

长期受益于资源综合利用退税政策

财政部和国税总局调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策点评

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
18.60元

期限: 12个月 上次预测: 16.25元

现价(2011年11月24日): 12.20元

报告日期:
2011-11-25
报告关键点:

- 废橡胶制品的综合利用享受增值税即征即退50%的政策。
- 退税政策增强废旧轮胎热解业务盈利能力
- 维持买入-A评级, 提高目标价至18.6元。

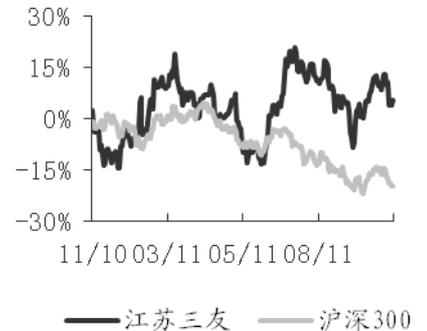
报告摘要:

- 财政部和国税总局对资源综合利用产品及劳务实行增值税退税政策:** 近日, 财政部和国税总局公布了财税[2011]115号文件“关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知”。此政策增值税的退税比例分为即征即退100%、即征即退80%和即征即退50%三档, 除了之前对以农林剩余物为原料和以蔗渣为原料生产综合利用产品享受优惠之外, 本次又增加了部分资源综合利用产品及劳务, 因此, 受益的产品和劳务覆盖范围显著增加。从执行时间看, 通知第四条、第五条第(一)项规定的政策自2011年1月1日起执行; 第一条、第二条、第三条和第五条其他款项规定的政策自2011年8月1日起执行。并且规定纳税人销售(提供)本通知规定的免税产品(劳务), 如果已向购买方开具了增值税专用发票, 应将专用发票追回后方可申请办理免税。显然, 退税可以追溯。
- 废橡胶制品综合利用退税名列其中:** 根据文件第五条对销售下列自产货物实行增值税即征即退50%的政策中第六项产品的描述来看, 废橡胶制品的综合利用显然享受增值税即征即退50%的政策。而废旧轮胎热解生产的产品为废橡胶油和炭黑, 完全符合文件要求。因此, 废旧轮胎热解业务将长期受益于退税政策。
- 退税政策增强废旧轮胎热解业务盈利能力:** 废旧轮胎的采购均价按照2000元/吨(含增值税), 最终产品废橡胶油、炭黑和少量钢丝的销售总价按照4500元/吨(含增值税)计算, 扣除进项税后, 未享受退税前每吨应缴增值税为425元, 按照即征即退50%的政策, 公司每吨可以少缴纳212.5元的增值税, 按照公司的规划, 最终达产后具有年处理20万吨废旧轮胎的能力, 每年可以少缴纳4250万元的增值税, 该项退税计入营业外收入, 扣除25%的所得税后将增加3187.5万元的净利润, 考虑60%的权益, 折合每股收益增加0.086元。
- 评级和盈利预测:** 公司将长期受益于政策的支持, 看好公司积极进军环保产业和北斗授时新业务, 成功向新兴产业转型的趋势。本着谨慎的原则我们将2012年的盈利预测从0.65元提升至0.66元, 2013年的盈利预测从0.84元提升至0.93元, 我们维持买入-A评级, 按照2013年20倍的市盈率提高目标价至18.6元。
- 风险提示:** 废旧轮胎热解技术的生产线产业化进度

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	509.8	554.3	787.3	1,204.8	1,579.2
Growth(%)	23.5%	8.7%	42.0%	53.0%	31.1%
净利润	19.0	23.2	62.0	148.4	208.1
Growth(%)	45.2%	22.3%	167.2%	139.3%	40.2%
毛利率(%)	13.8%	12.1%	15.5%	24.1%	27.3%
净利润率(%)	3.7%	4.2%	7.9%	12.3%	13.2%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.28	0.66	0.93
每股净资产(元)	1.51	1.55	2.01	3.18	4.89
市盈率	144.1	117.9	44.1	18.4	13.1
市净率	8.1	7.9	6.1	3.8	2.5
净资产收益率(%)	5.1%	7.0%	14.0%	26.8%	26.0%
ROIC(%)	10.9%	24.1%	39.6%	89.1%	51.9%
EV/EBITDA	49.8	43.2	29.4	11.9	8.2
股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%

总市值(百万元)	2,735.85
流通市值(百万元)	1,902.68
总股本(百万股)	224.25
流通股本(百万股)	155.96
12个月最低/最高	9.51/19.00元
十大流通股股东(%)	46.21%
股东户数	7,779

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.97	5.65	25.35
绝对收益	0.58	(5.20)	5.66

刘军

 021-68766167
 执业证书编号

谭志勇

 021-68765172
 执业证书编号

首席行业分析师

 liujun@essence.com.cn
 S1450511020010

行业分析师

 tanzhy2@essence.com.cn
 S1450511020017

报告联系人
贾鹏

 021-68765906
 jiapeng@essence.com.cn

前期研究成果
江苏三友: 主业大幅预增, 环保业务进入收获期

2011-10-28

江苏三友: 热解线建成, 九月投产

2011-08-30

江苏三友: 废旧轮胎热解生产线投产在即

2011-03-29

1. 财政部和国税总局对资源综合利用产品及劳务实行增值税退税政策

1.1. 政策符合节约资源和保护环境的国策

近日，财政部和国税总局公布了财税[2011]115号文件“关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知”（详细内容见附录），文件指出：为深入贯彻节约资源和保护环境基本国策，大力发展循环经济，加快资源节约型、环境友好型社会建设，经国务院批准，决定对农林剩余物资源综合利用产品增值税政策进行调整完善，并增加部分资源综合利用产品及劳务适用增值税优惠政策。

1.2. 退税档次和覆盖范围增加

此政策增值税的退税比例分为即征即退100%、即征即退80%和即征即退50%三档，除了之前对以农林剩余物为原料的综合利用产品（财税[2009]148号）和以蔗渣为原料生产综合利用产品（财税[2010]114号）优惠之外，本次又增加了部分资源综合利用产品及劳务，因此，受益的产品和劳务覆盖范围显著增加。

1.3. 执行时间可追溯

从执行时间看，通知第四条、第五条第（一）项规定的政策自2011年1月1日起执行；第一条、第二条、第三条和第五条其他款项规定的政策自2011年8月1日起执行。并且规定纳税人销售（提供）本通知规定的免税产品（劳务），如果已向购买方开具了增值税专用发票，应将专用发票追回后方可申请办理免税。显然，退税可以追溯。

2. 废橡胶制品综合利用退税名列其中

2.1. 废橡胶制品的综合利用显然享受增值税即征即退50%的政策

根据文件第五条对销售下列自产货物实行增值税即征即退50%的政策中第六项产品的描述：“（六）以废塑料、废旧聚氯乙烯（PVC）制品、**废橡胶制品**及废铝塑复合纸包装材料为原料生产的汽油、柴油、**废塑料（橡胶）油**、石油焦、**碳黑**、再生纸浆、铝粉、汽车用改性再生专用料、摩托车用改性再生专用料、家电用改性再生专用料、管材用改性再生专用料、化纤用再生聚酯专用料（杂质含量低于0.5mg/g、水份含量低于1%）、瓶用再生聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）树脂（乙醛质量分数小于等于1ug/g）及再生塑料制品。生产原料中上述资源的比重不低于70%。”来看，废橡胶制品的综合利用显然享受增值税即征即退50%的政策。而废旧轮胎热解生产的产品为废橡胶油和炭黑，完全符合文件要求。因此，废旧轮胎热解业务将长期受益于增值税退税政策。

2.2. 增强废旧轮胎热解业务盈利能力

公司控股60%的子公司江苏三友环保能源科技有限公司在建的年处理20万吨废旧轮胎热解生产线采用降温微负压热解技术，属于《废旧轮胎综合利用指导意见》中重点支持的技术。项目共分三期实施，其中一期的四条生产线（年处理4万吨废轮胎）正在开工调试。

废旧轮胎的采购均价按照2000元/吨（含增值税），最终产品废橡胶油、炭黑和少量钢丝的销售总价按照4500元/吨（含增值税）计算，扣除进项税后，未享受退税前每吨应缴增值税为425元，按照即征即退50%的政策，公司每吨可以少缴纳212.5元的

增值税，按照公司的规划，最终达产后具有年处理 20 万吨废旧轮胎的能力，每年可以少缴纳 4250 万元的增值税，该项退税计入营业外收入，扣除 25% 的所得税后将增加 3187.5 万元的净利润，考虑 60% 的权益，折合每股收益增加 0.086 元。

3. 评级和盈利预测

继 2011 年 1 月，国家工信部出台《废旧轮胎综合利用指导意见》对废旧轮胎热解技术给予政策支持后，财政部和国税总局公布的《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》，又从税收上对废旧轮胎热解技术给予优惠，公司将长期受益于政策的支持。我们看好公司积极进军环保产业和北斗授时新业务，成功向新兴产业转型的趋势。本着谨慎的原则我们将 2012 年的盈利预测从 0.65 元提升至 0.66 元，2013 年的盈利预测从 0.84 元提升至 0.93 元，我们维持买入-A 评级，按照 2013 年 20 倍的市盈率提高目标价至 18.6 元。

4. 附录

关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知

财税[2011]115号

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、国家税务局，财政部驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处，新疆生产建设兵团财务局：

为深入贯彻节约资源和保护环境基本国策，大力发展循环经济，加快资源节约型、环境友好型社会建设，经国务院批准，决定对农林剩余物资源综合利用产品增值税政策进行调整完善，并增加部分资源综合利用产品及劳务适用增值税优惠政策。现将有关政策明确如下：

一、对销售自产的以建（构）筑废物、煤矸石为原料生产的建筑砂石骨料免征增值税。生产原料中建（构）筑废物、煤矸石的比重不低于90%。其中以建（构）筑废物为原料生产的建筑砂石骨料应符合《混凝土用再生粗骨料》（GB/T 25177-2010）和《混凝土和砂浆用再生细骨料》（GB/T 25176-2010）的技术要求；以煤矸石为原料生产的建筑砂石骨料应符合《建筑用砂》（GB/T 14684-2001）和《建筑用卵石碎石》（GB/T 14685-2001）的技术要求。

二、对垃圾处理、污泥处理处置劳务免征增值税。垃圾处理是指运用填埋、焚烧、综合处理和回收利用等形式，对垃圾进行减量化、资源化和无害化处理处置的业务；污泥处理处置是指对污水处理后产生的污泥进行稳定化、减量化和无害化处理处置的业务。

三、对销售下列自产货物实行增值税即征即退100%的政策

（一）利用工业生产过程中的余热、余压生产的电力或热力。发电（热）原料中100%利用上述资源。

（二）以餐厨垃圾、畜禽粪便、稻壳、花生壳、玉米芯、油茶壳、棉籽壳、三剩物、次小薪材、含油污水、有机废水、污水处理后产生的污泥、油田采油过程中产生的油污泥（浮渣），包括利用上述资源发酵产生的沼气为原料生产的电力、热力、燃料。生产原料中上述资源的比重不低于80%，其中利用油田采油过程中产生的油污泥（浮渣）生产燃料的资源比重不低于60%。

上述涉及的生物质发电项目必须符合国家发展改革委《可再生能源发电有关管理规定》（发改能源〔2006〕13号）要求，并且生产排放达到《火电厂大气污染物排放标准》（GB13223—2003）第1时段标准或者《生活垃

圾焚烧污染控制标准》（GB18485—2001）的有关规定。利用油田采油过程中产生的油污泥（浮渣）的生产企业必须取得《危险废物综合经营许可证》。

（三）以污水处理后产生的污泥为原料生产的干化污泥、燃料。生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

（四）以废弃的动物油、植物油为原料生产的饲料级混合油。饲料级混合油应达到《饲料级 混合油》（NY/T 913-2004）规定的技术要求，生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

（五）以回收的废矿物油为原料生产的润滑油基础油、汽油、柴油等工业油料。生产企业必须取得《危险废物综合经营许可证》，生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

（六）以油田采油过程中产生的油污泥（浮渣）为原料生产的乳化油调和剂及防水卷材辅料产品。生产企业必须取得《危险废物综合经营许可证》，生产原料中上述资源的比重不低于 70%。

（七）以人发为原料生产的档发。生产原料中 90%以上为人发。

四、对销售下列自产货物实行增值税即征即退 80%的政策

以三剩物、次小薪材和农作物秸秆等 3 类农林剩余物为原料生产的木（竹、秸秆）纤维板、木（竹、秸秆）刨花板，细木工板、活性炭、栲胶、水解酒精、炭棒；以沙柳为原料生产的箱板纸。

五、对销售下列自产货物实行增值税即征即退 50%的政策

（一）以蔗渣为原料生产的蔗渣浆、蔗渣刨花板及各类纸制品。生产原料中蔗渣所占比重不低于 70%。

（二）以粉煤灰、煤矸石为原料生产的氧化铝、活性硅酸钙。生产原料中上述资源的比重不低于 25%。

（三）利用污泥生产的污泥微生物蛋白。生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

（四）以煤矸石为原料生产的瓷绝缘子、煅烧高岭土。其中瓷绝缘子生产原料中煤矸石所占比重不低于 30%，煅烧高岭土生产原料中煤矸石所占比重不低于 90%。

（五）以废旧电池、废感光材料、废彩色显影液、废催化剂、废灯泡（管）、电解废弃物、电镀废弃物、废线路板、树脂废弃物、烟尘灰、湿法泥、熔炼渣、河底淤泥、废旧电机、报废汽车为原料生产的金、银、钯、铈、

铜、铅、汞、锡、铋、碲、铟、硒、铂族金属，其中综合利用危险废弃物的企业必须取得《危险废物综合经营许可证》。生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

(六) 以废塑料、废旧聚氯乙烯(PVC)制品、废橡胶制品及废铝塑复合纸包装材料为原料生产的汽油、柴油、废塑料(橡胶)油、石油焦、碳黑、再生纸浆、铝粉、汽车用改性再生专用料、摩托车用改性再生专用料、家电用改性再生专用料、管材用改性再生专用料、化纤用再生聚酯专用料(杂质含量低于 0.5 mg/g、水份含量低于 1%)、瓶用再生聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET)树脂(乙醛质量分数小于等于 1ug/g)及再生塑料制品。生产原料中上述资源的比重不低于 70%。

上述废塑料综合利用生产企业必须通过 ISO9000、ISO14000 认证。

(七) 以废弃天然纤维、化学纤维及其制品为原料生产的纤维纱及织布、无纺布、毡、粘合剂及再生聚酯产品。生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

(八) 以废旧石墨为原料生产的石墨异形件、石墨块、石墨粉和石墨增碳剂。生产原料中上述资源的比重不低于 90%。

六、本通知所述“三剩物”，是指采伐剩余物(指枝丫、树梢、树皮、树叶、树根及藤条、灌木等)、造材剩余物(指造材截头)和加工剩余物(指板皮、板条、木竹截头、锯沫、碎单板、木芯、刨花、木块、篾黄、边角余料等)。

“次小薪材”，是指次加工材(指材质低于针、阔叶树加工用原木最低等级但具有一定利用价值的次加工原木，其中东北、内蒙古地区按 LY/T1 505—1999 标准执行，南方及其他地区按 LY/T1369—1999 标准执行)、小径材(指长度在 2 米以下或径级 8 厘米以下的小原木条、松木杆、脚手杆、杂木杆、短原木等)和薪材。

“农作物秸秆”，是指农业生产过程中，收获了粮食作物(指稻谷、小麦、玉米、薯类等)、油料作物(指油菜籽、花生、大豆、葵花籽、芝麻籽、胡麻籽等)、棉花、麻类、糖料、烟叶、药材、蔬菜和水果等以后残留的茎秆。

“蔗渣”，是指以甘蔗为原料的制糖生产过程中产生的含纤维 50%左右的固体废弃物。

“烟尘灰”，是指金属冶炼厂火法冶炼过程中，为保护环境经除尘器(塔)收集的粉灰状残料物。

“湿法泥”，是指湿法冶炼生产排出的污泥，经集中环保处置后产生的中和渣，且具有一定回收价值的污泥状废弃物。

“熔炼渣”，是指在铅、锡、铜、铋火法还原冶炼过程中，由于比重的差异，金属成分因比重大沉底形成金属锭，而比重较小的硅、铁、钙等化合物浮在金属表层形成的废渣。

七、本通知所称综合利用资源占生产原料的比重，除第三条第（一）项外，一律以重量比例计算，不得以体积比例计算。

八、增值税一般纳税人应单独核算综合利用产品的销售额。一般纳税人同时生产增值税应税产品和享受增值税即征即退产品而存在无法划分的进项税额时，按下列公式对无法划分的进项税额进行划分：

享受增值税即征即退产品应分摊的进项税额=当月无法划分的全部进项税额×当月享受增值税即征即退产品的销售额合计÷当月无法划分进项税额产品的销售额合计

增值税小规模纳税人应单独核算综合利用产品的销售额和应纳税额。

凡未单独核算资源综合利用产品的销售额和应纳税额的，不得享受本通知规定的退（免）税政策。

九、申请享受本通知规定的资源综合利用产品及劳务增值税优惠政策的纳税人，还应符合下列条件：

（一）纳税人生产、利用资源综合利用产品及劳务的建设项目已按照《中华人民共和国环境影响评价法》编制环境影响评价文件，且已获得经法律规定的审批部门批准同意。

（二）自2010年1月1日起，纳税人未因违反《中华人民共和国环境保护法》等环境保护法律法规受到刑事处罚或者县级以上环保部门相应的行政处罚。

（三）生产过程中如果排放污水的，其污水已接入污水处理设施，且生产排放达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）。

（四）申请享受本通知规定的资源综合利用产品，已送交由省级以上质量技术监督部门资质认定的产品质量检验机构进行质量检验，并已取得该机构出具的符合产品质量标准要求及本文件规定的生产工艺要求的检测报告。

(五) 申请享受本通知规定的资源综合利用产品及劳务增值税优惠政策的,应当在初次申请时按照要求提交资源综合利用产品及劳务有关数据,报主管税务机关审核备案,并在以后每年2月15日前按照要求提交上一年度资源综合利用产品及劳务有关数据,报主管税务机关审核备案。具体数据要求和提交办法由财政部和国家税务总局另行通知。

十、各省、自治区、直辖市、计划单列市税务机关可根据本通知规定并结合各地实际情况,商同级财政部门制定资源综合利用产品及劳务增值税退(免)税管理办法,并报财政部、国家税务总局备案。

十一、本通知规定的增值税退(免)税事宜由主管税务机关按照现行有关规定办理。各级税务机关应采取严密措施加强对享受资源综合利用增值税优惠政策企业的动态监管,不定期对企业生产经营情况[包括本通知第九条第(五)项要求提交的数据]、纳税申报情况和退税申报情况的真实性进行核实。凡经核实纳税人有弄虚作假骗取享受本通知规定的增值税政策的,税务机关追缴其此前骗取的退税税款,并自纳税人发生上述违法违规行为年度起,取消其享受本通知规定增值税政策的资格,且纳税人三年内不得再次申请。

十二、本通知中所列各类国家标准、行业标准等,如在执行过程中有更新、替换,统一按新的国家标准、行业标准执行,财政部、国家税务总局不再另行发文明确。

十三、本通知第四条、第五条第(一)项规定的政策自2011年1月1日起执行;第一条、第二条、第三条和第五条其他款项规定的政策自2011年8月1日起执行。纳税人销售(提供)本通知规定的免税产品(劳务),如果已向购买方开具了增值税专用发票,应将专用发票追回后方可申请办理免税。凡专用发票无法追回的,一律按照规定征收增值税,不予免税。

十四、《财政部 国家税务总局关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》(财税〔2009〕148号)和《财政部 国家税务总局关于以蔗渣为原料生产综合利用产品增值税政策的补充通知》(财税〔2010〕114号)自2011年1月1日起废止。

财政部 国家税务总局

二〇一一年十一月二十一日

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-24		
财务报表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	509.8	554.3	787.3	1,204.8	1,579.2	营业收入增长率	23.5%	8.7%	42.0%	53.0%	31.1%
减: 营业成本	439.6	487.2	665.2	914.2	1,147.5	营业利润增长率	66.7%	16.7%	160.6%	160.2%	43.7%
营业税费	0.6	0.8	0.8	2.7	3.5	净利润增长率	45.2%	22.3%	167.2%	139.3%	40.2%
销售费用	9.2	9.2	13.4	24.1	39.5	EBITDA 增长率	25.5%	18.5%	104.5%	167.9%	52.9%
管理费用	35.0	26.1	28.3	48.2	71.1	EBIT 增长率	51.2%	32.1%	163.5%	168.2%	46.0%
财务费用	-4.3	-1.4	-2.8	-0.9	3.8	NOPLAT 增长率	3.5%	75.0%	166.8%	210.8%	51.4%
资产减值损失	2.1	0.2	-1.6	1.1	3.1	投资资本增长率	-21.3%	62.5%	38.2%	159.8%	56.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	2.4%	2.6%	29.7%	57.9%	53.8%
投资和汇兑收益	-0.1	0.0	-	3.0	3.0						
营业利润	27.6	32.2	83.9	218.3	313.7	利润率					
加: 营业外净收支	1.2	0.2	0.5	20.3	42.7	毛利率	13.8%	12.1%	15.5%	24.1%	27.3%
利润总额	28.8	32.4	84.5	238.7	356.4	营业利润率	5.4%	5.8%	10.7%	18.1%	19.9%
减: 所得税	11.4	8.0	21.1	47.7	71.3	净利润率	3.7%	4.2%	7.9%	12.3%	13.2%
净利润	19.0	23.2	62.0	148.4	208.1	EBITDA/营业收入	6.9%	7.6%	10.9%	19.1%	22.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	4.6%	5.6%	10.3%	18.1%	20.1%
货币资金	256.4	190.3	320.5	394.0	605.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	48	31	35	74
应收账款	31.8	25.9	56.1	85.8	112.5	流动营业资本周转天数	4	17	39	43	45
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	223	216	180	157	163
预付帐款	6.2	30.5	31.2	32.1	33.3	应收帐款周转天数	23	18	18	20	22
存货	47.7	76.5	54.7	75.1	94.3	存货周转天数	28	40	30	19	19
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	302	285	226	229	281
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	76	81	84	115	162
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	ROE	5.1%	7.0%	14.0%	26.8%	26.0%
投资性房地产	7.2	6.8	-	-	-	ROA	3.9%	5.7%	11.3%	19.7%	19.1%
固定资产	76.7	71.1	63.7	172.3	477.6	ROIC	10.9%	24.1%	39.6%	89.1%	51.9%
在建工程	-	8.1	8.1	187.3	146.2	费用率					
无形资产	18.6	17.9	16.7	15.6	14.6	销售费用率	1.8%	1.7%	1.7%	2.0%	2.5%
其他非流动资产	0.3	0.2	6.3	6.3	6.3	管理费用率	6.9%	4.7%	3.6%	4.0%	4.5%
资产总额	447.6	430.1	559.8	971.1	1,492.7	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.2%
短期债务	20.0	4.0	20.0	40.0	50.0	三费/营业收入	7.8%	6.1%	4.9%	5.9%	7.2%
应付帐款	45.6	37.9	54.7	75.1	94.3	偿债能力					
应付票据	17.0	20.5	25.5	35.1	44.0	资产负债率	24.3%	19.2%	19.4%	26.7%	26.6%
其他流动负债	25.4	19.4	28.0	28.0	28.0	负债权益比	32.2%	23.7%	24.1%	36.3%	36.2%
长期借款	-	-	-	100.0	200.0	流动比率	3.17	3.95	4.27	3.71	4.31
其他非流动负债	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	速动比率	2.73	3.01	3.77	3.24	3.83
负债总额	109.0	82.5	108.8	258.8	396.9	利息保障倍数	-5.41	-21.52	-28.64	-253.28	84.57
少数股东权益	21.0	19.7	21.0	163.6	380.6	分红指标					
股本	162.5	162.5	224.3	224.3	224.3	DPS(元)	0.04	0.06	0.10	0.13	0.19
留存收益	155.2	165.4	205.7	324.4	490.9	分红比率	42.8%	56.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	338.7	347.6	451.0	712.3	1,095.8	股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	17.4	24.4	62.0	148.4	208.1	EPS(元)	0.08	0.10	0.28	0.66	0.93
加: 折旧和摊销	13.0	11.8	4.7	12.2	33.8	BVPS(元)	1.51	1.55	2.01	3.18	4.89
资产减值准备	2.1	0.2	-1.6	1.1	3.1	PE(X)	144.1	117.9	44.1	18.4	13.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.1	7.9	6.1	3.8	2.5
财务费用	0.8	1.0	0.6	-2.8	-0.9	P/FCF	51.0	-52.4	143.7	-37.6	448.9
投资收益	0.1	-0.0	-	-3.0	-3.0	P/S	5.4	4.9	3.5	2.3	1.7
少数股东损益	-1.6	1.2	1.3	42.5	77.1	EV/EBITDA	49.8	43.2	29.4	11.9	8.2
营运资金的变动	1.5	-30.3	21.4	-21.1	-18.9	CAGR(%)	122.2%	127.0%	70.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	40.5	7.4	85.0	179.3	303.9	PEG	1.2	0.9	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-2.2	-43.1	0.2	-297.0	-297.0	ROIC/WACC	1.1	2.4	4.0	9.0	5.2
融资活动产生现金流量	-2.4	-31.8	58.9	91.2	64.6	REP	17.0	4.8	3.0	0.6	0.6

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

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@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