

商业模式奠定公司竞争力

报告关键点:

- 汽车保有量上升助推化学用品发展
- 独特的商业模式奠定公司竞争力
- 建议询价区间为15—16元

报告摘要:

- 公司简介: 公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售, 产品主要应用于国内乘用车市场。公司所处的OEM&OES 市场的竞争较为有序, 汽车精细化学品的现有配套关系较为稳定。公司2009年至2011年净利润分别为0.92亿元, 1亿元, 1.18亿元, 复合增长率为13.1%。本次发行拟向社会公开发行普通股不超过4000万股, 投资于改扩建及基地建设项目。
- 汽车保有量上升助推化学用品发展: 汽车精细化学品是汽车零部件及配件制造和石油化工的交叉产品, 通过石油化工技术实现生产制造, 最终应用于汽车各运行系统。截至2010年底, 国内轿车保有量将近5,000万辆, 随着国内居民生活水平提高和汽车消费观念转变, 轿车需求的增长空间巨大。公司产品主要分消耗类和非消耗类产品, 消耗类产品为防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂等汽车运行中必需使用、且按一定时间或里程更换的精细化学品, 非消耗类产品主要为胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。汽车精细化学品作为汽车底盘系统、车身系统、润滑系统、防护用品等必要配件, 在汽车的正常运行中起到关键作用。
- 独特的商业模式奠定公司竞争力: 公司根据国内汽车精细化学品领域的发展现状, 在十余年的发展过程中形成了上下游间互惠互利且不可替代的竞争优势。公司与上游合作伙伴从最初的单一产品和简单经销模式, 已发展为目前的11大类产品 and 配制生产及技术买断模式。公司根据国内汽车产业集群的地域分布, 按照贴近整车厂、扩大覆盖面原则先后设立了长春基地、佛山基地和上海基地, 为现有及潜在客户提供全方位的服务。
- 盈利预测: 我们预测公司2012、2013和2014年摊薄后的每股收益分别为0.99元、1.19元和1.50元。按照2011年摊薄EPS 0.74元, 建议询价区间为15—16元。预测2012公司摊薄计算的EPS为0.99元, 公司的合理价值区间为19.8—21.8元。
- 风险提示: 下游行业增速放缓; 客户集中风险

建议询价区间:

15.00 - 16.00 元

上市首日定价区间:

19.80 - 21.80 元

报告日期: 2012-03-09

发行数据

总股本(万股)	12,000
发行数量(万股)	4,000
网下发行(万股)	800
网上发行(万股)	3,200
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2012-03-14
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

徐团华	58.99%
徐庆芳	22.31%
徐咸大	4.26%
广东达信创业投资有限公司	4.00%
深圳市创新投资集团有限公司	3.83%
上海衡平投资有限公司	3.00%
李铁峰	1.25%
徐璐	.78%
李春新	.51%
邓国锦	.32%

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

tanzy2@essence.com.cn
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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	925.8	1,121.1	1,513.5	1,876.8	2,214.6
Growth(%)	41.6%	21.1%	35.0%	24.0%	18.0%
净利润	100.0	117.9	158.4	190.4	239.5
Growth(%)	8.5%	17.9%	34.3%	20.1%	25.8%
毛利率(%)	21.9%	21.5%	19.4%	19.1%	20.0%
净利润率(%)	10.8%	10.5%	10.5%	10.1%	10.8%
每股收益(元)	0.63	0.74	0.99	1.19	1.50
每股净资产(元)	3.29	4.03	8.67	9.62	10.82
净资产收益率(%)	18.9%	18.3%	11.4%	12.4%	13.8%
ROIC(%)	25.3%	23.8%	26.1%	23.6%	24.2%

1. 公司简介

1.1. 基本情况

公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，产品主要应用于国内乘用车市场。公司产品主要分消耗类和非消耗类产品，消耗类产品为防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂等汽车运行中必需使用、且按一定时间或里程更换的精细化学品，非消耗类产品主要为胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。汽车精细化学品作为汽车底盘系统、车身系统、润滑系统、防护用品等必要配件，在汽车的正常运行中起到关键作用。

表1 公司产品及其用途一览

类别	产品	用途	
消耗类	防冻液	又名冷却液，冰点和沸点是基本指标，具有防冻、防沸腾、防腐蚀、防水垢的特点，不受季节及地域的影响，具有以下功能：①对冷却系统部件起到防腐保护作用；②防止水垢，避免降低散热器的散热作用；③保证发动机在正常温度范围内工作。	
	制动液	又名刹车油，保证车辆在严寒和酷暑的条件下，在高速、重负荷、大功率及频繁制动的操作条件下，均能有效、可靠地保证汽车制动灵活，确保行驶安全。	
	发动机油	①润滑减摩作用：润滑发动机部件减少部件之间的摩擦及噪声；②散热作用：在发动机内部循环流动时带走热量；③清洁作用：通过机油泵加压后从机油滤清器过滤，在润滑系统反复循环，保持机件清洁及正常运转；④密封作用：在润滑的同时充满配合间隙形成油封而达到密封不漏气，保证发动机的输出功率；⑤保护作用：吸附在金属表面防止酸性气体和水分对金属的腐蚀，起到保护作用。	
	自动变速箱油	①通过液力变矩器将发动机动力传递给变速器；②通过电控、液控系统传递压力和运动，完成对各换挡元件的操纵；③将变速器中的热量带出传递给冷却介质；④对行星齿轮机构和摩擦副强制润滑；⑤清洁运动零件并起密封作用。	
	燃油添加剂	包括汽油、柴油、重油添加剂，用于抑制汽车燃油进气系统产生沉积物并可清洗在该系统中已产生沉积物的一类高分子无灰表面活性物质，还可以解决燃油氧化变质，燃油中水的存在造成的汽车零部件锈蚀、油品乳化等问题。	
	玻璃清洗液	夏季除胶型具有除虫胶、除树胶、除灰尘等功能；冬季防冻型具有-40℃正常使用并能溶冰溶雪、保护挡风玻璃的功能。	
	动力转向油	加注在汽车动力转向系统里的一种介质油，起到传递转向力和缓冲的作用，在-40℃至130℃之间使用，确保液压系统在极端温度条件下无故障运行，防止酸性气体和水分对金属的腐蚀，起到保护作用。	
非消耗类	胶类产品	胶粘剂	包括汽车焊装、涂装、总装发动机、底盘零部件和制造工艺用到的五大类胶种，均有密封和粘接性能，在汽车产品的构件增强、紧固防松、密封防锈、减振降噪、隔热消音、内外装饰以及简化制造工艺等方面起作用。
		胶片	包括纤维增强胶片和阻尼减振胶片，纤维增强胶片粘贴并固化于汽车的车门把手、发动机罩、顶棚、地板、前后挡泥板、后备箱盖等应力较为集中处，作为约束层来增强车身钢板的强度，可减少汽车车身钢板的用量，减轻车身重量，节省燃油；阻尼减振胶片粘贴于车顶、车门、C柱、车内地板、脚踏板、中空地方等处，起到减振降噪、隔音隔热的作用。

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

国内汽车精细化学品市场市场化水平高，竞争激烈。国外品牌主要分布在汽车 OEM 和 OES 市场，品牌优势明显，产品利润水平较高。国内品牌在最近几年发展较快，除中国石化、中国石油等化工巨头和德联股份、迪克化工等专业化企业占据部分 OEM 和 OES 市场外，其他企业主要集中在采取经销商制度、品牌混杂、竞争激烈的 AM 市场。

而国内 OEM&OES 市场的竞争较为有序，汽车精细化学品的现有配套关系较为稳定。同时，整车厂认证的合格供应商通过战略合作，在技术、质量、服务等方面持续领先，在 OEM&OES 市场持续保持较高的市场份额；同时，双方长期合作也能有效降低各种沟通和管理成本，使 OEM&OES 市场的供应商保持较强的盈利能力。

表2 主要企业的目标市场

序号	目标市场	代表公司
1	国际整车品牌 OEM/OES 市场	德联股份、美孚、英荷皇家壳牌集团、美国嘉实多、陶氏化学、潘东兴等
2	自主整车品牌 OEM/OES 市场	中国石化润滑油公司、蓝星清洗（北京）有限公司、张家港迪克汽车化学品有限公司等
3	AM 市场	美孚、英荷皇家壳牌集团、美国嘉实多等

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

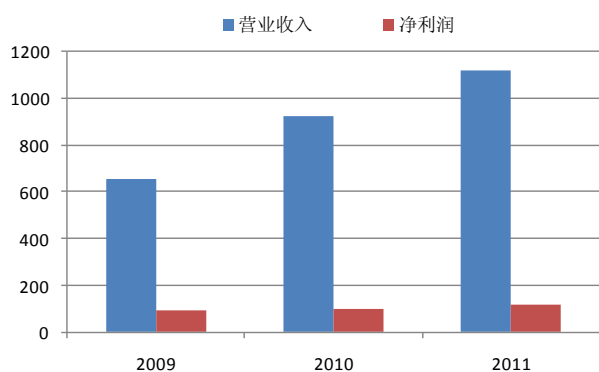
表3 2008-2010年公司产品乘用车领域市场占有率

项目	2010	2009	2008
乘用车整体市场占有率	3.31%	2.94%	3.37%
乘用车 OEM 市场占有率	3.17%	2.51%	3.55%

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

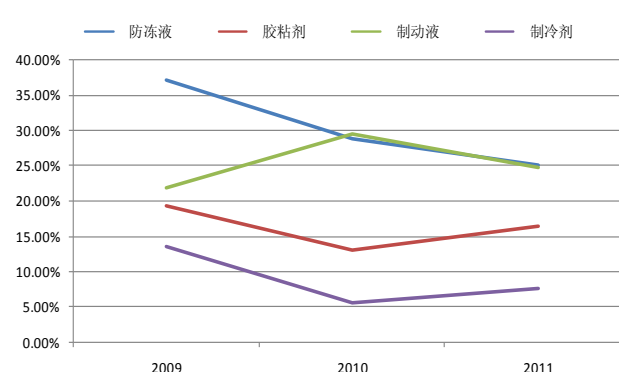
公司 2009 年，2010 年，2011 年营业收入分别为 6.54 亿元，9.26 亿元，11.21 亿元。净利润分别为 0.92 亿元，1 亿元，1.18 亿元，净利润的复合增长率为 13.1%。

图 1 营业收入及净利润 百万元



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

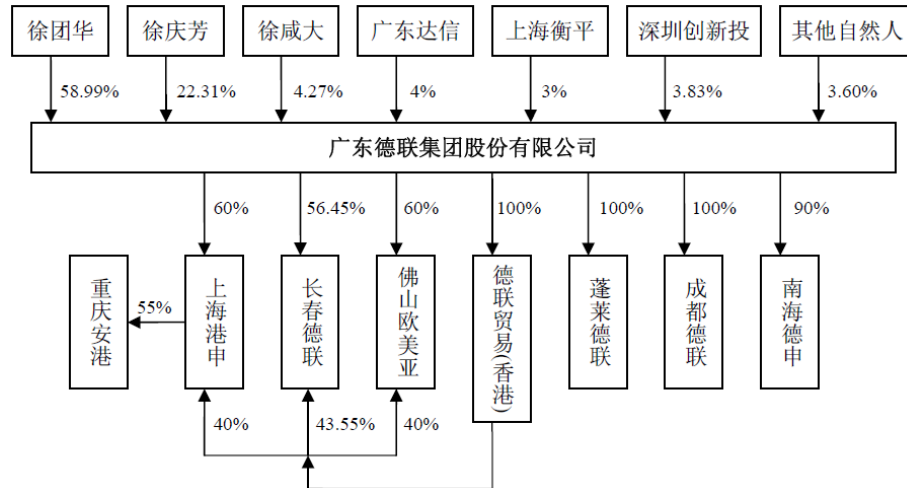
图 2 产品毛利率



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

公司本次发行拟向社会公开发行普通股不超过 4000 万股，占发行后总股本的 25%。德联集团拥有三家全资子公司，分别为成都德联、蓬莱德联、德联贸易（香港），参股了南海德申；集团与德联贸易（香港）共同控股佛山欧美亚、长春德联、上海港申。公司实际控制人徐咸大、徐团华、徐庆芳三人为同一家族成员，在本次发行前合计持有公司 85.57% 的股份。

图3 公司股权结构图

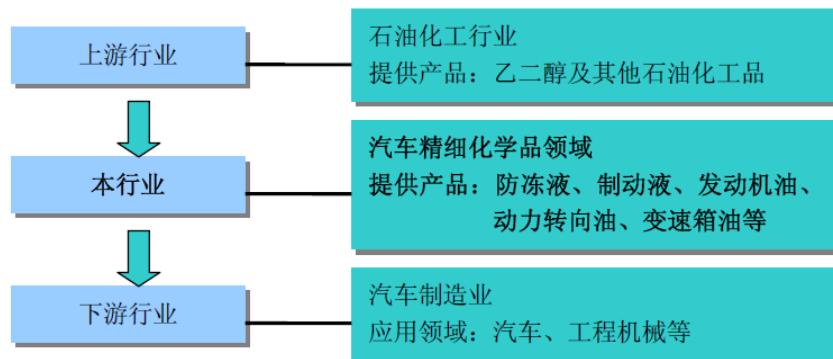


数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

2. 行业分析

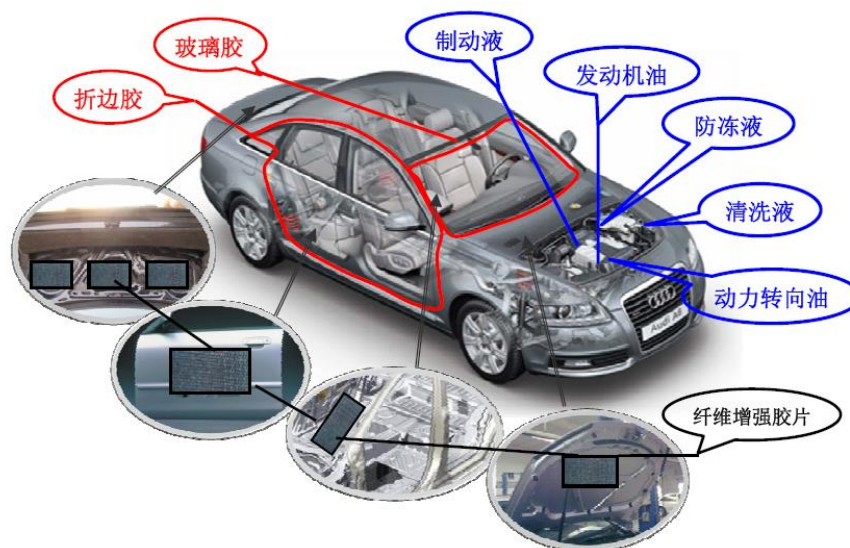
汽车精细化学品是汽车零部件及配件制造和石油化工的交叉产品，通过石油化工技术实现生产制造，最终应用于汽车各运行系统。

图4 汽车精细化学品产业链



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

图5 汽车精细化学品的具体应用



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

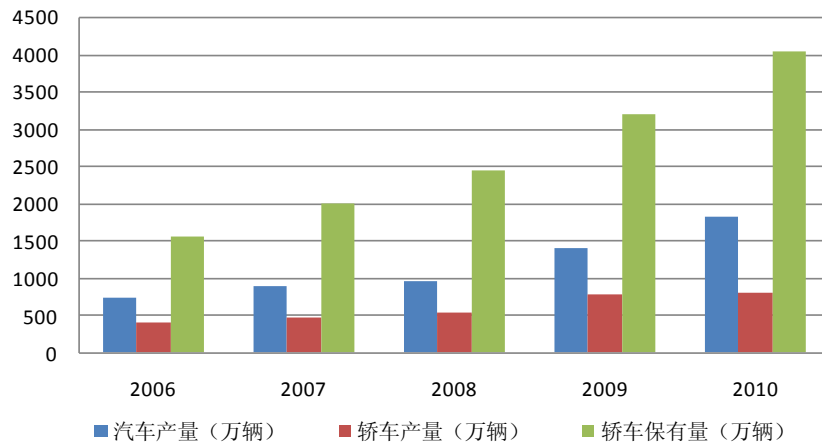
2.1. 汽车保有量稳步上升，助推消耗品发展

汽车工业的景气程度影响着汽车精细化学品领域的企业经营，化工行业的技术进步也推动了精细化学品在汽车行业的更大规模应用。

2001 年以来，随着整体工业基础和人民生活水平提高，汽车产业发展迅猛，汽车产销量逐年增加。目前我国已经成为全球汽车产业的制造和消费中心。据统计，2009 年中国汽车产量为 1,379.10 万辆，首次超过美国成为世界第一大汽车生产国。2010 年的产销量分别为 1,826.47 万辆和 1,806.19 万辆，比 2001 年分别增长 682.55% 和 665.66%，年均复合增长率为 23.67% 和 23.31%，预计未来三年内汽车产量增速在 10% 左右。

同时，乘用车消费占汽车总消费量的比重正在逐渐提高。2000 年，国内轿车产量占汽车总产量的比例不到 30%，而 2009 年国内轿车产量占比达到 54.17%，其增量贡献度为 57.31%。截至 2010 年底，国内轿车保有量将近 5,000 万辆，随着国内居民生活水平提高和汽车消费观念转变，轿车需求的增长空间巨大。

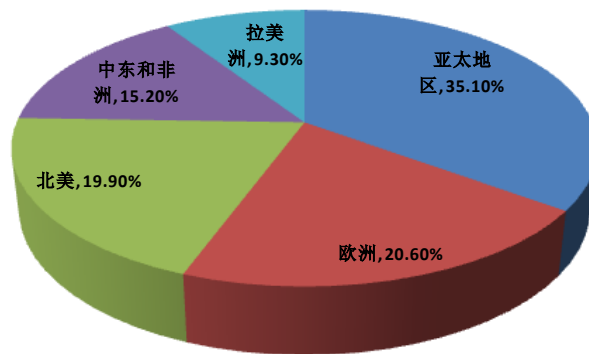
图6 2006-2010年国内汽车产量、轿车产量及保有量



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

汽车精细化学品的发展程度与地区经济发展及汽车产业发展情况紧密相关，经济发达和汽车产业发展较快的国家和地区发展程度较高，生产和消费量较大。汽车工业起步，北美和欧洲作为全球经济中心和汽车工业基地，是汽车精细化学品的主要生产地和消费地。近20年来，新兴经济体的高速发展带动全球汽车产业向新兴经济体转移，新兴经济体地区的汽车精细化学品消费量快速增长。21世纪以后，亚太地区逐渐成为全球汽车产业发展的中心，并成为重要的汽车精细化学品生产和消费市场。

图7 2009年全球主要地区车用润滑油的需求量分布

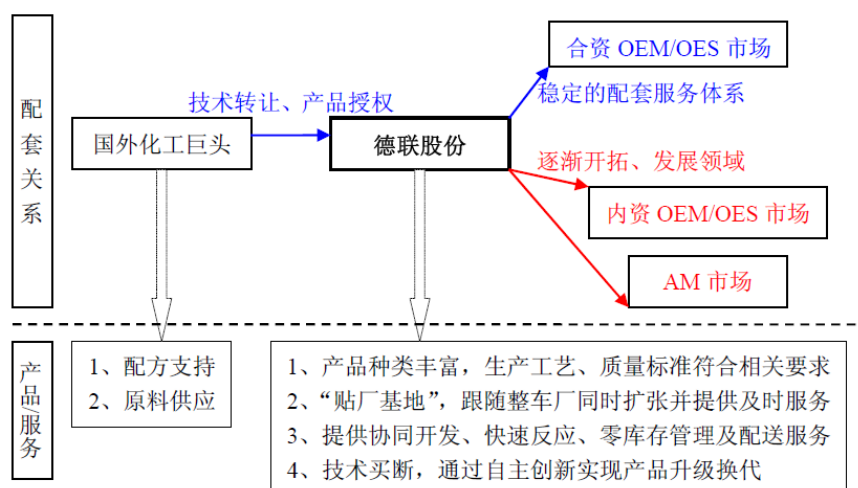


数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

2.2. 公司定位清晰，授权产品提升竞争力

公司产品包括授权产品和自有技术产品。授权产品的生产模式取决于国外授权方的具体授权内容，主要分为分装和配制；分装是根据与授权方签订的合作协议，从授权方采购半成品并进行搅拌、加热、过滤、检测等加工生产的过程；配制是根据与供应商签订的配制或国产化协议，可进行部分原材料的国内采购，并将原材料进行预处理、配料、搅拌、加热、过滤、检测等加工生产的过程。

图8 公司在国内汽车产业链中的位置与作用



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

公司的自有技术产品，可自行选择原材料和安排生产。对于授权产品，无论是分装或配制，销售渠道和销售价格是相同的。但是，公司授权配制的产品，在国内原材料采购比重、加快技术和工艺的升级换代等方面拥有更大自主权，且承担了原材料准备、调和工艺、包装储存等更多生产工序，因此配制生产产品的毛利率较分装生产有较大提高。

随着授权产品国产化的发展，报告期内公司主要产品的生产方式由分装逐渐，转换为配制，公司能够配制生产的产品范围逐年扩大。报告期内授权经营产品的营业收入占比分别为 80.43%、75.34%和 75.39%。

公司已取得防冻液、发动机油、自动变速箱油和动力转向油的授权配制许可，实现了防冻液、发动机油的配制生产，已通过技术买断拥有了胶片生产技术，目前正在商谈胶粘剂、燃油添加剂的授权配制许可。公司配制生产和买断技术生产产品的销售比例提高，将有效提高公司的整体盈利能力。

表4 公司授权生产产品

序号	产品	授权方	报告期内的授权情况
1	防冻液	巴斯夫	报告期一直授权配制
2	制动液	巴斯夫	报告期一直授权分装
3	发动机油	潘东兴	报告期一直授权分装，2009年1月起授权配制
4	自动变速箱油	潘东兴	报告期一直授权分装，2010年1月起授权配制
5	动力转向油	潘东兴	报告期一直授权分装，2010年1月起授权配制
6	胶粘剂	陶氏化学	报告期一直授权分装
7	燃油添加剂	雅富顿	报告期一直授权分装

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

公司的销售模式分为 OEM 市场、OES 市场和 AM 市场，各模式下目标客户、销售渠道及主要产品的具体内容如下：

表5 公司不同销售模式简介

销售模式	目标市场	销售方式	销售渠道	主要产品
OEM 市场	汽车领域	以初装车配件向整车厂销售	产品直销至整车厂	防冻液、制动液、润滑油品、胶粘剂、添加剂、胶片、玻璃清洗液等主要产品零售领域的防冻液、制动液、添加剂等产品
OES 市场	汽车领域	以原厂维修配件向售后维修体系销售	产品直销至整车厂的销售公司，再由销售公司配送至 4S 店	
AM 市场	汽车领域	汽车售后、维修等零售市场	产品销售至经销商和零售商，再由其销售至零售用户	零售领域的防冻液、制动液、添加剂等产品
	非汽车领域	工业或化工	直销	电镀中间体
		核电站冷却、太阳能热水工程等	直销	高品质防冻液
		白色家电	直销	增强阻尼垫
		玻璃、不锈钢清洗	直销	玻璃清洗液

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

3. 财务分析和竞争优势

3.1. 财务分析

表 6 公司主要财务指标

财务指标	2009	2010	2011	
盈利能力	ROE	21.6%	18.9%	18.3%
	毛利率	26.5%	21.9%	21.5%
	期间费用率	9.0%	7.8%	7.7%
偿债能力	流动比率	3.14	3.09	2.67
	速动比率	1.96	1.99	1.68
	资产负债率	25.8%	26.3%	31.1%
营运能力	应收账款周转率	6.48	6.89	7.02
	存货周转率	3.61	4.87	4.55
成长能力	每股经营活动现金流	0.59	0.14	0.56
	EPS	0.58	0.63	0.74

数据来源：Wind 安信证券研究中心

3.2. 竞争优势

3.2.1. 桥梁作用

公司主营业务是在国内汽车工业的快速发展和全球汽车产业链重新分工的基础上形成的。本行业上游是国际知名化工企业，虽然其具有领先的技术工艺、质量标准以及大规模制造能力，但他们难以为整车厂提供本地化的个性服务，也不适合多批次的供货要求。然而下游整车生产商则要求要求一级供应商具备多种类的全系列产品线，并且要能提供协同开发、技术升级等更加全面的协作和配套服务。

公司根据国内汽车精细化学品领域的发展现状，结合国内企业在本地化、个性化、低成本经营方面的相对优势，在十余年的发展过程中形成了上下游间互惠互利且不可替代的竞争优势。公司与上游合作伙伴从最初的单一产品和简单经销模式，已发展为目前的 11 大类产品 and 配制生产及技术买断模式。公司与巴斯夫合作已达 16 年，与潘东兴的合作已达 13 年，与陶氏化学、雅富顿的合作均达 7 年；公司在一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、北京奔驰等下游整车厂的建厂之初就开始供货并合作至今，逐渐丰富的产品线也拓展了客户范围，已经与二十余家下游整车厂建立了战略合作。

3.2.2. 贴厂基地

“贴厂基地”指贴近核心客户设立综合性服务基地。公司根据国内汽车产业集群的地域分布，按照贴近整车厂、扩大覆盖面原则先后设立了长春基地、佛山基地和上海基地，目前正在筹建成都基地。公司上述四个“贴厂基地”已经覆盖国内东北、华东、华南和西南等主要汽车产业集群，布局原则符合汽车零配件服务商的发展规律，为公司业务的可持续发展奠定基础。

“贴厂基地”的职能包括技术研发、采购、生产、仓储、配送、跟踪服务、市场开发等，为现有及潜在客户提供全方位的服务。针对核心客户，公司通过“贴厂基地”保证满足 24 小时随时响应的服务需求。在整车厂零库存的情况下，为整车厂提供未来三个月的生产计划所需配套产品。公司通过“贴厂基地”为发展本地化的延伸服务提供便利，最终形成对新进竞争者的进入壁垒；同时为形成全国性的营销和服务网络提供了坚实基础。

图9 公司“贴厂基地”覆盖情况



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

4. 募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行人不低于 4000 万普通股，募集资金投资项目有四个，总投资约为 4.07 亿元，建设期均为一年。

表7 募投项目具体情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目投资	第一年投资
1	长春德联扩产改造项目	13,278.54	13,278.54
2	上海港申扩产改造项目	11,500.00	11,500.00
3	成都基地建设项目	8,000.00	8,000.00
4	广东德联(扩建)技术改造项目	7,950.05	7,950.05
合计		40,728.59	40,728.59

数据来源: 招股意向书 安信证券研究中心

募集资金投资项目中的固定资产投资为 19,295.27 万元, 占项目投资总额的比例为 47.38%。这主要是因为汽车精细化学品领域为资金与技术密集型行业, 产品的生产和扩产需要投入大量资金购入各种生产设备和高精度现代化检测设备。

按 2008-2010 年三年平均的营业收入增长率 23.65%、三年平均的营业收入净利率 11.87%、每年新增固定资产折旧额维持 1,148.27 万元进行测算, 在经营环境不发生重大变化的情况下, 公司未来五年新增的营业收入和营业利润具体如下:

表8 2011-2015年新增收入和利润预期 (单位: 万元)

年度	新增营业收入	新增净利润	项目年折旧	新增净利润减项目折旧后余额
2011	21,897.02	2,599.18	1,148.27	1,450.91
2012	27,076.14	3,213.94	1,148.27	2,065.67
2013	33,480.25	3,974.11	1,148.27	2,825.84
2014	41,399.07	4,914.07	1,148.27	3,765.80
2015	51,190.86	6,076.36	1,148.27	4,928.09

数据来源: 招股意向书 安信证券研究中心

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

根据招股意向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 2012、2013 和 2014 年摊薄后的每股收益分别为 0.99 元、1.19 元和 1.50 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, 另一个是汽车用化学品类上市公司。我们给予公司 20-22xPE, 按照 2011 年摊薄 EPS 0.74 元, 建议询价区间为 15-16 元。预测 2012 公司摊薄计算的 EPS 为 0.99 元, 公司的合理价值区间为 19.8-21.8 元。

表 9 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 12E	备注
002664	信质电机	16.00	22.27	9.67	28	汽车定子及总成
002663	普邦园林	30.00	26.84	12.85	31	工程
002662	京威股份	20.00	43.58	25.14	20	外饰件系统-B级车
002661	克明面业	21.00	23.94	7.80	29	如意面
002660	茂硕电源	18.50	27.43	9.70	35	消费电子类电源
平均			32.59	16.39	26	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

表 10 汽车化工材料上市公司估值水平一览 截止日期: 2012-3-7

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB	备注
002324	普利特	11.61	18.42	12.45	29	35	3	3	改性聚烯烃类
002206	海利得	9.08	16.62	9.26	25	18	2	4	涤纶工业长丝
002048	宁波华翔	8.30	22.87	15.77	11	11	1	2	汽车零部件及模具
000887	中鼎股份	12.90	31.29	13.52	23	21	2	7	橡胶制品
000589	黔轮胎 A	5.39	14.76	2.01	10	23	0	2	轮胎
平均			21.62	10.73	19	20	2	4	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 下游行业增速放缓

公司主营业务是汽车精细化学品的生产和销售,因此与汽车行业的发展关系密切。2010年度国内乘用车销量创历史新高,为1,375.78万辆,同比增长33.17%。虽然根据预测中国汽车工业在今后十年仍将保持增长趋势,但经济周期、国家汽车产业政策、汽车产业自身的发展状况仍存在调整变化的可能,对汽车产业发展及公司的生产经营产生风险。

6.2. 客户集中风险

公司客户多为国内知名整车厂,向前十名客户的销售收入占当期营业收入的比例分别为84.64%、84.73%和84.84%,客户集中度相对较高。虽然公司还在逐年通过新客户的认证体系,但对其放量销售仍需时间。如果公司上述主要客户需求下降,或转向其他供应商采购产品,将给公司的经营及财务状况产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元 模型更新时间

2012-3-8

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	925.8	1,121.1	1,513.5	1,876.8	2,214.6	成长性					
减: 营业成本	723.0	880.1	1,219.9	1,518.3	1,771.7	营业收入增长率	41.6%	21.1%	35.0%	24.0%	18.0%
营业税费	2.3	4.5	4.5	5.6	6.6	营业利润增长率	15.1%	19.7%	20.9%	21.1%	25.3%
销售费用	23.5	23.1	37.8	48.8	59.8	净利润增长率	8.5%	17.9%	34.3%	20.1%	25.8%
管理费用	45.6	53.1	75.7	93.8	110.7	EBITDA 增长率	9.3%	23.6%	9.4%	21.0%	26.8%
财务费用	2.8	9.7	-6.8	-10.7	-11.1	EBIT 增长率	8.8%	24.6%	9.4%	19.7%	26.4%
资产减值损失	2.5	-0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	1.0%	25.2%	19.4%	18.7%	27.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.4%	8.8%	31.3%	23.6%	18.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.3%	22.4%	115.3%	11.0%	12.4%
营业利润	126.0	150.8	182.4	220.9	276.8	利润率					
加: 营业外净收支	2.0	1.3	4.0	3.0	5.0	毛利率	21.9%	21.5%	19.4%	19.1%	20.0%
利润总额	128.0	152.1	186.4	223.9	281.8	营业利润率	13.6%	13.5%	12.1%	11.8%	12.5%
减: 所得税	28.7	34.0	28.0	33.6	42.3	净利率	10.8%	10.5%	10.5%	10.1%	10.8%
净利润	100.0	117.9	158.4	190.4	239.5	EBITDA/营业收入	15.0%	15.4%	12.4%	12.1%	13.1%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	13.9%	14.3%	11.6%	11.2%	12.0%
货币资金	98.4	229.0	749.8	750.0	790.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	34	36	42	46
应收帐款	159.8	156.3	265.4	329.1	388.3	流动营业资本周转天数	136	133	115	116	117
应收票据	41.3	50.0	82.9	102.8	121.3	流动资产周转天数	203	218	253	272	255
预付帐款	74.1	53.2	54.4	55.9	57.7	应收帐款周转天数	52	51	49	53	55
存货	205.1	287.6	200.5	249.6	291.2	存货周转天数	74	79	58	43	44
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	251	265	299	321	307
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	183	180	161	165	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.9%	18.3%	11.4%	12.4%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.9%	12.6%	10.0%	10.7%	12.0%
固定资产	88.9	121.1	185.3	248.5	317.0	ROIC	25.3%	23.8%	26.1%	23.6%	24.2%
在建工程	14.7	5.7	5.7	5.7	5.7	费用率					
无形资产	29.5	30.6	28.6	26.7	24.9	销售费用率	2.5%	2.1%	2.5%	2.6%	2.7%
其他非流动资产	2.3	2.3	5.0	5.0	5.0	管理费用率	4.9%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	714.2	935.9	1,577.5	1,773.1	2,001.6	财务费用率	0.3%	0.9%	-0.5%	-0.6%	-0.5%
短期债务	110.3	169.9	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	7.8%	7.7%	7.0%	7.0%	7.2%
应付帐款	56.4	80.0	177.1	220.5	257.3	偿债能力					
应付票据	-	14.3	-	-	-	资产负债率	26.3%	31.1%	12.0%	13.2%	13.5%
其他流动负债	20.7	26.6	8.3	8.3	8.3	负债权益比	35.7%	45.2%	13.7%	15.1%	15.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.09	2.67	7.13	6.38	6.11
其他非流动负债	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	速动比率	1.99	1.68	6.08	5.31	5.03
负债总额	187.7	291.3	189.9	233.3	270.1	利息保障倍数	45.75	16.51	25.66	19.56	24.04
少数股东权益	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	分红指标					
股本	120.0	120.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	-	-	0.35	0.24	0.30
留存收益	404.8	522.7	1,225.7	1,378.0	1,569.6	分红比率	0.0%	0.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	526.4	644.6	1,387.6	1,539.9	1,731.5	股息收益率					

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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	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	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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