

综艺股份 (600770)

买入/首次评级

股价: RMB21.49

分析师

王海生

SAC 执业证书编号:S1000511030005

021-68498537

wanghaiheng@mail.htlhsc.com.cn

袁瑶

SAC 执业证书编号:S1000511040002

(021) 6849 8607

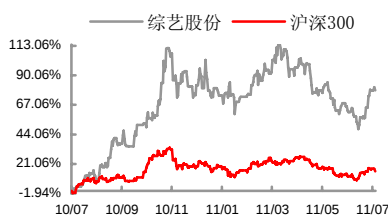
yuanyao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	736
流通 A 股 (百万股)	736
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	15,825

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

光伏电站开发龙头, 巨大雪球开始滚动

- 公司是光伏海外电站建设的龙头, 从今年起进入业绩爆发期: 1) 光伏组件价格进入快速下降通道, 电站开发商成为最大受益者; 2) 在全球金融紧缩环境里, 光伏行业保持快速增长, 拥有金融和产业优势的中国企业将进入并整合电站开发环节; 3) 公司借助强大的融资平台募集了巨额资金, 借助自身的技术和市场平台整合项目资源, 成为国内发展最快的光伏电站开发企业之一; 4) 其“融资-电站开发-贡献业绩-再融资”的商业模式开始进入收获期。公司明年业绩 1.42 元, 建议买入。
- 光伏电站开发具有技术、市场、资金及产业链四大竞争门槛, 站在微笑曲线的顶端, 盈利能力是全产业链中最高的一环。在全产业过剩的格局中, 组件价格反映了最差市场的价格接受能力, 而电站开发商可以在采购成本下降的同时, 在盈利能力较好的市场去投资电站, 必将为其带来超额收益。
- 公司四项竞争优势兼备, 并依靠“融资-电站开发-贡献业绩-再融资”的滚动成长方式, 将迅速成长为全球光伏电站开发行业的龙头和整合者:

技术与市场: 拥有自己核心的系统开发团队, 自 2000 年起就曾在西北开发风光一体项目, 具备丰富的系统集成能力。

资本: 具备 A 股融资平台, 在海外融资困难的大环境下, 资金优势明显强于国外企业及国内美股与港股上市的光伏企业, 两年内的融资总额或超过 40 亿元。

产业: 作为中国企业, 贴近本土的制造环节; 在买方主导的市场下, 议价能力强。可以降低采购成本, 减少资金占用, 甚至与国内大厂建立长期的战略合作。

- 全球光伏市场在经历了短期的挫折后, 2013 年仍将回到快速成长的轨道。预计公司在 2015 年将能实现 1GW 量级的电站销售规模, 市占率 2% 左右, 同时累计持有的运营电站也将达到 1GW, 这样规模的电站业务将能给公司贡献 4 元左右的 EPS。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	911	3702	6516	10242
(+/-%)	76	306	76	57
归属母公司净利润(百万元)	272	657	1142	1658
(+/-%)	725	141	74	45
EPS(元)	0.34	0.81	1.42	2.06
P/E(倍)	63.66	26.37	15.18	10.45

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

光伏电站投资，在产业链的顶端微笑.....	4
产业链与商业模式.....	4
产业竞争格局.....	5
系统集成的核心竞争力——各方资源的最优化整合运作.....	7
盈利对比：站在微笑曲线的顶端.....	7
以点胜面，穿越周期.....	8
意大利与东欧地区.....	8
美国新泽西.....	9
综艺股份，盈利的巨大雪球开始滚动.....	10
商业模式——做资源的整合者.....	10
优势齐备，先发制胜.....	11
融资-电站开发-贡献业绩-再融资，滚雪球式的快速增长到了业绩爆发期.....	12
其他业务稳步发展.....	12
业绩预测.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1: 电站投资产业链	4
图 2: 光伏电站的投资成本构成	5
图 3: 全球光伏系统集成与销售的市场集中度	5
图 4: 光伏产业链各环节盈利能力对比	7
图 5: 8%的 IRR 条件下意大利光伏电站价格构成	8
图 6: 美国光伏发电的碳收益交易市场	9
图 7: 美国光伏发电的碳收益交易价格	9
图 8: 探索海外商业模式——做资源的整合者	10
表格 1: 2010 年系统集成商 Top 10	6
表格 2: 公司募集资金情况	11

光伏电站投资，在产业链的顶端微笑

产业链与商业模式

电站的投资，即通过收购或自己申请，来获取高收益的电站项目，再经过融资、采购、建设等环节完成电站的并网，最后以维持合理 IRR 的价格出售给第三方，赚取回报。

产业链主要包含分销商、系统开发商、系统集成商、EPC/安装商、电站运营、电站业主、电力购买者几个部分：

电站开发：申请电站开发的许可，获取土地、屋顶使用权、环保许可等，谈判光伏发电量的长期购电协议，及电网公司的系统并网与输送协议。即传统意义上的电站批文获取。

投融资：电站融资，及建成后向第三方出售。（投资者、电力公司、工商业企业等）

分销商：组件及关键系统部件的采购与分销

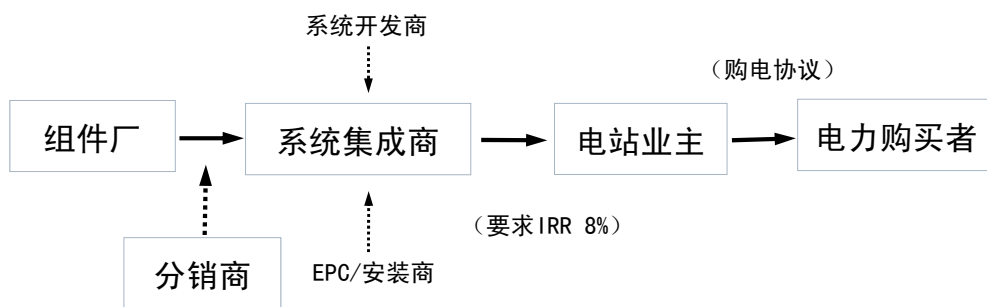
EPC/安装：工程设计、组件与 BOS 采购、建设三个环节的简称，为电站开发商或直接向光伏系统拥有者提供（如电力公司）提供服务。

运营维护：远程的发电量及安全监控，现场维护等

电力购买者：欧洲为 FiT，政府许诺电价后电网无条件收购；美国为 PPA，直接与电力购买方签订长期电价协议。

系统集成商即集成电站开发、投融资、EPC、运营维护等为一体的企业，其中对中国企业而言，海外电站的开发、安装建设、运营维护的环节多与海外当地的公司合作。

图 1： 电站投资产业链



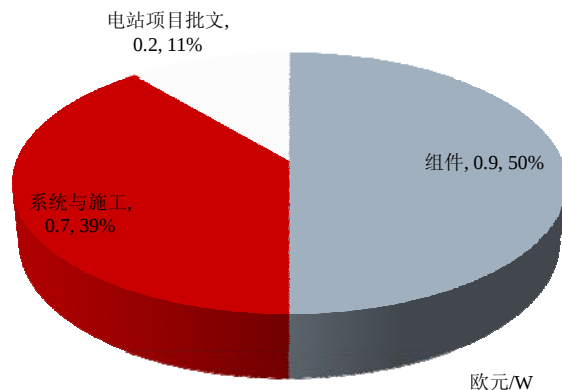
资料来源：华泰联合证券研究所

光伏电站的投资成本构成：

一个电站的开发投资成本主要有组件、系统部件及施工、电站项目批文三大部分组成，不同的国家、不同的项目之间均有差异：组件的采购价格主要取决于流通渠道的成熟度，会有 20%左右的价差；系统与施工，主要是各地土地、人工价格的差异；项目批文的价格，取决于项目收益、各地行政流程、法律要求等，0.1-0.5 欧元/W 不等。

德国市场流通渠道最为成熟，且行政审批简单高效，整体的系统造价是最低的，大中型商业屋顶售价在 2.1 欧元/W 左右，欧洲其他国家及美国等，造价要高出 30%。但总体趋势上，差异在逐渐缩小。

图 2： 光伏电站的投资成本构成



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

产业竞争格局

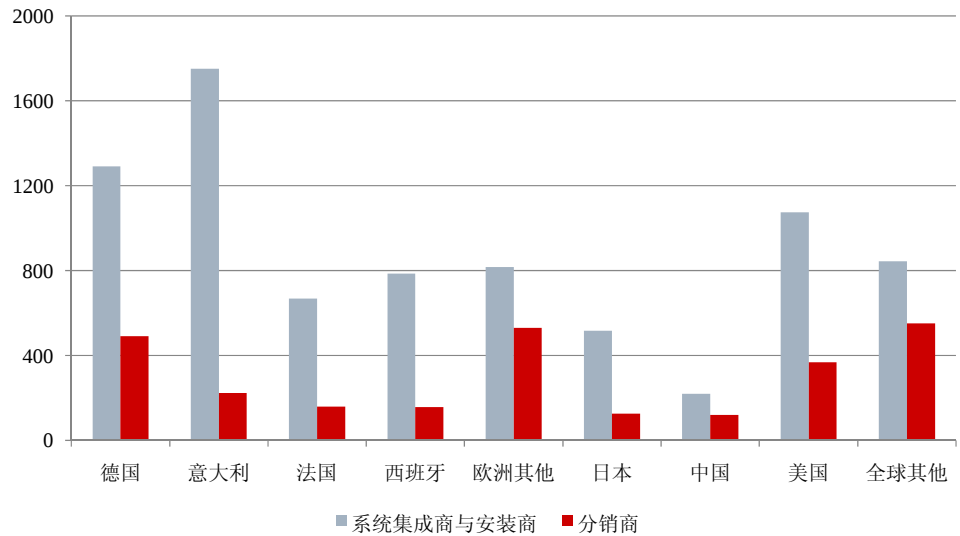
市场集中度较低：主要分为针对居民屋顶市场的大量小型系统集成商与安装商（需通过中间的分销商渠道）；以及针对商业系统的中、大型集成商与安装商，总量接近 8000 家。分销商数量也超过了 2700 家。据 IMS 统计，2010 年排名前 30 的系统集成商的项目开发量仅占全球总量的 22.1%，市场极为分散。

拆分来看，产业链的每个环节功能单一，门槛低，并聚集了大量小型企业，导致市场比较分散，而且利润是被逐渐压缩的：系统开发商拿到了项目，却没有融资及 EPC 的能力，只能转卖；分销商只是一个贸易角色，缺少项目经验；中小型安装商缺少产业端的采购资源，只能依赖于分销商，且无法实施大型项目。

而系统集成商就可以做到全产业链内的资源整合，以雄厚资金撬动各项目的有序运转，并减少不必要的中间环节，确保规模与利润最大化成长，最终增强产业链内的优势地位。在商业系统的市场逐渐规模化之后，大型的系统集成商优势会越来越大。

图 3： 全球光伏系统集成与销售的市场集中度

企业数量



资料来源：易恩孚，华泰联合证券研究所

2010 年排名前十的系统集成商，规模都集中在 100-300MW 量级，相对当年全球 16.6GW 的装机总量而言，全球最大的企业市占率也仅有 1.9%，况且光伏还处于产业周期的前半端，市场逐年增长。

因此对单个企业而言，只要具备竞争的优势，未来有着很广阔发展与整并的空间。预计后期伴随融资门槛逐渐提高，大型系统集成商的优势显现，2011 年将扩大到 200-500MW 规模，并维持增长。

表格 1：2010 年系统集成商 Top 10

2010 名次	国家	公司	规模 MW	市占率
1	德国	Belectric	313	1.9%
2	德国	Juwi	305	1.8%
3	美国	Sunpower	273	1.6%
4	法国	EDF Energies Nouvelles	267	1.6%
5	美国	SunEdison	165	1.0%
6	德国	Q-Cells International	150	0.9%
7	美国	First Solar	138	0.8%
8	比利时	Enfinity	120 E	0.7%
9	德国	Phoenix Solar	111	0.7%
10	德国	Gehrlicher Solar	100 E	0.6%

资料来源：华泰联合证券研究所

到目前为止，中国企业在海外电站市场的占有率仍然很低，如保利协鑫、综艺股份、中节能、尚德、赛维、天华阳光、中盛、超日、航天机电等均在积极的参与，其中保利协鑫与综艺股份在今年的电站规模均会超过 100MW。中国企业具有资金、产业、

成本的优势，未来随着龙头公司在海外做大做强，在快速增长的市场中提高占比，中国光伏产业或将迎来新一轮发展机遇。

系统集成的核心竞争力——各方资源的最优化整合运作

光伏电站开发单做其中的一个环节，门槛是很低的。而系统集成商需有能力整合电站投资产业链各个环节的资源，高效率的运作，并管控风险，需具备以下竞争要素：

- 1) 技术：有能力评估并选择优质的电站项目，优化系统设计，降低投资成本，提升系统效率
- 2) 市场：海外电站项目的获取渠道（购买批文或自己申请），电站的销售与运营能力，熟悉当地光伏政策，法律、会计标准，劳务关系处理等
- 3) 资本：电站建设大笔的资金需求，融资能力，资金链管理，汇率风险掌控等
- 4) 产业：跳过分销商，直接掌握优质的产品来源。

在形成规模化以后，系统集成商掌握的上、下游资源会逐渐增多，并成为一方市场的掌控者。

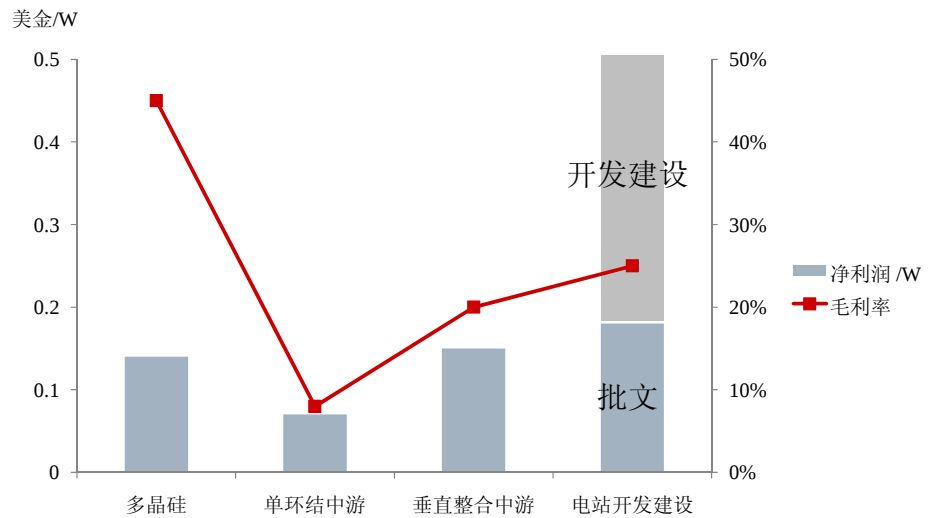
盈利对比：站在微笑曲线的顶端

光伏产业链的中游已经处于同质化竞争的阶段，两年内均面临过剩。上半年硅片-电池-组件的价格与利润大幅下降，市场格局已经完全转为下游的买方主导。中游制造业在利润变薄的同时，付款条件也变得极为苛刻，议价能力差的组件企业回款期由2个月逐渐拉长至半年，几乎等同于以组件形式被动参与电站的投融资。

但组件价格下跌，反过来却增加了系统端得收益。不同的电站项目盈利能力均不相同，只能一事一议。在意大利、东欧、美国等国家，批文外购的情况下，电站投资的净利润率在10%左右，对应0.3-0.35欧元/W的净利润（部分项目的收益会更高）。成熟的市场如德国，净利润相对较低，在0.15欧元/W。以目前的每瓦投资收益来衡量，整个系统投资端的净利润，甚至要超过多晶硅-组件所有环节净利润的总和。

同时未来政府补贴的下调，也会多由中游价格下降来弥补。下游电站的门槛高，利润会相对稳定。

图 4： 光伏产业链各环节盈利能力对比



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

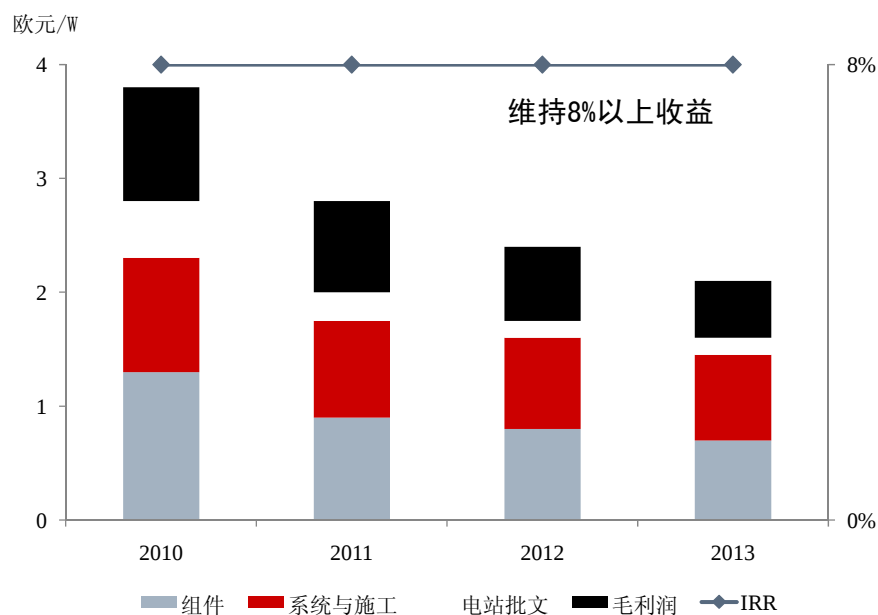
以点胜面，穿越周期

在全产业过剩的格局中，组件价格必须满足补贴条件最苛刻国家的下限，反映了最差市场的价格接受能力，而电站持有人只要求对应该电站风险的债权的合理收益率。因此电站开发商以平均的组件价格，在盈利能力较好的市场去投资电站，必将为其带来超额收益。

意大利与东欧地区

在 FiT 的政策体系下，意大利及部分东欧国家的 FiT 补贴要高于德国。以意大利为例，在维持电站买家 8%最低 IRR 的前提下，倒推出系统售价，可以看到，伴随组件与系统部件成本的下降，投资电站并转售的毛利率可以维持在 25%左右。除德国外，东欧部分国家与意大利投资收益接近。

图 5： 8%的 IRR 条件下意大利光伏电站价格构成



资料来源：GSE，华泰联合证券研究所

美国新泽西

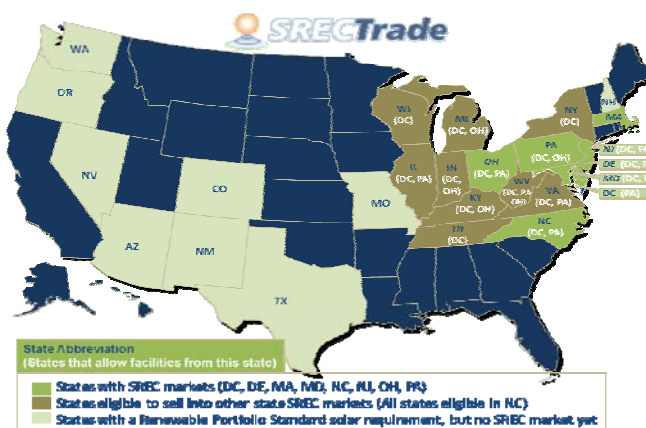
美国的光伏市场主要有联邦政策与州政策结合组成。联邦政策主要提供至 2016 年为止的电站投资额 30%的抵税（2011 年底以前为更直接的 30%现金补贴，2011 年底开工率达到 5%的项目即可享受）、长期的买电协议（PPA）、能源局的贷款保证、以及 5 年的加速折旧等。

州政策各不相同，首先是制定了 RPS ((Renewables Portfolio Standards)，规定电力公司的可再生能源比例，在此基础上制定新能源补贴政策。以东部地区为例，是一个碳收益交易平台，每 1000 度光伏发电量作为一张绿色凭证，进行交易，价格随供需情况波动，但有政府保证的价格底线。新泽西州的补贴力度最大，单个 SREC 价格高达 640 美金，等同于 0.64\$/kWh 的电费补贴，远高于欧洲 0.25 欧元/kWh 的 FiT 补贴。

以 10MW 新泽西光伏项目为例，总投资成本约 3 千多万美金，可一次性获得联邦现金补贴 900 多万美金，享受 0.7\$/kWh 的电价（PPA 0.05 + SREC 0.64），并有 5 年的加速折旧，前期基本免除了高额所得税。电站投资的回收期<4 年，同时拥有了电站土地的永久性资产。

图 6： 美国光伏发电的碳收益交易市场

图 7： 美国光伏发电的碳收益交易价格



1SREC=1000kWh

州	SREC \$	度电收益 \$
Delaware	88	0.09
Maryland	218	0.22
New Jersey	640	0.64
Ohio	385	0.39
Pennsylvania	80	0.08
Washington D.C.	75	0.08

资料来源: SREC Trade, 华泰联合证券研究所

资料来源: SREC Trade, 华泰联合证券研究所

综艺股份，盈利的巨大雪球开始滚动

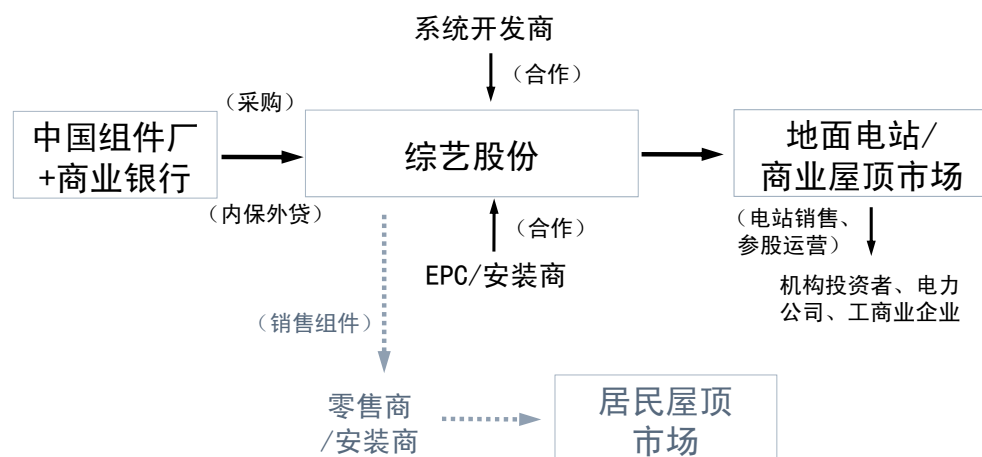
商业模式——做资源的整合者

综艺股份在 2010 年通过综艺（开曼）太阳能电力股份有限公司为平台，大力拓展海外光伏电站业务的基础上，今年开始将主要通过直接开拓业务方式进入市场。

我们认为一个优秀的系统集成商是一个顶尖的资源整合者：综艺股份对内依靠本土化的优势，整合本土产品，在国内资本市场融资，并获得国内银行内保外贷业务的支持；对外依靠组建本土与当地相结合的专业化团队，首先与当地系统开发商合作，获得高收益的光伏项目，并与安装商合作建成电站，最后将完整的系统一部分出售给机构投资者、电力公司、工商业企业等，一部分则独立或参股运营。

在海外的知名度逐渐打开后，后期甚至可以发展分销业务，对零售商与小的安装商分销组件及系统部件，打开居民屋顶市场。

图 8： 探索海外商业模式——做资源的整合者



资料来源: 华泰联合证券研究所

优势齐备，先发制胜

综艺股份在电站开发的四个主要竞争要素上优势齐备，且已经形成了先发优势：

技术与市场开拓优势

相对组件生产企业，公司有着系统集成方面的深入理解和长期经验。公司核心的系统开发团队自 2000 年起就曾在西北开发风光一体项目，拥有丰富的系统集成能力，且在近年来逐渐发展壮大。具体表现在

- 1) 系统设计能力：降低成本，优化光伏系统的转换效率；
- 2) 市场开拓：获取大量的海外项目来源，从中选择盈利效果最高的电站项目进行投资，并在项目建成并网后及时找到买家转售，套取现金；
- 3) 熟悉海外政策环境：具备专业的海外团队，熟悉当地的光伏政策、法律、税务及行政流程等，从而规避风险，并使利益最大化。

资本优势

每 100MW 的海外电站投资所需资金在 25 亿左右，一年内可投资滚动两次，对资金总量门槛及运作的要求很高。目前部分海外国家的融资条件极为苛刻，不仅对项目的组件与逆变器品牌有要求，而且投资初期得不到贷款，必须在电站建成并网之后才发放。导致许多优质项目得到了批文，却没有资金与经验兼备的团队去开发。

综艺股份具备 A 股融资平台，资金优势显著。在海外融资困难的大环境下，对海外系统集成商占绝对优势，对国内系统集成商占相对优势。同时，综艺股份的实际控制人的资金实力，也给综艺股份强大支持。

滚雪球式的积极融资，已形成巨大资金优势：公司融资能力的优势强于国外企业及国内美股与港股上市的光伏企业。今年已经成功非公开增发募集资金 13.8 亿元，并即将通过发企业债获得不低于 15 亿的资金。

预计今年募资接近 30 亿，可以保证 100MW 以上的电站开发量及 100MW 以上的新项目开工量。两年内的融资总额或超过 40 亿元，雄厚的资金实力在不考虑贷款的情况下，便足以支持 300MW 以上的年开发量。

滚雪球式的积极融资：

表格 2：公司募集资金情况

募资方式	募资金额 (亿元)	进展	用途
2011.3 定向增发	13.8	募集成功	开发意大利 44MW 项目，预计今年可全部实现销售
2011.6 公司债	≤15	获证监会批准	偿还贷款，补充流动资金

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

对上游产业链的议价优势：在当前的买方市场下，海外融资困难，导致组件付款条件苛刻，账期不断拉长，系统集成商的部分资金压力变相转移给中游组件企业。

国内银行的支持：目前国开行及商业银行均比较看好光伏电站的海外投资回报，会给予较高的信贷额度，或开展内保外贷的业务。

产业优势

公司目前站在全产业链微笑曲线的顶端，具备薄膜组件产品线，并贴近本土的制造环节，议价能力强。可以降低采购成本，减少资金占用，甚至与国内大厂建立长期的战略合作。

融资-电站开发-贡献业绩-再融资，滚雪球式的快速增长到了业绩爆发期

根据已公告的信息，目前综艺股份意大利 44MW 将在第三季度内完工（其中 7MW 去年已实现并网销售）、美国新泽西 19MW 项目已开工，且在德国、东欧等国均有项目开工或储备。预计 2011 年海外电站项目实现销售超过 100MW，逼近全球一线系统集成商的规模，开始成为公司业绩快速成长的推动力。

根据此前分析，公司募资金额将接近 30 亿元，转向用于电站开发。据此现金储备，及市场开拓能力，预计 2012 年有能力开发并销售 300MW 左右的光伏系统，规模上进入全球前十。

预计未来公司业绩兑现，将支持其进行进一步融资。公司携资金、技术、市场、产业的全面优势，并依靠“融资-电站开发-贡献业绩-再融资”的滚动成长方式，迅速成长为全球光伏电站开发行业的龙头和整合者。

我们认为，全球光伏市场在经历了短期的挫折后，2013 年仍将回到快速成长的轨道。预计公司在 2015 年将能实现 1GW 量级的电站销售规模，市占率 2% 左右，同时累计持有的运营电站也将达到 1GW，这样规模的电站业务将能给公司贡献 4 元左右的 EPS。

其他业务稳步发展

光伏组件：参股子公司欧贝黎，虽然组件价格下跌，利润率承压，但今年的组件出货量可以超过 250MW，比 2010 年增长一倍，预期营收仍会维持比较平稳的增长。控股子公司综艺光伏的薄膜组件业务，具备设备投资的低成本优势，且 2 期双结技术投产后，有望进一步提升竞争力。

投资：持股 53.85% 的子公司江苏省高科技产业投资有限公司，有过洋河股份、红宝丽等 7 家成功上市的经验，子公司目前持有洋河股份 1.6% 的股权，初期投资仅 243 万元，账面浮盈超过 18 亿元。预计今后仍会有投资的企业成功上市，创投业务未来每年能够给公司贡献 0.1-0.2 元的 EPS。

信息产业：进行营业结构的调整，提升毛利。其中连邦软件转型已经初见成效；集成电路产业进展明显，兆日整合进神州龙芯，上半年盈利有比较高的增长。超导滤波产品的成功推广，也可能为公司业务带来惊喜。

业绩预测

公司是光伏海外电站建设的龙头，从今年起进入业绩爆发期：1）光伏组件价格进入快速下降通道，电站开发商成为最大受益者；2）在全球金融紧缩环境里，光伏行业

保持快速增长，拥有金融和产业优势的中国企业将进入并整合电站开发环节；3）公司借助强大的融资平台募集了巨额资金，借助自身的技术和市场平台整合项目资源，成为国内发展最快的光伏电站开发企业之一；4）其“融资-电站开发-贡献业绩-再融资”的商业模式开始进入收获期。公司今明 2 年业绩 0.81、1.42 元，建议买入。

风险提示

电站的投资建设与转卖结算周期在 3 个月至 1 年不等，开发规模可能会低于预期。

电站收益每个项目均不一样，平均的净收益可能低于预期。

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2098	5608	6579	9452	营业收入	911	3702	6516	10242	营业成本	791	2704	4755	7678	营业税金及附加	3	11	19	30
现金	1146	3496	3158	4164	营业费用	10	14	16	21	管理费用	95	124	133	173	财务费用	36	20	86	82
应收账款	281	672	1252	2054	资产减值损失	69	14	15	20	公允价值变动	0	0	0	0	投资净收益	618	142	185	240
其他应收款	29	268	374	541	营业利润	525	958	1675	2478	营业外收入	56	23	29	33	营业外支出	0	1	0	0
预付账款	392	392	392	392	利润总额	581	981	1704	2511	所得税	129	206	358	553	净利润	452	775	1346	1959
存货	250	772	1391	2281	少数股东损益	179	118	204	301	归属母公司净	272	657	1142	1658	EBITDA	606	1018	1838	2660
其他流动资产	1	8	12	20	EPS (元)	0.41	0.81	1.42	2.06	主要财务比率					会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
非流动资产	2781	3249	4174	4066	成长能力					营业收入	76.4%	306.5	76.0%	57.2%	营业利润	1017.7	82.4%	74.9%	47.9%
长期投资	268	268	268	268	归属母公司净	724.7%	141.4	73.8%	45.2%	获利能力					毛利率(%)	13.1%	27.0%	27.0%	25.0%
固定资产	623	1125	2070	1980	净利率(%)					ROE(%)	13.3%	16.0%	21.7%	24.0%	ROIC(%)	32.8%	30.9%	33.1%	38.4%
无形资产	90	90	90	90	总资产周转率	0.26	0.54	0.66	0.84	偿债能力					资产负债率(%)	31.8%	37.8%	36.3%	34.8%
其他非流动资产	1800	1766	1747	1727	净负债比率(%)	48.57%	60.73	51.60	43.30	流动比率	2.41	4.78	3.81	3.73	速动比率	2.11	4.08	2.95	2.78
资产总计	4879	8856	10753	13518	营运能力					应收账款周转	5	7	6	6	应付账款周转	4.02	7.23	5.96	5.77
流动负债	869	1174	1725	2531	每股指标 (元)					每股收益(最新	0.34	0.81	1.42	2.06	每股经营现金	-0.10	-0.01	0.68	0.98
短期借款	489	270	249	274	每股净资产(最	2.55	5.10	6.52	8.57	估值比率					P/E	63.66	26.37	15.18	10.45
应付账款	169	579	1017	1643	P/B	8.44	4.21	3.30	2.51	EV/EBITDA	13	8	4	3					
其他流动负债	210	325	459	614															
非流动负债	685	2178	2178	2178															
长期借款	265	1765	1765	1765															
其他非流动负	420	413	413	413															
负债合计	1553	3352	3903	4709															
少数股东权益	1273	1391	1595	1896															
股本	667	806	806	806															
资本公积	868	2132	2132	2132															
留存收益	518	1175	2317	3975															
归属母公司股	2053	4114	5255	6913															
负债和股东权	4879	8856	10753	13518															

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	经营活动现金	-78	-10	545	792
净利润	452	775	1346	1959	折旧摊销	45	41	76	100
折旧摊销	45	41	76	100	财务费用	36	20	86	82
财务费用	36	20	86	82	投资损失	-618	-142	-185	-240
投资损失	-618	-142	-185	-240	营运资金变动	-58	-768	-892	-1289
营运资金变动	-58	-768	-892	-1289	其他经营现金	66	65	114	181
其他经营现金	66	65	114	181	投资活动现金	-205	-327	-816	240
投资活动现金	-205	-327	-816	240	资本支出	511	500	1000	0
资本支出	511	500	1000	0	长期投资	461	-7	1	1
长期投资	461	-7	1	1	其他投资现金	768	166	185	240
其他投资现金	768	166	185	240	筹资活动现金	727	2687	-68	-25
筹资活动现金	727	2687	-68	-25	短期借款	249	-219	-21	25
短期借款	249	-219	-21	25	长期借款	265	1500	0	0
长期借款	265	1500	0	0	普通股增加	222	140	0	0
普通股增加	222	140	0	0	资本公积增加	350	1264	0	0
资本公积增加	350	1264	0	0	其他筹资现金	-360	2	-46	-50
其他筹资现金	-360	2	-46	-50	现金净增加额	440	2351	-339	1007
现金净增加额	440	2351	-339	1007					

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