艺名称	Oleflex	Catofin	FBD
反应器	移动床	固定床	固定床
丙烯收率 (%)	85	>90	90
单耗	1.2	1.18	
催化剂	Pt 系	Cr 系、Pt 系	Cr 系
流程特点	移动床反应器，连续反映、再生；反应由四个迭置或并列式反应器组成，各反应器单独配加热器加热；三股进料物流：新鲜丙烷、未转化丙烷、富氢循环	采用绝热固定床反应器、反应段 4 个反应器；操作程序为反应、蒸汽吹扫、排空、催化剂再生、排空和再反应；循环时间 15-30min，连续操作	流化床反应器；反应期间催化剂在反应器和再生器之间循环，再生器除烧焦外，还向其中注入燃料气燃烧放热，维持热平衡
全球产能 (Mt/a)	1.8	0.62	0.13

资料来源：液化石油气综合利用技术进展，2009

表格 10：世界主要丙烷脱氢制丙烯的生产装置统计

	所属公司	工艺类型	生产能力 (万吨)	投产年份
泰国罗勇马塔府	PTT 化学	UOP-Oleflex	10.5	1990
泰国罗勇马塔府	PTT 化学	UOP-Oleflex	7	1996
泰国	PTT 化学	UOP-Oleflex	31	2009

马来西亚	MTBE	UOP-Oleflex	8	1993
马来西亚	MTBE	UOP-Oleflex	30	2001
韩国	Hyosung	UOP-Oleflex	16.5	1991
韩国	TKI	UOP-Oleflex	25	1997
比利时	Borealis Kollo	Lummus-Catofin	25	1991
墨西哥	Pemex Morelos	Lummus-Catofin	35	1994
西班牙 Tarragona	Basf/Sonatrach	UOP-Oleflex	35	2003
沙特 Jubail	国家聚丙烯公司	Lummus-Catofin	45	2008
沙特 Jubail	沙特聚烯烃公司	Lummus-Catofin	45	2004
沙特 Yanbu	Alujain	UOP-Oleflex	42	2006
沙特 Jubail	Sahara/Basell	UOP-Oleflex	45	2009
埃及 Portsaid	EPPC	伍德-Star	35	2009
埃及	Oriental	UOP-Oleflex	35	2004
合计			470	
俄罗斯	Sibur	UOP-Oleflex	51	在建
俄罗斯	Sibur	Lummus-Catofin	60	在建
中国	天津渤化		60	在建

资料来源：丙烷脱氢制丙烯生产技术的应用前景，2010

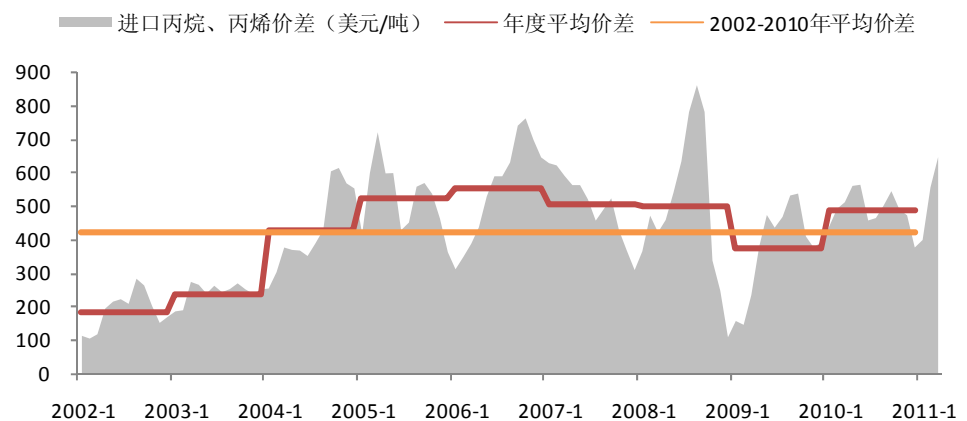
丙烷脱氢具备经济效益

丙烷原料价格对生产成本影响较大，因此该工艺的经济性取决于丙烷与丙烯的差价，进口丙烯与进口丙烷相对一定空间的价差保证了国内建设丙烷脱氢项目的获利能力。

2002-2010 年，进口丙烷、进口丙烯的平均价差在 425 美金/吨左右。在国际油价相对高位的背景下，丙烷、丙烯的平均价差将维持在 500 美金/吨以上，我们以期间费用 200-250 美金/吨测算，估计进口丙烷加工乙烯的毛利率有望达到 20-25%。

2010 年，国内丙烯均价 9500 元/吨，LPG 的价格 5000 元/吨，差价为 4500 元/吨；我们以能耗和期间费用 2000 元/吨测算，估计丙烯生产毛利率近 30%。

图 7： 进口丙烷、丙烯的价差



资料来源：华泰联合证券研究所

现有业务提供安全边际

我们对公司的油气销售业务、房地产租赁业务、股权投资（PE）业务进行重估，价值为 34.23 亿元，对应目前 39 亿的市值，安全边际较高。

表格 11：公司重估价值

	重估价值（亿）	账面价值（亿）
加油站	8.6	0.3
房地产-环球中心	10.56	3.9
房地产-海越大厦	5.94	2.2
股权投资（PE）	11.2	5.6
可供出售金融资产	0.99	0.66
总计	37.29	12.66
公司净资产		9.6
公司的重估价值	34.23	

资料来源：华泰联合证券研究所

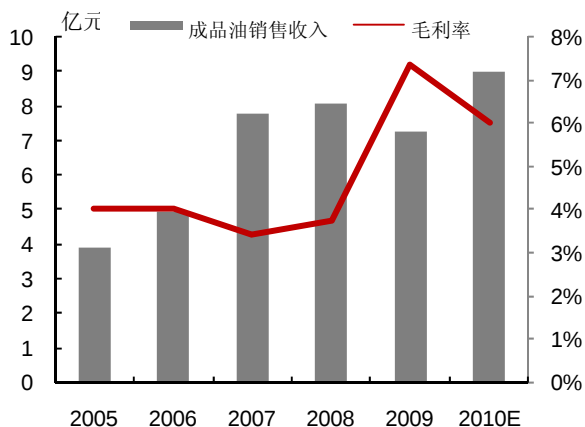
加油站增值

公司现有油品业务主要为二级批发和零售。现有成品油库 5.2 万立方米，加油站 10 个，自营与联营各占一半，加油站主要集中在浙江省诸暨市区和市郊，位置较好。

我们以吨油 8500 元收入、5.5%毛利率、4%需求增长、8%贴现率、25 年使用测算，当前日销量 1 吨原油的加油站价值 170 万元，与收入相比相当于 PS 为 0.56。2009 年公司成品油销售收入分别为 7.28 亿元。我们预计随着原油价格上涨，公司 2010 年成品油销售收入有望达到 10 亿元，公司加油站资产价值达 5.6 亿元以上。油品销售业务收入将随着原油价格波动，在原油价格高位下、公司加油站的潜在价值将继续增加。

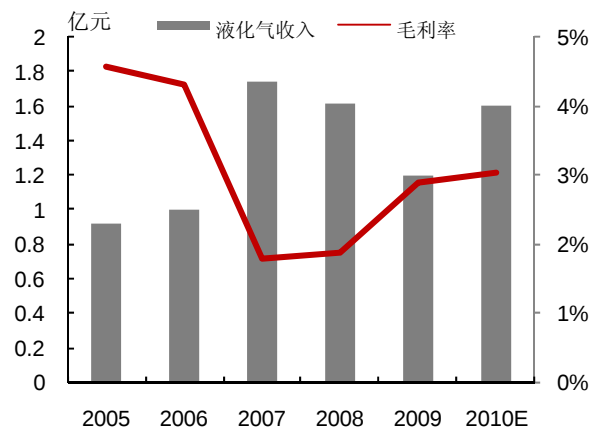
2010 年以来，各地加油站用地纷纷拍出高价。2010 年 7 月，长沙两加油站用地分别拍出 1.4 万元/平和 7400 元/平。同月，武汉两加油站用地分别拍出 2.05 万元/平和 2.76 万元/平。根据招股说明书和披露的取得土地使用权公告，我们估计公司的权益加油站用地面积在 3 万平方米左右。如果以 1 万元/平计，公司加油站土地使用权价值 3 亿元。

图 8：成品油销售收入稳定



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 9：液化气销售收入稳定



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

房地产开发进入投资回报期

公司的地产投资主要是杭州环球中心（30%参股）、海越大厦（90%控股）两个项目。我们按照目前的地价测算，地产价值合计 16.5 亿元。

2009 年公司房地产租赁收入 176 万元，预计 2010 年租赁收入超过 800 万元，毛利率超过 50%。由于公司的地产投资于 2009 年竣工，租赁业务逐年拓展，我们认为未来租赁收入可能达到 5000 万元以上。

表格 12：地产重估价值

	权益比例	地上面积 (万平米)	单价 (万元/平米)	地产价值 (亿元)
杭州环球中心	30%	8.8	4 万/平米	10.56
海越大厦	90%	3.3	2 万/平米	5.94
地产价值合计				16.5 亿

资料来源：华泰联合证券研究所

股权投资业务蒸蒸日上

公司自公路经营业务退出以后就发展了创投业务，形成了与油品经营双主业并举的双主业。公司的创投主体主要为母公司、全资子公司和参股子公司，受益于浙江本地中小企业的快速发展，公司创投参股的北辰实业和浙富股份已经上市，参股的浙江贝因美公司也已经在证监会预披露。我们预计未来 3-5 年公司创投项目也将逐渐进入投资回报期。

2009 年，公司的股权收益达到 1.11 亿元，我们预计 2010 年也将超过 1 亿元。目前，公司的股权投资总额达 5.6 亿，按照 20% 的收益率测算，每年至少贡献 1.12 亿的投资收益。

A 股市场，股权投资在公司上市之后，至少有 3-5 倍的退出收益，考虑到 PE 业务的风险，我们给予 2 倍的收益水平，公司未来的股权价值大概在 11.2 亿。

表格 13：公司股权投资情况

	投资额 (万元)	注册资本 (万元)	投资标的	出资额 (万)	股本 (万)	出资比例
浙江天越创业投资有限公司	10000	10000	中南卡通	2727	300	4.55%
			浙江宇天科技	1200	60	3.00%
			北京北信源自动化	1500	150	8.33%
浙江海越创业投资有限公司	10000	10000	众泰汽车	10000	2500	3.91%
浙江海越投资管理有限公司	540	3000				
浙江泰银创业投资有限公司	1600	16000	浙江贝因美		290	2.15%
			建德市新化化工		525.15	5%
			浙江凯达机床		150	2%
			深圳茂硕电源		250	4.80%
			浙江华睿泰信创业		4800	48%
华睿海越现代服务业投资	4000	20000				
华睿海越光电产业投资	4000	20000				

华睿海越投资有限公司	10000	50000				
华睿盛银创业投资有限公司	2200	10000	北京北信源自动化	1500	150	8.33%
			深圳万兴软件	1200	32	13.33%
华睿睿银创业投资有限公司	1760		浙富股份		400	2.67%
华睿泰信创业投资有限公司	2004.2	10000	英飞特电子	702		7.80%
			杭州珍诚医药	800		10.47%
			浙大人工环境工程	2560		10.89%
母公司股权投资项目			浙江天洁磁性材料	3000		15%
			浙江宏磊铜业	3100		5%
			华康药业	1050		2.42%
			诸暨农村合作银行	188.5		0.38%
			诸暨农村合作银行	188.5		0.38%

资料来源：公司公告

投资评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.25 元、0.37 元、0.53 元，维持公司的“增持”评级。

公司未来三年盈利能力提高将来自于地产和创投业务进入投资回报期，而新业务 LPG 深加工项目可能从 2014 年才开始贡献业绩，按照项目可研披露，项目达产后贡献 EPS1.55 元。

风险提示

石油价格下跌；LPG 深加工项目建设缓慢。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	425	446	476	509	营业收入	1476	1480	1632	1800
现金	123	150	150	150	营业成本	1411	1406	1548	1706
应收账款	7	0	0	0	营业税金及附加	4	4	4	5
其他应收款	122	7	8	9	营业费用	24	24	26	29
预付账款	13	7	8	9	管理费用	45	44	49	54
存货	136	281	310	341	财务费用	33	46	20	38
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	1459	1968	2962	4955	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	578	500	500	500	投资净收益	103	150	200	300
固定资产	312	288	265	241	营业利润	61	107	185	270
无形资产	154	171	188	205	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	1009	2009	4009	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1883	2414	3437	5464	利润总额	61	107	185	270
流动负债	904	1326	1407	3191	所得税	4	11	19	27
短期借款	819	1166	1238	3013	净利润	58	96	167	243
应付账款	31	70	77	85	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	0	90	91	93	归属母公司净利	60	96	167	243
非流动负债	28	40	40	40	EBITDA	95	179	231	334
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.15	0.25	0.37	0.53
其他非流动负	0	40	40	40					
负债合计	932	1366	1447	3231	主要财务比率				
少数股东权益	32	32	32	32	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	386	386	454	454	成长能力				
资本公积	199	199	906	906	营业收入	61.9%	0.3%	10.3%	10.3%
留存收益	334	431	598	840	营业利润	-9.4%	75.3%	72.9%	45.5%
归属母公司股	920	1016	1958	2201	归属母公司净利	-73.1%	61.4%	72.9%	45.5%
负债和股东权	1883	2414	3437	5464	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	5.0%	5.1%	5.3%
现金流量表					净利率(%)	4.0%	6.5%	10.2%	13.5%
单位: 百万元					ROE(%)	6.5%	9.5%	8.5%	11.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.2%	12.7%	8.8%	6.7%
经营活动现金	-11	97	-8	-16	偿债能力				
净利润	58	96	167	243	资产负债率(%)	49.5%	56.6%	42.1%	59.1%
折旧摊销	0	27	27	27	净负债比率(%)	184.86	85.35	85.58	93.24
财务费用	34	46	20	38	流动比率	0.47	0.34	0.34	0.16
投资损失	-103	-150	-200	-300	速动比率	0.32	0.12	0.12	0.05
营运资金变动	0	65	-21	-24	营运能力				
其他经营现金	59	13	0	0	总资产周转率	0.80	0.69	0.56	0.40
投资活动现金	31	-366	-820	-1720	应收账款周转率	140	401	0	0
资本支出	18	500	1000	2000	应付账款周转率	54.25	27.69	20.96	20.97
长期投资	0	18	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	152	180	280	每股收益(最新)	0.15	0.25	0.37	0.53
筹资活动现金	-53	296	828	1736	每股经营现金流	-0.03	0.25	-0.02	-0.04
短期借款	170	347	73	1774	每股净资产(最)	2.46	2.63	5.07	5.70
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	89	0	68	0	P/E	85.73	51.08	29.54	20.31
资本公积增加	-64	0	707	0	P/B	5.38	4.85	2.52	2.24
其他筹资现金	-248	-51	-20	-38	EV/EBITDA	63	26	20	14
现金净增加额	0	27	0	0					

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