

2010-10-21

石油、化学、塑胶、塑料/塑料

公司研究 / 深度研究

佛塑股份 (000973)

## 膜王归来

增持/ 首次评级

股价: RMB17.51

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

分析师

李辉

SAC 执业证书编号:S1000210070026

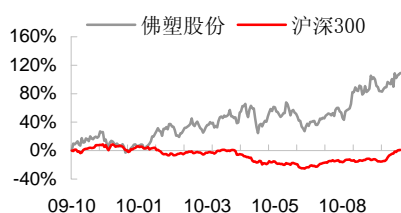
+755-82364424 lihuijs@lhqz.com

## 相关研究

## 基础数据

|               |         |
|---------------|---------|
| 总股本(百万股)      | 612.55  |
| 流通 A 股(百万股)   | 515.00  |
| 流通 B 股(百万股)   | 0.00    |
| 可转债(百万元)      | N/A     |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9017.67 |

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- **薄膜行业龙头, 技术优势突出。**佛塑股份是国内薄膜行业的龙头, 薄膜拉伸技术和持续研发能力均属于国内领先水平。我们认为, 随着产品结构调整, 公司业绩具有极大的提升空间, 未来发展前景广阔。
- **战略转型, 业绩提升空间大。**过去的佛塑股份, 大而不强。亏损的传统业务占比过, 导致公司的技术优势未能带来业绩提升。广新集团入主、厂房搬迁及洋垃圾等外部事件提供了公司转型的外部契机, 技术优势提供了公司转型的内在条件。从公司新产品产能规划和近期一系列公告可以看出, 公司正逐渐转型为一家新材料公司, 业绩和估值都有较大的提升空间。
- **隔膜、偏光片龙头, 空间广阔。**锂电池隔膜生产难点在于造孔的工程技术及基体材料, 对薄膜拉伸技术和设备要求极高。技术和设备均受到国外公司的严密封锁, 新进入者, 完全掌握工艺及设备, 预计将需要 3-5 年时间。锂电池行业快速发展的推动下, 隔膜行业高盈利能力将能维持。3D 电影日渐成为电影行业未来发展趋势, 将带动 3D 眼镜的需求。公司是国内少数能够生产偏光片的公司, 将受益于行业未来的快速发展。
- **传统业务有望底部复苏。**传统 BOPP 薄膜主要用于食品包装, 需求增长确定。目前主要受前期新增产能投产的影响, 全行业亏损。未来 2-3 年过剩产能将逐渐消化, 盈利有望底部复苏。
- **旧城改造, 房地产项目提供安全边际。**根据佛山市的旧城改造计划, 公司在禅城区的厂区 621 亩土地均在改造之列。考虑搬迁及人员安置成本, 我们估算公司房地产项目 NAV 估值约 32.85 亿元, 对应每股 5.4 元。
- **估值合理, 成长明确, 增持评级。**不考虑房地产业务贡献, 公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元和 0.48 元, 对应今年 47.8 倍, 2011 年 36.2 倍和 2012 年 24.9 倍。考虑到隔膜的高盈利能力, 估值相对合理。公司未来成长明确, PVDF 等新产品未来也有望贡献利润, 业绩存在上调的可能, 首次给予增持评级。
- **风险提示。**佛山地产价格下跌的风险和新产能投产进度低于预期的风险。

| 经营预测与估值       | 2009A  | 20101-3Q | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 3699.1 | 2699.0   | 3672.0 | 3891.0 | 4357.3 |
| (+/-%)        | -14.0  | -5.9     | -0.7   | 6.0    | 12.0   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 6.3    | 112.6    | 153.8  | 203.1  | 292.4  |
| (+/-%)        | 103.2  | 841.9    | 2347.0 | 32.1   | 44.0   |
| EPS(元)        | 0.01   | 0.18     | 0.25   | 0.33   | 0.48   |
| P/E(倍)        | 1706.8 | 95.2     | 69.3   | 52.5   | 36.5   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 凤凰涅槃，膜王归来.....         | 3  |
| 大而不强，膜王期待转型 .....      | 3  |
| 产品两极分化严重，亟待结构调整.....   | 4  |
| 凤凰涅槃，膜王归来 .....        | 4  |
| 强大研发能力满足转型需要 .....     | 5  |
| 广新集团入主，膜王转型可期 .....    | 6  |
| 技术领先，新产品众多 .....       | 6  |
| 锂电池隔膜龙头，期待动力电池的突破..... | 6  |
| 偏光片：集中 3D 眼镜细分市场 ..... | 8  |
| 传统薄膜业务底部复苏 .....       | 9  |
| 产能跳跃式扩张，周期性显著 .....    | 10 |
| 行业底部复苏 .....           | 11 |
| 旧城改造，土地价值重估 .....      | 11 |
| 盈利预测及投资建议.....         | 11 |
| 风险提示： .....            | 12 |

佛塑股份是国内薄膜行业的龙头，薄膜拉伸技术和持续研发能力均属于国内领先水平，尤其在偏光片、锂电池隔膜、透气膜等产品上具有明显的竞争优势。广新集团入主之后，确定了公司“一主两副”的发展战略，调整产品结构发展高附加值产品。我们认为，在薄膜拉伸核心技术支持下，管理水平提升之后公司业绩具有极大的提升空间，未来发展前景广阔。

与市场普遍看法有区别的是，锂电池隔膜业务是公司未来发展的重点之一，但仅靠单一产品，并不足以支持佛塑股份这样的大型企业的长期发展。我们认为，公司在薄膜领域的持续研发能力以及广新集团入主之后带来的战略和管理水平提升，才是公司投资价值的核心所在。

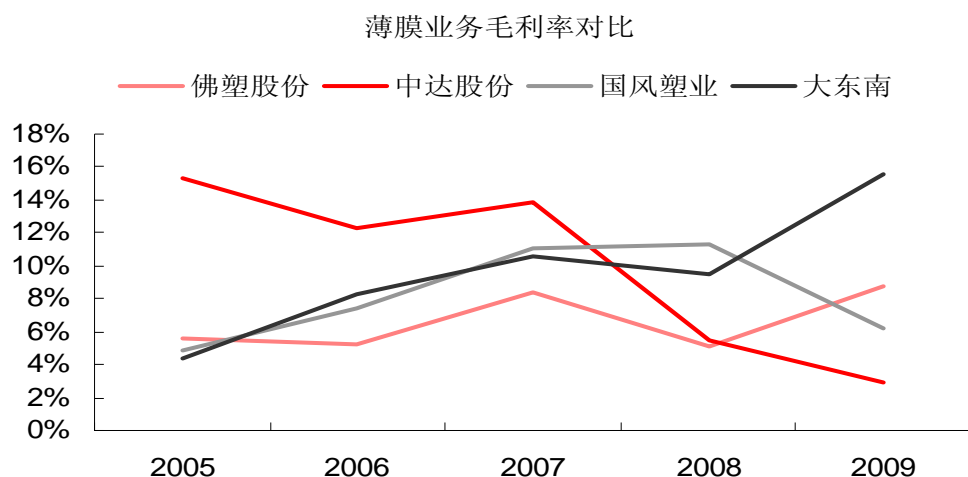
## 凤凰涅槃，膜王归来

### 大而不强，膜王期待转型

佛塑股份是中国最大的薄膜加工生产基地，92年以来公司多项经济指标均名列国内同行业第一。公司主要产品 BOPP、BOPET、BOPA 薄膜产品的生产规模领先于国内同行。根据广东省塑料工程技术研究开发中心的统计数据，佛塑股份现有的主要产品中，BOPA 薄膜的国内市场占有率约 50%；BOPP 薄膜占全国总销量的 12%左右、BOPET 薄膜占全国总销量的 24%（第二位的竞争对手约占 5%）、PVC 压延薄膜占全国总销量的 8.7%（第二位的竞争伙伴约占 1~2%）、复合编织制品占全国总销量的 17%。

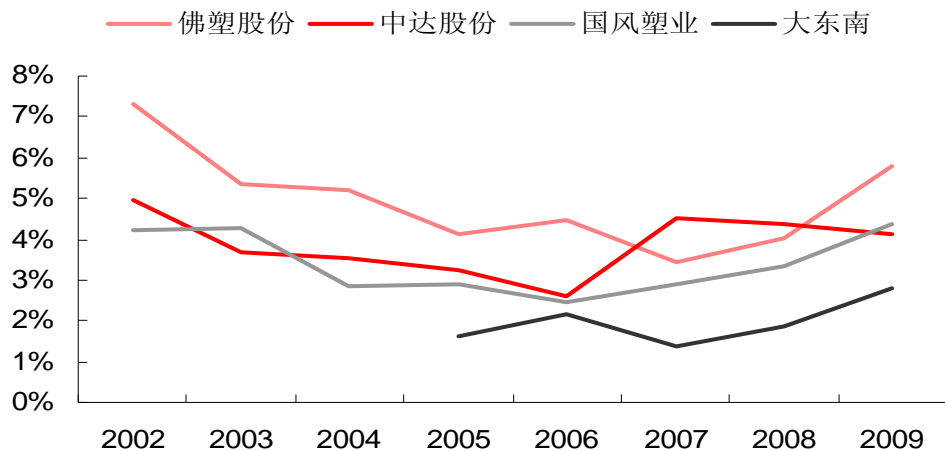
虽然身为中国薄膜行业龙头，佛塑股份却是大而不强。05 年至今，公司的净资产收益率低于 1%。主要原因在于：1、传统薄膜产品进入门槛不高，产能过剩。国企的历史包袱较重，设备老化，人员负担重。2、公司虽有部分高附加值产品如隔膜、偏光片等，但传统产品的亏损拖累了整体业绩。

图 1、佛塑股份薄膜业务盈利低于行业水平



资料来源：wind、华泰联合证券研究

图 2、佛塑股份管理费用率明显偏高

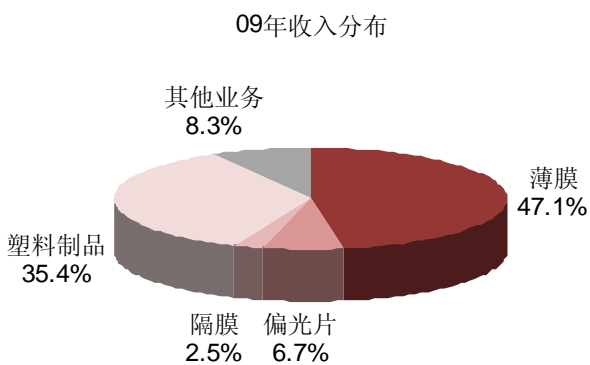


资料来源: wind, 华泰联合证券研究

### 产品两极分化严重, 亟待结构调整

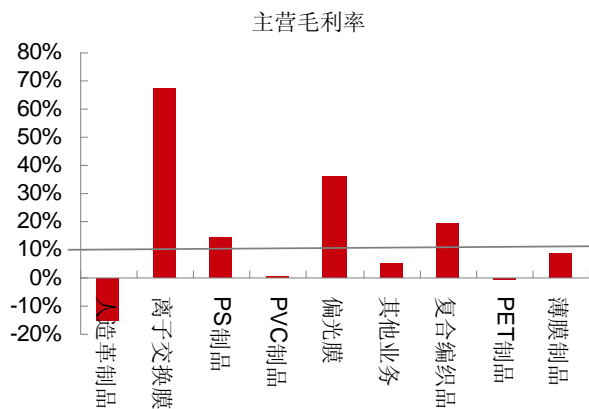
佛塑股份产品目前以传统的塑料薄膜制品为主, 占比超过 80%。传统产品受产能过剩的影响, 盈利能力较差, 导致公司业绩持续下滑, 近 4 年均处于亏损或微利的状态。而偏光片、隔膜等高附加值产品, 盈利能力很强, 但目前收入占比较低。

图 3、佛塑股份 09 年收入占比



资料来源: wind, 华泰联合证券研究

图 4、09 年主要产品盈利能力



资料来源: wind, 华泰联合证券研究

### 凤凰涅槃, 膜王归来

近 5 年薄膜行业的不景气, 终于迫使佛塑股份开始艰难的转型。广新集团入主, 旧城改造、厂房搬迁提供了转型的外部契机, 强大的研发实力和已经量产的高附加值产品, 为公司转型提供了内在支持。我们认为, 佛塑股份大力发展高端产品的同时, 传统业务的收缩有利于减少亏损, 未来业绩改善趋势明确。

### 强大研发能力满足转型需要

佛塑股份不仅是国家科技部认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”，同时还是广东 50 强中唯一的战略类新材料公司。公司拥有全国唯一的薄膜新材料研制生产试验线，将技术与产业有效结合，因此能够持续研发出新产品。从 BOPA、透气膜，再到偏光片、锂电池隔膜，公司都是国内同行中率先开始研发最早实现产业化，充分证明公司的持续研发能力。广新集团收购佛塑股份，杜邦、帝人、英威达、亚洲化学等国际巨头纷纷与佛塑股份开展合作，充分说明佛塑股份的技术已经获得国内外同行的普遍认可。

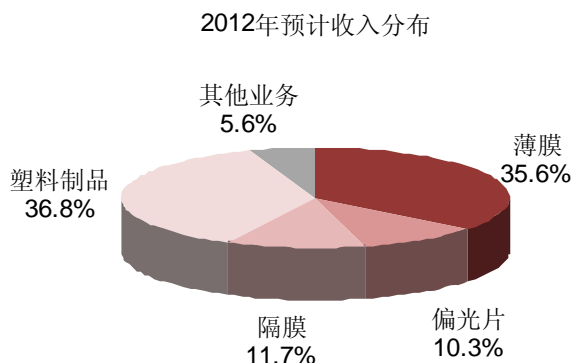
**表 1、佛塑股份 2000 年以来的部分研发成果**

| 项目                                       | 备注                |
|--|-------------------|
| 平衡型同步双向拉伸尼龙薄膜项目                          | 重点国家级火炬计划项目       |
| 华韩透气膜                                    | 韩企合资，国内最早研发生产     |
| 聚合物/无机物纳米复合材料一半硬质 PVC 片材<br>与硬质 PVC 管材管件 | 2002 年广东省重大科技招标项目 |
| 香烟包装用高光泽耐磨聚丙烯薄膜                          | 国家级重点新产品计划        |
| 复合塑料编织人蔘农用棚膜                             | 国家级重点新产品计划        |
| 大口径非开挖聚乙烯塑料合金管道                          | 2004 年国家级重点新产品    |
| 电子辐射交联聚乙烯管                               | 国家级重点新产品          |
| 农用保温被产业化开发                               | 国家星火计划            |
| 高档超高透明压延薄膜、加压透明压延薄膜合半<br>硬质片材            | 广东省国际合作计划         |
| 高性能辐照高分子材料系列产品                           | 2004 年广东省科技计划     |
| 偏光片                                      | 与亚洲化学合资           |
| 锂离子电池隔膜                                  | 与比亚迪合资，自行研发       |

数据来源：公司网站，华泰联合证券研究所整理

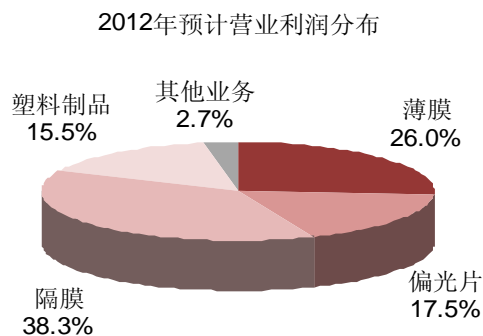
随着 2011 年公司隔膜和偏光片新产能投产后，我们预计公司的收入和利润结构将发生巨大变化。从公司中报及近期一系列公告可以看出，依靠技术优势坚定发展高附加值薄膜产品已经成为公司的未来发展战略。

图 5、佛塑股份 2012 年预计收入占比



资料来源：华泰联合证券研究

图 6、佛塑股份 2012 年预计利润占比



资料来源：华泰联合证券研究

### 广新集团入主，膜王转型可期

广新集团入主后，公司确定了“调结构、强管理、强创新”的整体工作思路。管理方面，公司将健全组织结构、实施事业部管理，强化财务管理和监察审计、整合物流供应链资源；产品结构方面，公司将拓展高技术高附加值产品、利用厂房搬迁的机会，关闭淘汰落后产能及亏损企业、改造低效生产线等。种种措施，有助于提高传统业务的盈利能力，降低亏损。

央视曝光佛塑股份下属的鸿华聚酯切片公司违规使用国外塑料再生料生产一次性发泡餐具。事件发生后，相关生产车间已经被佛山市质监局查封。我们认为，该事件给予佛塑股份壮士断腕的决心，必将加速佛塑股份彻底退出低档产品生产，向新能源、新材料等高科技、高附加值产品发展的进程。

近期公司公告，正式进军太阳能电池 PVDF 背光膜领域、投资建设多功能双向拉伸薄膜试验线、上海硅酸盐研究所合作开发智能节能贴膜，战略转型的步伐明显加快。而且所投项目，均符合政策发展方向，未来市场前景广阔。

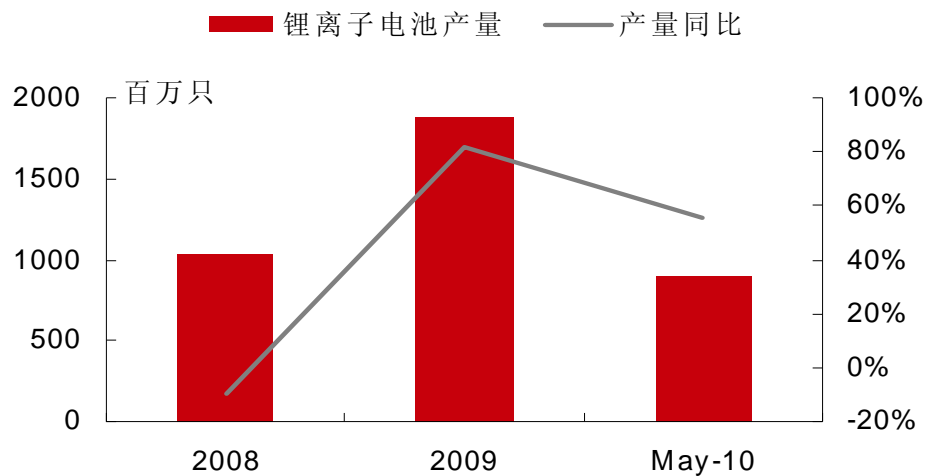
### 技术领先，新产品众多

#### 锂电池隔膜龙头，期待动力电池的突破

受益于消费类电子的蓬勃发展，全球锂离子电池的需求量快速增长，中国锂电池产量保持 30%以上的高速增长。



图 7、国内锂离子电池产量快速增长



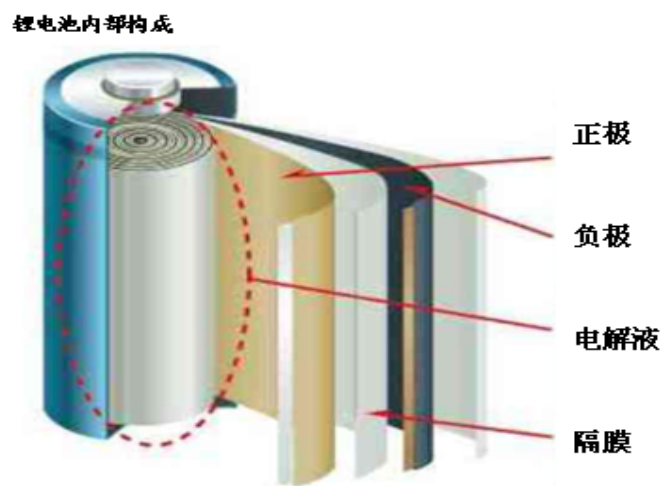
资料来源: wind、华泰联合证券研究

在锂离子电池的结构中，隔膜是关键内层组件之一，占锂离子电池成本的 20% 左右。隔膜采用塑料薄膜制成，用于隔离电池正负极以防止出现短路，同时保证锂离子通过实现充放电；在电池过热时，通过闭孔功能阻隔电流传导保障电池安全性。

**技术壁垒高，国内严重依赖进口。**锂电池隔膜生产难点在于造孔的工程技术及基体材料，对薄膜拉伸技术和设备要求极高。传统薄膜设备，国内严重依赖进口，而锂电池隔膜无论技术还是设备，均受到国外公司的严密封锁，国内企业只能自行研发摸索。新进入者，完全掌握工艺及设备，预计将需要 3-5 年时间，因此技术门槛极高。

目前国内仅佛塑股份、格瑞恩和星源材质能够稳定生产，预计进口依存度在 70%-80%。国外技术也掌握在少数几家手中，形成明显的寡头垄断格局。

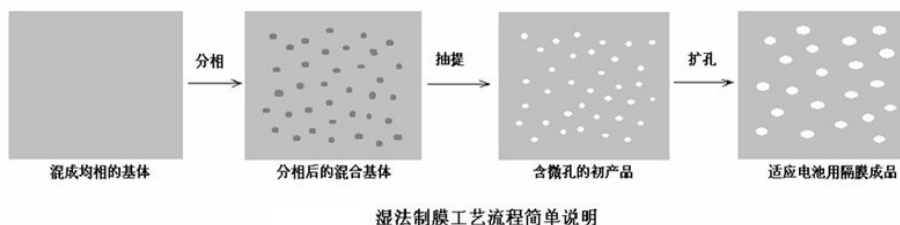
图 8、锂电池内部构成



资料来源: 华泰联合证券研究

产能快速扩张，细分市场优势明显。09 年公司隔膜产品毛利率高达 67%，产能 1200 万平米/年。二期计划新增 4500 万平米/年，预计将于 2011 年下半年投产。以 09 年金辉高科公司的盈利推算，4500 万平米新产能投产后，预计将贡献业绩 0.15 元 EPS。

图 9、湿法隔膜工艺原理图



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究

隔膜国内主要竞争对手，如星源材质和格瑞恩，主要是干法工艺，所产隔膜较厚，更适用于动力电池隔膜。手机电池领域，对便携性要求较高，佛塑股份湿法工艺隔膜更适用，因此在该领域有明显竞争优势。日本进口产品性能较好，但是价格较高，20 微米隔膜售价在 15 元/平米左右，而公司产品仅 8-9 元/平米，性价比突出。国内目前手机电池用隔膜年消费量约 1-1.5 亿平米/年，公司 08 年开始量产供货之后，市场占有率逐步提升但总体占比仍然很低，未来提升空间较大。

**研发能力强，隔膜产品升级可期。**根据下游客户的反馈，公司目前正在研制笔记本用隔膜，预计将于 2010 年年底投放市场。笔记本电池用隔膜比手机电池隔膜性能要求和售价都更高。公司成功量产笔记本电池隔膜，意味着下游市场有接近一倍的增长。市场所关注的汽车动力电池用隔膜，公司也在积极进行研发，如果取得突破，产品的未来市场空间将再有数倍的增长。

凭借成熟的生产设备和隔膜行业的经验积累，我们认为佛塑股份是上市公司中最有希望率先实现动力电池隔膜国产化的公司。

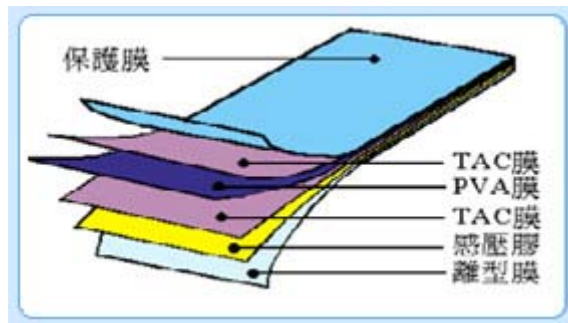
#### 偏光片：集中 3D 眼镜细分市场

偏光片是液晶显示器的关键零组件之一，同时还是薄膜晶体管液晶显示面板中技术含量较高的零组件材料。液晶显示器的成像必须依靠偏振光，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。

偏光片制造过程中运用精密机械、光学、高分子和化工等多门类技术，需掌握光学技术、化学药品技术、薄膜技术及积累生产运行经验，才能满足 LCD 厂家要求。初期建设投资费较大，更重要的是占偏光片生产成本约五成左右的三醋酸纤维素（TAC）膜及关键基材聚乙烯醇膜，垄断程度高，直接影响偏光片产业的发展，限制了国内外偏光片生产厂家的发展。



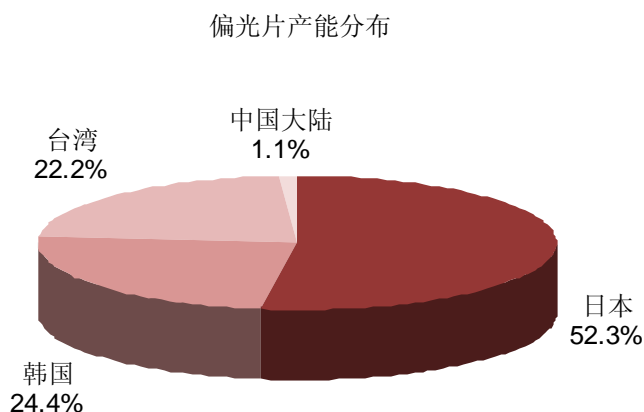
图 10、偏光片内部构成



资料来源：公司网站、华泰联合证券研究

国内厂家主要供应窄幅小尺寸的 TN 偏光片、STN 偏光片，用于相对低阶的产品，如计算器、手表、手机等，还不能供应 TFT 液晶屏所需的偏光片，主要生产厂家为深纺乐凯、温州侨业、佛塑股份旗下的纬达光电。

图 11、偏光片产能集中于日韩



资料来源：液晶分会年鉴、华泰联合证券研究

虽然产品定位中低端，但佛塑股份凭借性价比的优势，依然在 3D 眼镜偏光片市场占据了 80%-90% 的市场份额。3D 电影日渐成为电影行业未来发展趋势，将带动 3D 眼镜的需求。公司现有产能 120 万平米/年，二期计划新增 80 万平米/年产能，预计将于 2011 年投产。

## 传统薄膜业务底部复苏

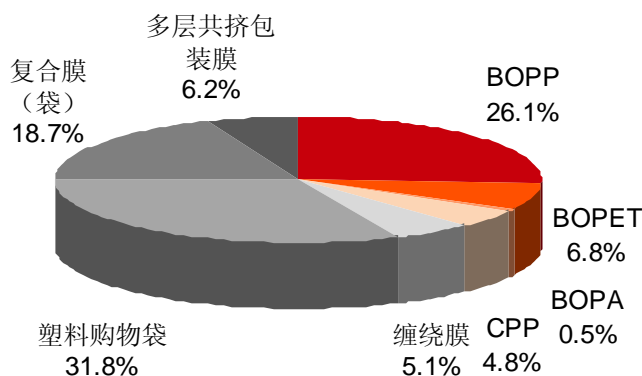
中国塑料薄膜的产量约占塑料制品总产量的 20%，是塑料制品中产量增长最快的类别之一。从中国塑料薄膜的应用领域看，用量最大、品种最多、应用最广的是包装工业，其消费约占 2/3，其次是农业约占 30%。

### 产能跳跃式扩张，周期性显著

下游食品包装等需求快速增长，因此近几年国内 BOPP 消费量保持 20%左右的年均复合增长。由于国内人均 PP 薄膜消费量仅为 9 公斤，与世界人均消费量 17 公斤仍有较大差距，因此市场需求仍有较大增长空间。

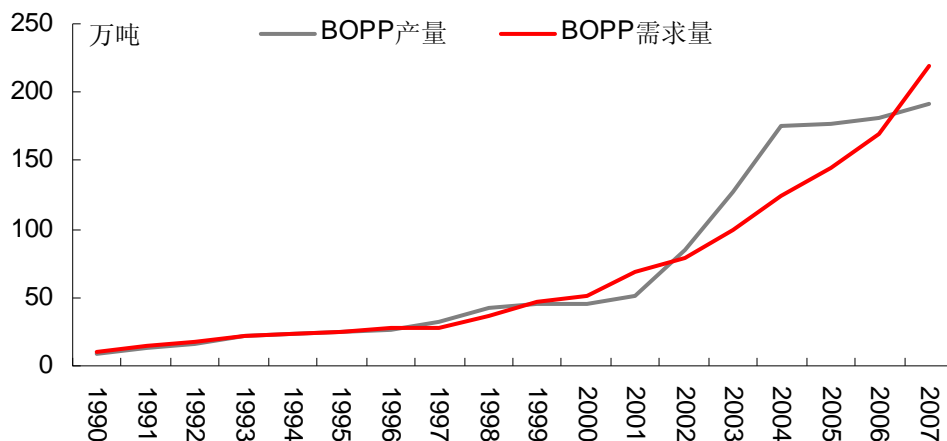
BOPP 行业进入壁垒较低，主要是规模效应形成的资金壁垒，周期性异常显著。BOPP 拉伸的核心技术主要体现在设备上，薄膜设备被日本、德国和法国的几家公司垄断。每隔 4-5 年，设备升级换代导致国内厂商大规模引进新设备，造成短期产能快速增长，供给过剩，行业盈利下滑，行业周期性非常显著。

图 12、塑料软包装膜以 BOPP 为主



资料来源：中国塑料加工工业协会、华泰联合证券研究

图 13、BOPP 产销量快速增长，周期性显著



资料来源：大东南招股说明书、华泰联合证券研究

### 行业底部复苏

07 年和 08 年的 BOPP 行业的景气推动产能扩张，BOPP 国内产能从 220 万吨/年迅速增至目前约 300 万吨/年，供求失衡导致行业盈利处于近年来低谷。行业协会估计，对于规模以上 BOPP 企业，吨加工费 1700 元是企业的盈亏平衡线。而根据我们测算，目前吨加工费仅为 1500 元，全行业处于亏损之中。

BOPP 下游主要应用于食品包装等消费领域，因为需求一直保持 20%左右的稳定增长。未来 1-2 年，产能过剩情况将逐渐缓解，BOPP 行业处于逐渐复苏阶段，公司传统薄膜业务盈利能力有望回升。

### 旧城改造，土地价值重估

根据佛山市的旧城改造计划，公司在佛山市禅城区的老厂区均在改造之列，共 621 亩土地。其中，已经公告的轻工三路 9、11 号及汾江北路 82 号地块，共计 155.55 亩，计划建筑面积分别为 18.6 和 20.6 万平米。据了解，禅城区二手房均价约 7000 元/平米，新房均价在 1 万元以上。

**表 2、房地产业务估值核心假设**

| 地块            | 土地成本 | 建安成本 | 售价    | 三项费用率 | 贴现率 | 土地增值税率上限 | 所得税率 |
|---------------|------|------|-------|-------|-----|----------|------|
| 轻工三路 9 号、11 号 | 1650 | 3500 | 11100 | 7%    | 9%  | 5%       | 25%  |
| 汾江北路 82 号     | 1450 | 3500 | 12700 | 7%    | 9%  | 5%       | 25%  |

数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

注：土地成本中包含拆迁及职工安置成本

在上述假设下，我们测得公司三块土地的 NAV 估值为 9.34 亿。公司在禅城区共有 13 宗土地约 621.06 亩，以此推算，NAV 估值约 32.85 亿元，对应每股 5.4 元。

### 盈利预测及投资建议

根据我们测算，不考虑房地产业务贡献，公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元和 0.48 元。房地产业务，根据我们测算，NAV 估值 32.85 亿，对应 5.4 元/股。

**表 3、可比公司估值**

|             | PE     |       |       |       | PB   |
|-------------|--------|-------|-------|-------|------|
|             | 2009   | 2010  | 2011  | 2012  |      |
| 隔膜可比公司对比    |        |       |       |       |      |
| 大东南         | 62.2   | 54.88 | 46.65 | 0     | 2.91 |
| 沧州明珠        | 30.75  | 25.18 | 20.63 | 18.42 | 5.35 |
| 锂电池材料可比公司对比 |        |       |       |       |      |
| 当升科技        | 100.32 | 59.96 | 35.47 | 24.69 | 4.89 |
| 江苏国泰        | 55.31  | 42.07 | 32.55 | 25.52 | 9.85 |
| 新宙邦         | 73.38  | 48.92 | 36.8  | 27.79 | 4.7  |
| 杉杉股份        | 90.63  | 26.47 | 21.98 | 17.23 | 2.87 |
| 佛塑股份        | 1587   | 63.48 | 48.1  | 33.06 | 8.1  |

数据来源: WIND、华泰联合证券研究所

当前股价 17.35 元, 扣除房地产业务价值, 对应今年 47.8 倍, 2011 年 36.2 倍和 2012 年 24.9 倍。考虑到隔膜的高盈利能力, 在锂电池行业可比公司中, 公司估值相对合理。

公司未来快速增长明确, PVDF 薄膜等新产品未来也有望贡献利润, 业绩存在继续上调的可能, 首次给予增持评级。

### 风险提示:

- 1、国内经济二次探底, 下游需求萎缩, 行业竞争加剧。
- 2、宏观调控力度加大, 佛山地产价格下跌, 导致地产项目估值低于预期。
- 3、新增产能投产进度低于预期。

**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  |
| <b>流动资产</b>    | 1737 | 2503  | 2950  | 3569  | <b>营业收入</b>    | 3699    | 3672    | 3891   | 4357   |
| 现金             | 483  | 1169  | 1564  | 2054  | 营业成本           | 3278    | 3146    | 3232   | 3474   |
| 应收账款           | 319  | 328   | 347   | 389   | 营业税金及附加        | 7       | 6       | 6      | 7      |
| 其他应收款          | 23   | 26    | 27    | 31    | 营业费用           | 69      | 70      | 74     | 83     |
| 预付账款           | 228  | 110   | 113   | 122   | 管理费用           | 215     | 191     | 202    | 227    |
| 存货             | 525  | 724   | 743   | 799   | 财务费用           | 122     | 111     | 114    | 120    |
| 其他流动资产         | 159  | 147   | 156   | 174   | 资产减值损失         | 17      | 12      | 14     | 16     |
| <b>非流动资产</b>   | 2452 | 2295  | 2137  | 1979  | 公允价值变动收益       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 长期投资           | 483  | 483   | 483   | 483   | 投资净收益          | 62      | 110     | 80     | 70     |
| 固定资产           | 1723 | 1580  | 1433  | 1285  | <b>营业利润</b>    | 53      | 247     | 329    | 502    |
| 无形资产           | 225  | 217   | 209   | 200   | 营业外收入          | 7       | 18      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产        | 21   | 15    | 12    | 10    | 营业外支出          | 1       | 8       | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 4189 | 4798  | 5087  | 5547  | <b>利润总额</b>    | 59      | 257     | 329    | 502    |
| <b>流动负债</b>    | 2604 | 2654  | 2630  | 2693  | 所得税            | 21      | 39      | 49     | 75     |
| 短期借款           | 1503 | 1503  | 1503  | 1503  | <b>净利润</b>     | 38      | 219     | 280    | 426    |
| 应付账款           | 588  | 535   | 549   | 591   | 少数股东损益         | 31      | 65      | 77     | 134    |
| 其他流动负债         | 513  | 617   | 578   | 600   | 归属母公司净利润       | 6       | 154     | 203    | 292    |
| <b>非流动负债</b>   | 170  | 509   | 543   | 513   | EBITDA         | 343     | 516     | 601    | 779    |
| 长期借款           | 133  | 233   | 283   | 483   | EPS (元)        | 0.01    | 0.25    | 0.33   | 0.48   |
| 其他非流动负债        | 37   | 276   | 260   | 30    |                |         |         |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 2774 | 3163  | 3173  | 3207  | <b>主要财务比率</b>  |         |         |        |        |
| 少数股东权益         | 269  | 334   | 411   | 545   | 会计年度           | 2009    | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
| 股本             | 613  | 613   | 613   | 613   | <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |
| 资本公积           | 616  | 616   | 616   | 616   | 营业收入           | -14.0%  | -0.7%   | 6.0%   | 12.0%  |
| 留存收益           | -82  | 72    | 275   | 568   | 营业利润           | -73.4%  | 366.5%  | 33.2%  | 52.2%  |
| 归属母公司股东权益      | 1146 | 1300  | 1503  | 1796  | 归属于母公司净利润      | -96.8%  | 2347.0% | 32.1%  | 44.0%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 4189 | 4798  | 5087  | 5547  | <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)         | 11.4%   | 14.3%   | 16.9%  | 20.3%  |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)         | 0.2%    | 4.2%    | 5.2%   | 6.7%   |
|                |      |       |       |       | ROE(%)         | 0.5%    | 11.8%   | 13.5%  | 16.3%  |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)        | 5.2%    | 17.0%   | 21.9%  | 28.4%  |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)       | 66.2%   | 65.9%   | 62.4%  | 57.8%  |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)       | 60.79%  | 56.46%  | 57.86% | 63.49% |
|                |      |       |       |       | 流动比率           | 0.67    | 0.94    | 1.12   | 1.32   |
|                |      |       |       |       | 速动比率           | 0.47    | 0.67    | 0.84   | 1.03   |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率         | 0.88    | 0.82    | 0.79   | 0.82   |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率        | 9       | 9       | 10     | 10     |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率        | 6.10    | 5.60    | 5.96   | 6.09   |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)     | 0.01    | 0.25    | 0.33   | 0.48   |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.51    | 0.96    | 0.62   | 0.56   |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)    | 1.87    | 2.12    | 2.45   | 2.93   |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |
|                |      |       |       |       | P/E            | 1696.12 | 69.32   | 52.49  | 36.45  |
|                |      |       |       |       | P/B            | 9.30    | 8.20    | 7.09   | 5.94   |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA      | 34      | 23      | 19     | 15     |

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 2010 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@lhq.com

#### 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@lhq.com