安信证券
ESSENCE SECURITIES

询价定价报告

公司新股分析/证券研究报告　　金磊股份(002624)

钙镁系耐火材料的领先企业

新股分析报告

建议询价区间:
10.10 － 11.60 元
上市首日定价区间:
13.60 － 15.60 元

报告日期: **2011-10-11**

报告关键点:

- 洁净钢产业带动炉外精炼用耐材市场发展
- 公司竞争优势突出
- 建议询价区间为10.1—11.6元

报告摘要:

- **公司简介:** 公司是同行业中唯一一家专注于镁钙系耐火材料生产且具有规模和技术优势的领先企业，产品主要有镁钙系和碳复合等两大类炉外精炼用耐火材料。公司近三年净利润复合增长率为42.3%，拟公开发行2500万股。
- **洁净钢产业带动炉外精炼用耐材市场发展:** 炉外精炼用耐火材料的下游行业主要是不锈钢及其他特殊钢领域。虽然我国钢铁行业受宏观经济影响未来产量增速将有所放缓，但是不锈钢及其他特殊钢等洁净钢占比仍然较低。2010年，我国特殊钢产量占我国粗钢生产总量10%左右，而韩国、日本、德国等国家特殊钢产量占比普遍在20%。预计2011-2013年国内不锈钢及特钢市场规模年复合增长率约为15%。国家政策将加快钢铁行业的结构调整和产业升级，而炉外精炼用耐火材料将随着优质特殊钢需求的增长而不断扩大市场应用空间。
- **公司竞争优势突出:** 公司作为浙江省高新技术企业，专业从事炉外精炼用耐火材料新技术、新工艺的研发、推广，具有较强的工艺研究开发及技术创新能力。公司拥有2项发明专利、8项实用新型专利和4项外观设计专利，另有4项发明专利正在审核中。公司可根据客户的不同需求，分别研制出含钙量为20%-45%的系列烧成镁碳砖、含碳量为5%-14%的系列镁碳砖，具有较强炉外精炼用耐火材料整体配套能力。公司靠近镁钙系耐火材料主要原材料白云石产地，有助于降低生产成本及进一步产业链整合。
- **盈利预测:** 我们预测公司2010、2011和2012年摊薄后的每股收益分别为0.68元、0.92元和1.17元。给予公司20-22倍PE，按照2010年摊薄EPS 0.51元，建议询价区间为10.1—11.6元。公司的合理价值区间为13.6—15.6元。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险；应收账款风险

发行数据

总股本(万股)	7,500
发行数量(万股)	2,500
网下发行(万股)	500
网上发行(万股)	2,000
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2011-10-17
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

陈连庆	45.00%
陈根财	22.50%
钱小妹	12.00%
卫松根	8.00%
姚锦海	7.50%
严金章	5.00%

刘军　首席行业分析师
021-68766167　liujun@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020010
谭志勇　行业分析师
021-68765172　tanzy2@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020017

报告联系人
贾鹏　021-68765906
jiapeng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	266.1	365.0	459.5	585.4	768.6
Growth(%)	*12.0%*	*37.1%*	*25.9%*	*27.4%*	*31.3%*
净利润	35.5	50.6	67.8	91.6	117.4
Growth(%)	*41.9%*	*42.8%*	*33.8%*	*35.2%*	*28.1%*
毛利率(%)	33.0%	35.5%	34.2%	35.1%	34.8%
净利润率(%)	13.3%	13.9%	14.7%	15.7%	15.3%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.68	0.92	1.17
每股净资产(元)	1.38	1.88	6.67	7.40	8.34
净资产收益率(%)	25.8%	26.9%	10.2%	12.4%	14.1%
ROIC(%)	49.7%	45.1%	33.3%	31.9%	28.2%

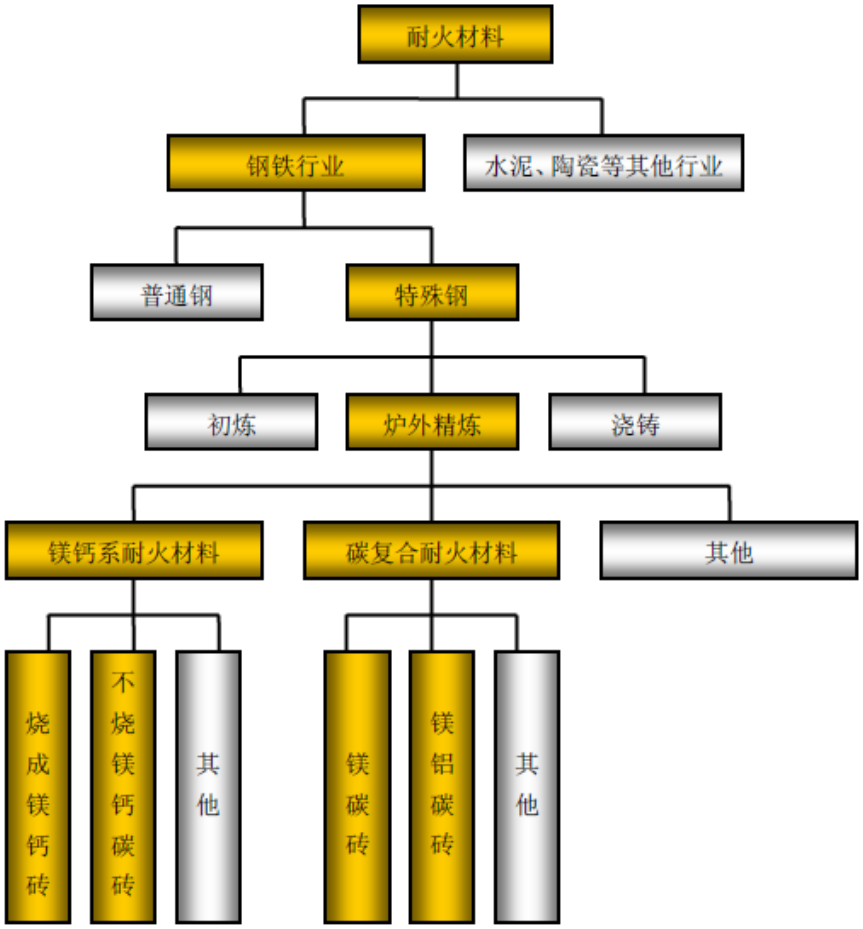
1. 公司简介

1.1. 基本情况

公司的主营业务为炉外精炼用耐火材料的研发、生产和销售，并承担耐火材料设计、安装、施工、维护等为一体的“全程在线”整体承包服务。产品主要有镁钙系和碳复合等两大类炉外精炼用耐火材料，作为不锈钢及其他特殊钢炉外精炼设备必需的内衬消耗性基础材料，具有显著的耐高温、抗渣、抗剥落、脱磷脱硫、净化钢液等性能。

目前公司具有镁钙系耐火砖12万吨，碳复合耐火砖1.7万吨的综合生产能力。2010年，公司实现年销售收入3.65亿元，净利润0.51亿元。公司是同行业中唯一一家专注于镁钙系耐火材料生产且具有规模和技术优势的领先企业，镁钙系耐火砖2010年市场占有率约为15%。公司的主要产品包括烧成镁钙砖、不烧镁钙碳砖、镁碳砖、镁铝碳砖四种，产品结构如下所示：

图1 公司主要产品及其应用领域



数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

AOD炉主要应用于不锈钢精炼，主要选用烧成镁钙砖作为内衬，目前无法由不烧镁钙碳砖或碳复合耐火材料替代；VOD炉主要应用于不锈钢精炼，目前通常主要选用镁钙系耐火材料作为内衬，也可选用碳复合耐火材料（低碳）作为内衬；LF炉、VD炉主要应用于其他特殊钢精炼，目前国内通常主要选用碳复合耐火材料作为内衬，也可以由不烧镁钙碳砖替代。

由于镁钙系耐火材料的生产对原材料、生产工艺要求较高，生产此种产品的企业数量较少。目前，我国主要的镁钙系耐火材料生产企业有青花集团、LWB、金磊股份、后英集团等。2008-2010年公司在国内镁钙系耐火材料市场占有率分别为10.39%、12.64%和14.82%，稳步上升趋势明显且后续弹性空间较大，具备较强规模优势。

表1 2007-2009年我国镁钙系耐火材料主要生产企业的市场销量占有率

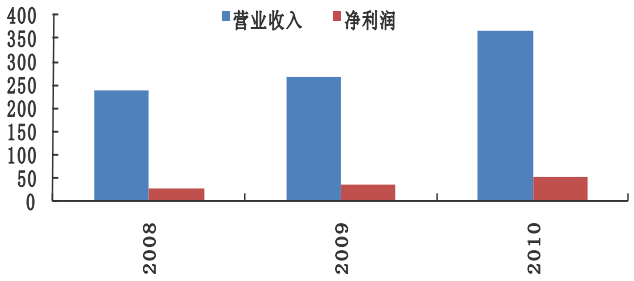
企业名称/年份	2007 年	2008 年	2009 年
青花集团	27%	28%	30%
LWB	13%	14%	14%
金磊股份	9%	10%	13%
后英集团	6%	7%	6%
其他	44%	42%	37%
合计	100%	100%	100%

数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

我国碳复合耐火材料生产企业数量众多，但能够生产高端碳复合耐火材料的企业较少。目前，我国主要的碳复合耐火材料生产企业有：青花集团、无锡黑崎苏嘉耐火材料有限公司、奥镁集团、江苏苏嘉集团新材料有限公司、濮耐股份、北京利尔、金磊股份、浙江湖州父子岭耐火集团有限公司、浙江自立股份有限公司等。近三年，公司的碳复合耐火材料的市场占有率分别为 1.15%、0.88%和 1.08%。

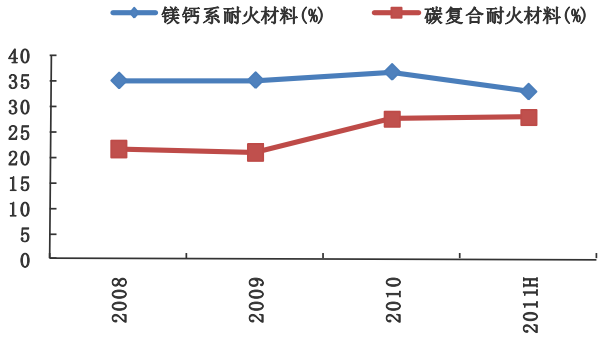
公司 2008 年，2009 年，2010 年营业收入分别为 2.38 亿元，2.66 亿元和 3.65 亿元。净利润分别为 0.25 亿元，0.35 亿元，0.51 亿元，复合增长率为 42.3%。

图 2 营业收入及净利润　百万元



数据来源：Wind　安信证券研究中心

图 3 产品毛利率

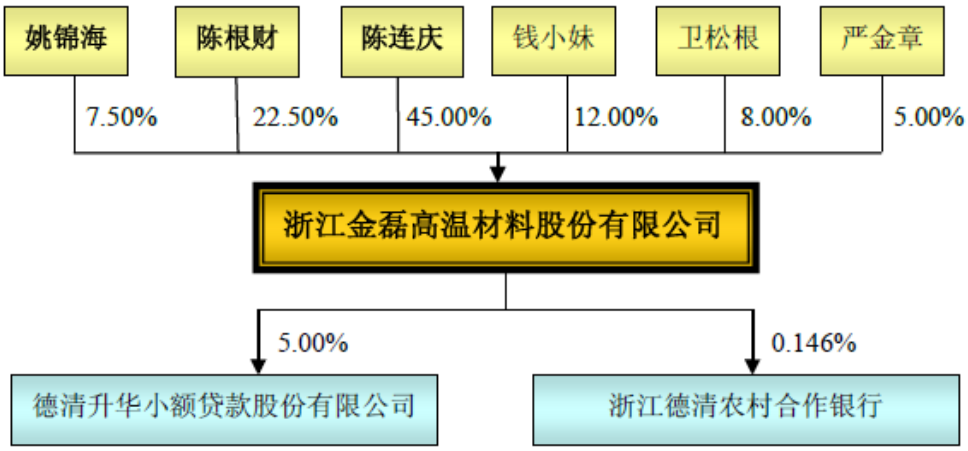


数据来源：Wind　安信证券研究中心

1.2. 股权结构

公司发行前总股本为 7500 万股，拟向社会公开发行普通股不超过 2500 万股。公司股权结构较为分散。

图 4：公司股权结构

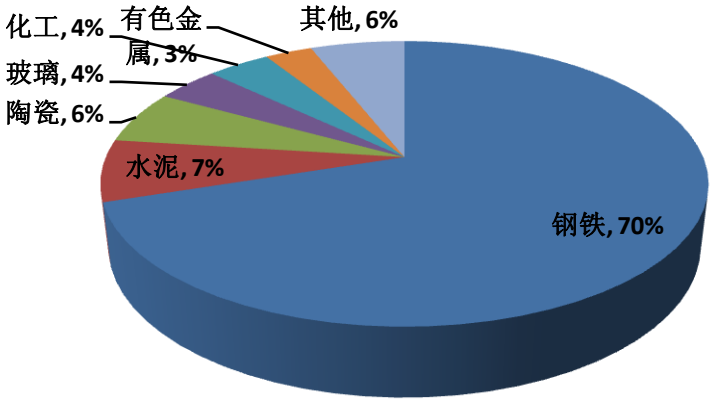


数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

2. 行业分析

耐火材料一般是指用天然矿石制成的，耐火度在1,580℃以上，且具有一定的高温力学性能和良好体积稳定性的无机非金属材料。它是各种高温工业热工装备必需的内衬消耗性基础材料，主要应用于钢铁、水泥、陶瓷、玻璃、化工、有色等行业，其中钢铁工业用耐火材料约占各行业消耗耐火材料的70%。

图5　耐火材料下游消费结构



数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

根据冶炼环节的不同，钢铁行业用耐火材料又可以进一步分为炼铁用耐火材料、初炼用耐火材料、炉外精炼用耐火材料和浇铸用耐火材料等。洁净钢（包括不锈钢、其他特殊钢等）的冶炼过程通常分为初炼和精炼两个步骤。初炼是将炉料在氧化性气氛的炉内进行熔化、脱磷、脱碳和主合金化；精炼是将初炼后的钢液在真空、惰性气体或还原性气氛的容器中进行脱气、脱氧、脱硫，去除夹杂物和进行成分微调等。炉外精炼可以提高洁净钢的产品质量，降低生产成本。

炉外精炼技术多种多样，与其相对应的有30多种炉外精炼设备，按功能可以分为不锈钢的精炼设备（主要有AOD炉、VOD炉等）和其他特殊钢的精炼设备（主要有LF炉、VD炉等）。

（1）AOD炉

AOD炉是采用氩氧脱碳法的精炼设备，其基本原理是利用高压氩氧混合气体的吹入，使钢液与气泡及渣接触机会增加，进行脱硫、脱磷以及去除其他非金属杂质，目前主要应用于不锈钢精炼。

（2）VOD炉

VOD炉是采用真空吹氧脱碳法的精炼设备，其基本原理是将钢液装在精炼钢包里，再将精炼钢包放在真空槽中或者使精炼钢包自身成为真空容器，并在精炼钢包底部设置搅拌钢液用的多孔塞对钢液进行搅拌，在真空或者减压气氛下向钢液中吹入氧气进行脱碳、脱硫、脱磷，目前主要应用于不锈钢及其他特殊钢精炼。

（3）LF炉

LF炉是采用吹氩搅拌法的精炼设备，其基本原理是采用还原气氛埋弧加热、透气砖吹氩搅拌以及合成渣精炼技术，达到对初炼钢液进一步调质的作用，目前主要应用于特殊钢精炼。

（4）VD炉

VD炉是采用真空脱气法的精炼设备，其基本原理是在减压条件下对钢液进行搅拌的同时加入造渣剂、合金、脱氧剂进行脱氧、脱氢、脱硫，主要应用于特殊钢精炼。

各种精炼设备对钢液的处理目的和操作条件不同，因而需要耐火材料与之相适应。目前，炉外精炼用耐火材料主要有镁钙系耐火材料和碳复合耐火材料等两大类。

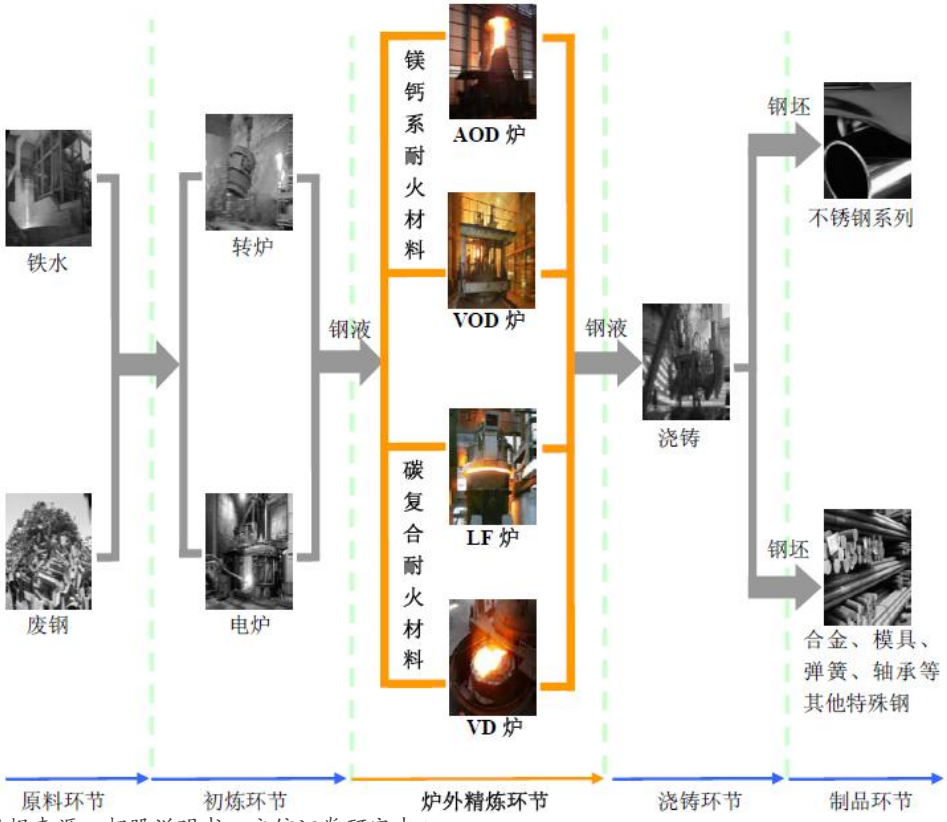
（1）镁钙系耐火材料

镁钙系耐火材料是以MgO、CaO为主要化学成分的碱性复合镁钙质耐火制品，主要有烧成镁钙砖、不烧镁钙（碳）砖等品种。烧成镁钙砖是最重要的镁钙系耐火材料，因其气孔率低，抗碱性渣性能良好，主要应用于AOD炉、VOD炉等炉外精炼设备。不烧镁钙（碳）砖抗渣侵蚀性、熔渣渗透性、抗热震性优良，主要用于VOD炉、LF炉、VD炉等炉外精炼设备。

（2）碳复合耐火材料

碳复合耐火材料是以两种或两种以上不同性质的耐火氧化物和碳素材料及非氧化物材料为原料，用含碳有机物作为结合剂而制成的一种多相复合耐火材料，主要有镁碳砖、镁铝碳砖等品种。其中镁碳砖是最主要的碳复合耐火材料，两者都具有较好的耐高温、抗渣和抗热震性能，主要应用于初炼设备及LF炉、VD炉等炉外精炼设备。

图6 钢铁的冶炼过程

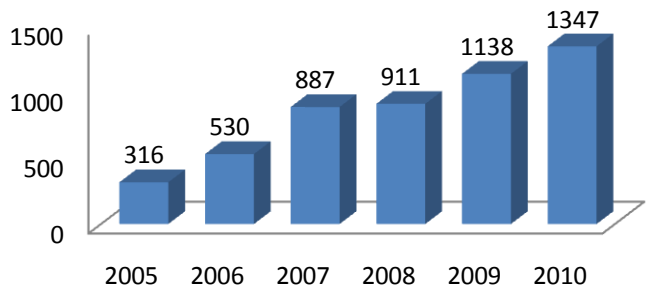


数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

2.1. 洁净钢产业带动炉外精炼用耐材市场发展

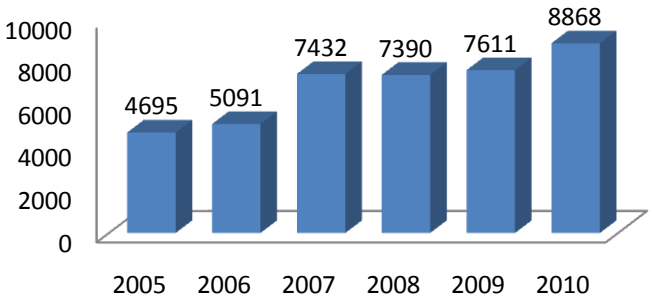
炉外精炼用耐火材料的下游行业主要是不锈钢及其他特殊钢领域。虽然我国钢铁行业受宏观经济影响未来产量增速将有所放缓，但是不锈钢及其他特殊钢等洁净钢占比仍然较低。2010 年，我国特殊钢产量占我国粗钢生产总量10%左右，而韩国、日本、德国等国家特殊钢产量占比普遍在20%，最高的瑞典特钢产量占比达到了约50%。预计2011-2013 年国内不锈钢及特钢市场规模年复合增长率约为15%。

图7 2005-2010年我国不锈钢粗钢产量（万吨）



数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

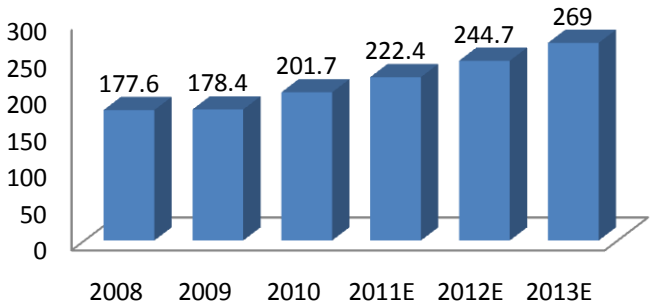
图8 2005-2010年我国特殊钢粗钢产量（万吨）



数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

在2008-2010年增长的基础上，预计2011-2013年我国炉外精炼用耐火材料市场规模的年复合增长率约为10%，2013年市场规模可达269万吨。

图9 我国炉外精炼用耐火材料行业市场规模（万吨）

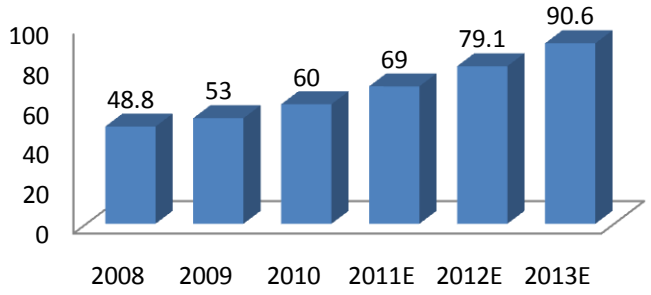


数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

在2008-2010年增长的基础上，预计2011-2013 年我国炉外精炼用镁钙系耐材市场规

模将稳步上升，年复合增长率约为14%，未来3年市场规模分别可达69、79.1和90.6万吨。

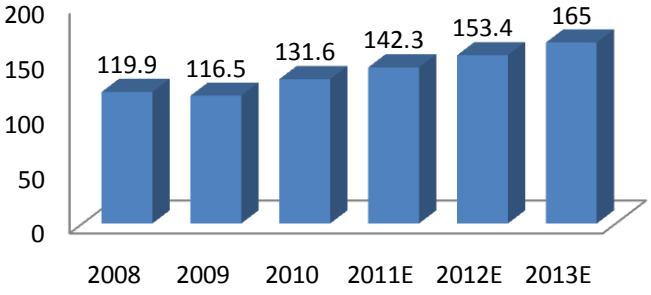
图10 我国镁钙系耐火材料行业市场规模（万吨）



数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

在2008-2010年增长的基础上，预计2011-2013年我国炉外精炼用碳复合耐材市场规模亦将稳步上升，年平均增长率约为8%，2011-2013 年市场规模分别可达142.3、153.4和165 万吨。

图11 我国碳复合耐火材料行业市场规模（万吨）



数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

2.2. 政策利好镁钙系耐材

近年来，国家相关部门出台了一系列政策文件，对部分产业进行结构调整和规划，提出了控制总量、淘汰落后、兼并重组、技术改造、自主创新等一系列对策措施。2009年9月26日，国家发改委、工业和信息化部、监察部等十部委联合发布《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》；2010年2月6日，国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》；2010年6月4日，国务院办公厅出台《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》；2010年7月12日，工信部公布了《钢铁行业生产经营规范条件》。这些政策文件将对钢铁行业的发展将加快钢铁行业的结构调整和产业升级，实现我国从“钢铁生产大国”向“具有国际竞争力的钢铁强国”的转变。

在这样的政策背景下，炉外精炼用耐火材料将随着优质特殊钢需求的增长而不断扩大市场应用空间。此外，随着我国不锈钢及其他特殊钢行业的结构优化调整，逐步形成了宝钢、太钢不锈、东北特钢等大型企业。我国不锈钢及其他特殊钢行业的企业重组将进一步提高对炉外精炼用耐火材料生产企业在产品、技术、供货能力、售后服务等方面的要求，从而带动炉外精炼用耐火材料的行业整合与兼并重组。届时提高产业集中度、优化生产力布局、提升核心竞争力是我国炉外精炼用耐火材料行业的发展方向。

3. 财务分析和竞争优势

3.1. 财务分析

表 2 公司主要财务指标

财务指标		2008	2009	2010
盈利能力	ROE	38.8%	25.8%	26.9%
	毛利率	31.3%	33.0%	35.5%
	期间费用率	16.6%	15.6%	18.6%
偿债能力	流动比率	1.07	1.57	1.45
	速动比率	0.76	1.25	1.05
	资产负债率	62.9%	48.0%	46.2%
营运能力	应收账款周转率	8.56	4.88	5.12
	存货周转率	14.13	7.18	6.89
成长能力	每股经营活动现金流	0.36	0.06	0.30
	EPS	0.25	0.35	0.51

数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

3.2. 竞争优势

3.2.1. 研发优势

公司拥有各类专业技术人员152人，占总人数的16.98%。公司的省级技术中心累计立项研发的各类科研项目共15项，其中完成省级新产品鉴定验收4项、列入省中小企业发展项目1项、省节能技术改造计划1项。公司作为浙江省高新技术企业、浙江省科技型中小企业，专业从事炉外精炼用耐火材料新技术、新工艺的研发、推广，具有较强的工艺研究开发及技术创新能力。目前，公司拥有2项发明专利、8项实用新型专利和4项外观设计专利，另有4项发明专利正在审核中。

3.2.2. 技术优势

公司根据客户的不同需求，分别研制出含钙量为20%-45%的系列烧成镁碳砖、含碳量为5%-14%的系列镁碳砖，具有较强炉外精炼用耐火材料整体配套能力。与其他企业普遍采用的高温煤竖窑烧成镁钙合成砂相比，公司采用了新的烧成镁钙合成砂技术，大幅提高了烧结性能，使得镁钙合成砂杂质含量降低。此外，公司还加强了用后耐火材料资源的再生利用，通过技术创新和工艺改进，减少了用后耐火材料废弃处理带来的环境压力，也提高了资源的综合利用率，提高了公司产品毛利率。公司的超高纯镁钙砖技术、烧成高纯镁钙砖技术、不烧镁钙砖技术、高钙镁钙砖技术等经过鉴定，达到国内领先水平。

3.2.3. 资源优势

我国菱镁矿储量约占世界的25%，但多数集中于辽南地区。镁钙系耐火材料主要原材料为白云石，相比菱镁矿储量更加丰富，且分布广泛，尤其是安徽青阳拥有大量高品

位的白云石资源。公司所在地湖州市距离青阳260公里，靠近上游资源储藏地，有助于降低生产成本及进一步产业链整合。

近年来碳复合耐火材料的主要原料之一石墨粉价格从2009年的2800元/吨上涨到2010年的7000元/吨，公司新开发的镁钙碳砖（含碳3%-8%）相比镁碳砖（含碳6%-14%）石墨用量减少50%，技术带动成本优势明显。

4. 募投项目分析

为充分发挥公司的核心竞争力，公司2010 年第三次临时股东大会审议批准，拟将本次公开发行股票所募集的资金全部投资于以下项目的建设：

表3：募投项目

序号	项目名称	投资总额	投资总额构成		
			土建投资	设备投资	铺底流动资金
1	年产 8 万吨镁钙砖项目	16,176.00	3,936.00	7,745.00	4,495.00
2	年产 5 万吨炉外精炼用镁碳砖/镁铝碳砖项目	8,147.00	1,722.00	2,970.00	3,455.00
3	年产 12 万吨新型竖窑煅烧高纯镁钙合成砂项目	6,930.00	2,341.00	4,020.00	569.00
合 计		**31,253.00**	**7,999.00**	**14,735.00**	**8,519.00**

数据来源：招股说明书　安信证券研究中心

项目总投资 3.13 亿元。其中项目 1 完全达产后，预计年新增销售收入 24,000.00 万元，年新增利润总额 5,259.00 万元，年新增净利润 4,470.00 万元。项目投资财务内部收益率为 27.80%（所得税后），投资回收期为 5.65 年（含建设期），盈亏平衡生产能力利用率为 32.95%。

项目 2 完全达产后，预计年新增销售收入 19,000.00 万元，年新增利润总额 3,104.00 万元，年新增净利润 2,638.00 万元。该项目投资财务内部收益率为 31.97%（所得税后），投资回收期为 5.60 年（含建设期），盈亏平衡生产能力利用率为 33.38%。
项目 3 本项目达产后，所生产的镁钙合成砂用于公司的后续生产，因此所产生的经济效益将体现在最终产品烧成镁钙砖和不烧镁钙碳砖等镁钙系耐火材料上。

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

根据招股说明书中的项目达产进度，以及我们的盈利预测模型，我们预测公司 2011、2012 和 2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.68 元、0.92 元和 1.17 元。

5.2. 估值分析

我们认为公司的估值参考体系有两个，一个是最近 5 家中小板上市公司，另一个是专用新材料类上市公司。我们给予公司 20-22 倍 PE，按照 2010 年摊薄 EPS 0.51 元，建议询价区间为 10.1-11.6 元。预测 2011 公司摊薄计算的 EPS 为 0.68 元，公司的合理价值区间为 13.6-15.6 元。

表 4　最新中小板上市公司估值水平一览

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10	备注
002623	亚玛顿	38.00	56.19	36.66	28	镀膜玻璃
002622	永大集团	0.00	43.63	20.03	0	开关

002621	大连三垒	24.00	49.81	32.76	37	PE/PP 管自动化生产线
002620	瑞和股份	30.00	13.09	5.96	40	装饰工程业务
002619	巨龙管业	16.15	40.13	15.52	34	PCCP
平均			43.37	24.34	26	

数据来源：Wind　安信证券研究中心

表 5　专用新材料上市公司估值水平一览　截止日期：2011-10-9

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10A	PE 11E	PS	PB	备注
002392	北京利尔	10.30	34.55	15.24	52	43	8	3	耐火材料
002225	濮耐股份	13.49	34.54	9.68	70	61	6	8	耐火材料
002381	双箭股份	15.28	15.06	4.88	49	25	2	2	高分子聚合物
002457	青龙管业	16.03	33.81	14.79	29	23	4	3	钢管类、水泥制品、有机化工原料
002066	瑞泰科技	14.06	27.12	7.58	34	23	2	3	耐火材料
平均			32.63	11.62	55	45	6	5	

数据来源：Wind　安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 宏观经济波动风险

公司下游行业的发展与国民经济整体发展趋势基本一致，宏观经济环境变化对公司产品的市场需求影响较大。如果未来不锈钢及其他特殊钢行业不景气，对公司经营的负面影响将会显现，有可能导致公司出现业绩下滑的风险。

6.2. 应收账款风险

随着公司销售收入的不断增长，应收账款账面价值也不断增加，从 2008 年末的 5,240.68 万元，增加到报告期末的 8,576.34 万元。如果公司主要客户的财务状况出现恶化，或者经营情况和商业信用发生重大不利变化，公司应收账款产生坏账的可能性将增加，从而对公司的经营造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011/9/29

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**266.1**	**365.0**	**459.5**	**585.4**	**768.6**
减: 营业成本	178.3	235.5	302.3	379.9	501.1
营业税费	1.6	1.8	2.3	2.9	3.8
销售费用	27.9	40.1	48.2	61.5	80.7
管理费用	11.6	25.3	33.1	38.1	50.0
财务费用	1.9	2.6	-3.2	-5.8	-5.2
资产减值损失	2.7	1.2	-3.0	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.1	0.3	-	-	-
营业利润	**42.2**	**58.8**	**79.7**	**108.8**	**138.2**
加: 营业外净收支	-0.0	0.9	-	-1.0	-
利润总额	**42.2**	**59.7**	**79.7**	**107.8**	**138.2**
减: 所得税	6.7	9.1	12.0	16.2	20.7
净利润	**35.5**	**50.6**	**67.8**	**91.6**	**117.4**
资产负债表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
货币资金	72.6	47.8	442.3	396.1	362.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	58.3	86.3	102.0	129.9	170.6
应收票据	25.4	32.0	-	-	-
预付帐款	2.5	2.7	3.0	3.4	3.9
存货	40.5	65.3	74.6	93.7	123.6
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	7.9	13.5	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	50.6	75.9	144.9	248.5	353.9
在建工程	0.1	4.3	4.3	4.3	4.3
无形资产	6.2	21.5	20.1	18.8	17.5
其他非流动资产	0.6	0.8	5.0	5.0	5.0
资产总额	**264.8**	**350.1**	**796.1**	**899.6**	**1,040.7**
短期债务	53.0	55.0	10.0	10.0	10.0
应付帐款	55.9	92.0	105.2	132.2	174.4
应付票据	-	-	12.4	15.6	20.6
其他流动负债	18.2	14.0	1.5	1.5	1.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	0.9	0.9	0.9	0.9
负债总额	**127.1**	**161.9**	**129.1**	**159.3**	**206.4**
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	24.0	80.0	100.0	100.0	100.0
留存收益	113.6	163.0	567.1	640.4	734.3
股东权益	**137.6**	**188.2**	**667.1**	**740.4**	**834.3**
现金流量表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
净利润	35.5	50.6	67.8	91.6	117.4
加: 折旧和摊销	5.3	7.2	10.2	17.7	25.9
资产减值准备	1.1	0.0	-3.0	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.7	2.0	2.7	-3.2	-5.8
投资收益	-0.1	-0.3	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-38.1	-29.5	20.9	-17.3	-23.9
经营活动产生现金流量	**6.0**	**30.0**	**92.7**	**86.3**	**114.2**
投资活动产生现金流量	**-11.4**	**-54.0**	**-66.5**	**-120.0**	**-130.0**
融资活动产生现金流量	**64.0**	**-0.6**	**314.5**	**-12.5**	**-18.3**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	12.0%	37.1%	25.9%	27.4%	31.3%
营业利润增长率	32.2%	39.4%	35.5%	36.5%	27.0%
净利润增长率	41.9%	42.8%	33.8%	35.2%	28.1%
EBITDA 增长率	26.2%	38.9%	26.9%	39.1%	31.5%
EBIT 增长率	28.0%	39.2%	24.6%	34.6%	29.1%
NOPLAT 增长率	35.7%	42.3%	22.3%	33.3%	30.3%
投资资本增长率	57.0%	65.6%	39.0%	47.7%	35.6%
净资产增长率	113.4%	36.8%	254.4%	11.0%	12.7%
利润率					
毛利率	33.0%	35.5%	34.2%	35.1%	34.8%
营业利润率	15.9%	16.1%	17.4%	18.6%	18.0%
净利润率	13.3%	13.9%	14.7%	15.7%	15.3%
EBITDA/营业收入	18.5%	18.7%	18.9%	20.6%	20.7%
EBIT/营业收入	16.6%	16.8%	16.7%	17.6%	17.3%
运营效率					
固定资产周转天数	64	62	86	121	141
流动营业资本周转天数	48	65	70	69	68
流动资产周转天数	214	214	335	383	300
应收帐款周转天数	74	70	73	70	69
存货周转天数	50	52	55	52	51
总资产周转天数	296	303	449	521	454
投资资本周转天数	131	155	183	207	221
投资回报率					
ROE	25.8%	26.9%	10.2%	12.4%	14.1%
ROA	13.4%	14.5%	8.5%	10.2%	11.3%
ROIC	49.7%	45.1%	33.3%	31.9%	28.2%
费用率					
销售费用率	10.5%	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用率	4.4%	6.9%	7.2%	6.5%	6.5%
财务费用率	0.7%	0.7%	-0.7%	-1.0%	-0.7%
三费/营业收入	15.6%	18.6%	17.0%	16.0%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	46.2%	16.2%	17.7%	19.8%
负债权益比	92.4%	86.0%	19.4%	21.5%	24.7%
流动比率	1.57	1.45	4.85	3.93	3.21
速动比率	1.25	1.05	4.27	3.34	2.61
利息保障倍数	22.76	23.69	-24.11	-17.80	-25.64
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.24	0.18	0.23
分红比率	0.0%	0.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股息收益率					
业绩和估值指标	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
EPS(元)	0.35	0.51	0.68	0.92	1.17
BVPS(元)	1.38	1.88	6.67	7.40	8.34
PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	37.2%	32.4%	12.3%	-100.0%	-100.0%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	11.7	10.6	7.8	7.5	6.6
REP	-	-	-	-	-

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

刘军，石油与化工行业首席研究员,化工硕士,5 年证券研究经历,8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名,2007 年 4 月加盟安信证券研究中心
谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**胡珍**	**深圳联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034