

海达股份：多领域扩张版图渐次展开

新股分析报告

报告关键点：

- 国内轨道交通市场增长迅速
- 建筑密封：EPDM替代PVC
- 建议询价区间为15.5-19.4元

报告摘要：

- 公司简介：**公司主要生产配套用于轨道交通、建筑、汽车、航运四大领域的各类橡胶零配件产品，包括轨道车辆橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件、轨道减振橡胶部件、建筑橡胶密封条、汽车橡胶密封条、集装箱橡胶部件、船用舱盖橡胶部件及其他八大类万余种产品。在国内市场，公司轨道车辆橡胶密封条产品的市场占有率超过50%，汽车天窗密封条产品的市场占有率超过60%。在全球市场，公司集装箱橡胶产品的市场占有率超过50%；船用舱盖橡胶产品的市场占有率超过60%。公司近三年净利润复合增长率为28.9%。
- 国内轨道交通市场增长迅速：**随着我国轨道交通和高速铁路的高速发展，轨道车辆、盾构隧道的密封和轨道减振等领域的橡胶零件需求增长旺盛。以每辆地铁车辆用橡胶密封条3万元、每辆高铁动车组用橡胶密封条10万元计，轨道车辆密封条的年市场需求量约为12,000万元。同时，轨道交通建设每年将带来约230,000万元橡胶减振部件的市场需求。此外，每年隧道止水密封件的市场容量约达20,000万元。
- 建筑密封：EPDM替代PVC：**在门窗、幕墙密封条的材料选择上，国内此前主要采用PVC或改性PVC材料，但由于PVC材料的抗老化性能较差，经过一年冬夏季节变迁后，容易变形使得密封性能降低甚至丧失，国际趋势是采用抗老化性能卓越的EPDM材料取代PVC材料。这将为公司产品带来广阔的发展空间。
- 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0.95元、1.16元和1.49元。给予公司2011年20-25xPE，建议询价区间为15.5-19.4元。按2012年公司18-22xPE，合理价值区间为17.1-20.9元。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；下游集装箱市场风险；应收账款风险

建议询价区间：

15.5 - 19.4 元

上市首日定价区间：

17.1 - 20.9 元

报告日期：

2012-05-04

发行数据

总股本(万股)	5,000
发行数量(万股)	1,667
网下发行(万股)	333
网上发行(万股)	1,334
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
发行日期	2012-05-09
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

钱胡寿	32.81%
钱振宇	10.87%
孙民华	8.43%
王君恺	8.43%
钱燕韵	8.02%
顾惠娟	3.16%
钱耀良	1.98%
孙民灿	1.98%
江纪安	1.98%

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	467.4	623.6	661.1	727.2	1,018.0
Growth(%)	40.2%	33.4%	6.0%	10.0%	40.0%
净利润	44.4	51.8	63.5	77.4	99.6
Growth(%)	42.5%	16.6%	22.5%	22.0%	28.6%
毛利率(%)	25.4%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润率(%)	9.5%	8.3%	9.6%	10.6%	9.8%
每股收益(元)	0.67	0.78	0.95	1.16	1.49
每股净资产(元)	3.23	4.00	8.61	9.53	10.73
净资产收益率(%)	21.5%	20.0%	11.1%	12.2%	13.9%
ROIC(%)	23.6%	22.9%	21.3%	14.3%	14.8%

1. 公司简介

1.1. 基本情况

公司主营业务为橡胶零配件的研发、生产和销售。公司主要生产配套于高端装备的各类产品，包括轨道车辆橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件、轨道减振橡胶部件、建筑橡胶密封条、汽车橡胶密封条、集装箱橡胶部件、船用舱盖橡胶部件及其他共八大类万余种产品，广泛应用于轨道交通、建筑、汽车、航运四大领域。

20世纪90年代末，海达以生产船用橡胶密封产品起家，抓住国际造船市场向亚洲及中国转移的契机，成功实现了部分船用橡胶密封产品的进口替代。2001年公司与麦基嘉合资设立子公司海麦公司，借此成为全球最大的船用舱盖橡胶部件供应商。随后，在船用产品生产经验的基础上，公司又开发了集装箱橡胶部件产品，再一次成功实现进口替代。进入21世纪后，国内北京、上海、广州等大城市的地铁修建逐渐兴起，公司迅速开发出盾构隧道止水橡胶密封件产品，将其应用延伸到轨道车辆密封、轨道减振等轨道交通的子领域。2004年前后，公司开始进入建筑、汽车领域，继续开拓新的应用领域。

图1 公司各类产品的发展演变情况

	1990年代末	2000年-2003年	2004年-2008年	2008年-2010年
汽车橡胶密封条			进入期	成长期
轨道减振橡胶部件			进入期	成长期
建筑橡胶密封条		进入期	成长期	爆发期
盾构隧道止水橡胶密封件		进入期	成长期	爆发期
轨道车辆橡胶密封条		进入期	成长期	爆发期
集装箱橡胶部件	进入期	成长期	爆发期	成熟期
船用舱盖橡胶部件	进入期	成长期	爆发期	成熟期

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

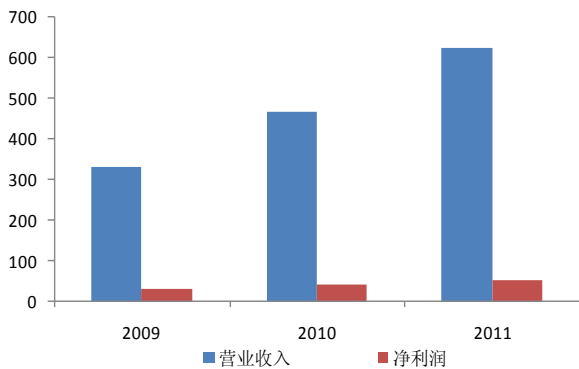
1.2. 高端市场的细分行业龙头

由于橡胶零配件种类繁多，行业内的竞争存在两极分化的局面。一方面低端产品市场投资小、见效快，生产企业众多，产品品质良莠不齐，行业集中度较低；另一方面高端产品性能要求高，技术难度大，进入门槛高，因此能够提供高端产品与服务的企业较少，市场竞争激烈程度相对较低。

目前，公司在多个细分领域取得了较高的市场占有率。在国内市场上，公司是盾构隧道止水橡胶密封件产品的最主要供应商之一，且在轨道车辆橡胶密封条市场的占有率超过50%，在汽车天窗密封条市场的占有率超过60%。在全球市场，公司在集装箱橡胶部件领域的市场占有率超过50%；在船用舱盖橡胶部件领域的市场占有率超过60%。

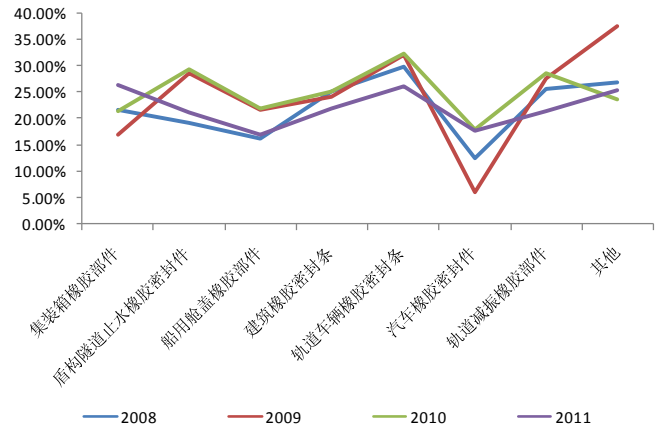
公司2009年，2010年，2011年营业收入分别为3.33亿元，4.67亿元和6.24亿元。净利润分别为0.31亿元，0.44亿元，0.52亿元，复合增长率为28.9%。

图 2 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 3 产品毛利率

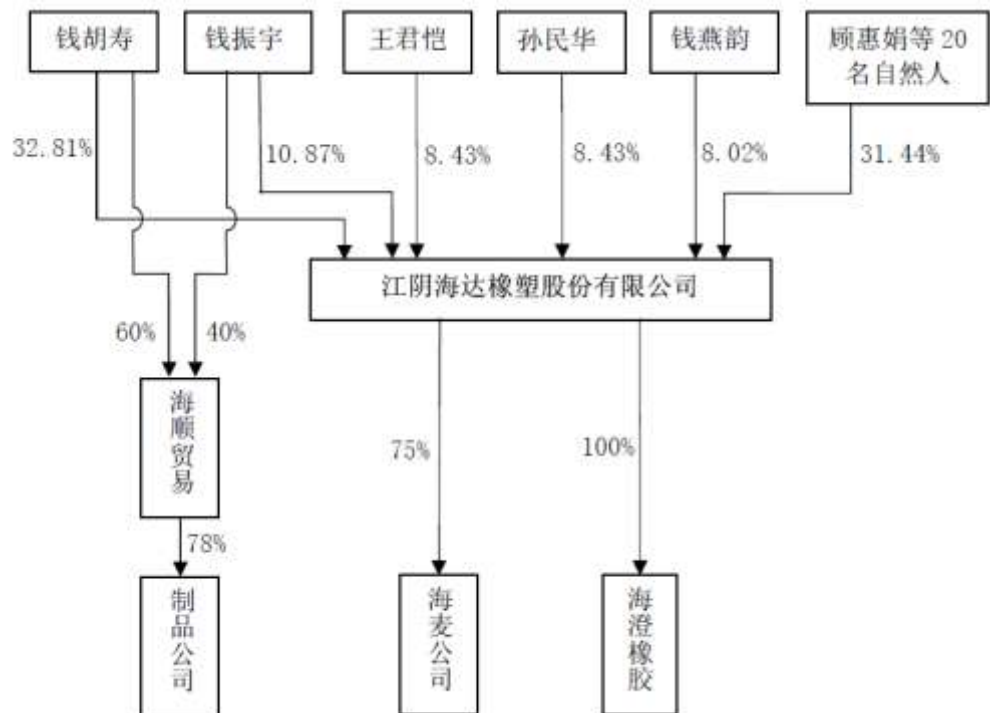


数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

公司的股东为 25 位自然人，主要股东为钱胡寿先生、钱振宇先生、孙民华女士、王君恺先生、钱燕韵女士。实际控制人钱胡寿持有公司 32.81% 的股份。公司此次拟发行 1,667 万股，发行后总股本 6,667，此次发行占比 25%。

公司拥有一家全资子公司，海澄橡胶（主要业务是橡塑制品的生产销售）和一家控股子公司，海麦公司（主要业务是船用橡塑制品的生产）。股权结构见下图。

图 4 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

2.1. 橡胶零配件用途广泛

橡胶零配件以天然橡胶或各种合成橡胶为原料,辅以不同品种及数量的添加剂以改变橡胶性能指标,并以相应的工艺完成制造,进而生产出各种橡胶零配件产品。随着技术的不断创新和发展,橡胶零配件的应用领域不断扩大,目前已渗透至国民经济和国防建设的各个领域,对于现代工业体系不可或缺。

2.2. 国内轨道交通市场增长迅速

轨道交通领域主要包括高速铁路城市轨道交通两部分。2003年以来,我国先后开工建设铁路新线3万公里,到2009年底,我国铁路营运里程达8.6万公里,位居世界第二;2010年底,中国铁路营运里程达9.2万公里,其中高速铁路营运里程已达7,531公里,居世界首位。根据《国家中长期铁路网规划》,到2012年,我国铁路营运里程将达11万公里,其中新建高铁总里程超过1.3万公里;到2020年,我国铁路营运里程将达12万公里,其中新建高铁总里程超过1.6万公里。据此预测未来十年我国每年新增高速铁路里程约为4,000-5,000公里。

国际经验表明,当一国城市化率超过60%时,城市轨道交通将实现高速发展以解决城市拥堵问题。而我国的城市化率已超过50%,面临的交通拥堵问题也日益严重。截至2010年底,已有36个城市上报了城市轨道交通建设规划,国务院正式批复33个,已允许逐步开工建设。截至2009年底,我国共有11个城市开通城市内轨道交通,营业里程达1,012公里。2010、2011年预计新增营运里程分别为477公里、284公里,2012-2020年预计新增营运里程为5,575公里,为2009年底的5.5倍。

轨道交通的高速发展,给公司的轨道车辆橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件、和轨道减振橡胶部件产品带来巨大的市场空间。根据上述地铁营运里程增长规划,以每公里线路运营车辆5辆保守估算,2012-2020年间将新增地铁车辆约2.8万辆,年均约3,000辆。预计2011年动车组交付量约350辆,2012年约400辆。除国内市场外,由于中国在高铁建设中取得的巨大成就,中国的铁路装备企业已逐渐开始了出口,预计2018年前后达到每年200辆的水平。以每辆地铁车辆用橡胶密封条3万元、每辆高铁动车组用橡胶密封条10万元计,轨道车辆密封条的年市场需求量约为12,000万元。

同时,隧道施工还要用到盾构隧道止水橡胶密封件。城市轨道交通中70%-80%为地下线路,其中约70%的地铁隧道将以盾构法挖掘,据此计算,未来我国每年因地铁建设新增的盾构隧道长度将达300公里以上。此外,高速铁路在越山、过江、穿过繁华路段时也将采用盾构隧道的形式,预计未来每年新建此类隧道约达100公里。若将市政隧道也计算入内,其他类隧道施工保守估计也将超过每年100公里。据此估算,每年隧道止水密封件的市场容量约达20,000万元。

随着高速铁路、地铁的兴起和环保意识的增强,轨道减振产品的需求进一步提高。预计轨道交通建设每年将带来约230,000万元橡胶减振部件的市场需求。

2.3. 建筑密封: EPDM 替代 PVC

在门窗、幕墙密封条的材料选择上,国内此前主要采用PVC或改性PVC材料,但由于PVC材料的抗老化性能较差,经过一年冬夏季节变迁后,容易变形使得密封性能降低甚至丧失,国际趋势是采用抗老化性能卓越的EPDM材料取代PVC材料。

表1 EPDM较PVC性能优越

性能	EPDM	PVC
望	有质感，呈亚光	呈亮光
闻	微腥味，橡胶味	塑料味（甚至有刺鼻气味）
摸/捏	挺性好，弹性足（尤其在低温时弹性变化小）	柔软但弹性差，受温度影响大（尤其在低温硬度变化大）
拉	易回复，韧性好	拉伸后回复慢，韧性差
烧	燃烧后呈粉末状可做阻燃无毒处理	起泡，受热收缩，熔化典型塑料特征
使用寿命	20-30年	1-3年

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

2.4. 航运渐复苏，胶件需求回升

航运业的景气程度与世界经济的发展状况和经济周期紧密联系。在经受了 2008 经济危机后，航运业一度陷入萧条。目前，随着全球经济的逐步复苏，航运市场正逐步回暖。但由于航运市场的长周期性以及前期积累的大量运力需消化，此市场难以在短期内迅速恢复并大幅增长，不过最困难的时期已经过去。

船用舱盖橡胶密封条方面，目前全球用量已基本全部由中国制造。以每条新造船需使用舱口盖密封条 600-1,000 米计，同时考虑修船等用量，预计全球每年舱口盖密封条需求量在 3,200 吨左右，加上弹性支撑块和水密门窗密封条及其他橡胶部件的需求，预计全球每年船用舱盖橡胶部件的需求总量约达 4,600 吨。

此外，橡胶零部件还在汽车、高端装备制造产业、节能环保产业、新能源产业等领域有着广泛的应用。丰富的下游不仅提供了广阔的市场空间，还在一定程度上平滑了主要下游的需求波动性。

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		2009	2010	2011
盈利能力	ROE	17.4%	21.5%	20.0%
	毛利率	26.5%	25.4%	21.9%
	期间费用率	13.3%	12.6%	10.9%
偿债能力	流动比率	1.26	1.33	1.54
	速动比率	0.94	1.04	1.27
	资产负债率	52.3%	53.1%	49.3%
营运能力	应收账款周转率	2.69	3.05	3.24

	存货周转率	5.59	7.16	9.11
成长能力	每股经营活动现金流	0.83	0.05	0.57
	EPS	0.47	0.67	0.78

数据来源: Wind 安信证券研究中心

3.2. 竞争优势

3.2.1. 技术优势

公司的技术优势主要体现为配方工艺优势和技术融合优势,其中配方工艺优势是基础。公司的配方工艺优势,最集中的表现为三大核心技术。首先,“高效、低烟、低毒阻燃技术”已通过了法国、德国、英国权威机构的检测,生产的产品满足国际最高标准,烟雾毒性达 F1 级,可完全实现进口替代。其次,“可控海绵橡胶发泡技术”能够让海绵体发孔均匀,使产品拥有更佳的动静比值与永久变形度。第三,“复合挤出-微波-热空气连续硫化技术”,能够使产品的膨胀倍率大于 350%,更好地起到密封与防水效果。

公司已获专利 116 项,其中 6 项为发明专利。公司陆续承担了多项国家、省(部)级科技计划,其中国家高技术研究发展 863 计划 1 项,国家级火炬计划 3 项,科技部技术创新基金项目 1 项,江苏省火炬计划 3 项;公司 3 种产品被认定为国家级重点新产品,6 种产品被认定为江苏省高新技术产品。

3.2.2. 客户优势

凭借一流的技术和过硬的产品质量,以替代进口为市场切入点,在已切入的多个细分领域取得了较高的市场占有率,拥有一大批优质的客户资源,在四大主要产品领域的客户都是行业龙头企业。

表3 公司各领域客户

应用领域	产品	主要客户
轨道交通	轨道车辆橡胶密封条	中国南车、中国北车、庞巴迪
	盾构隧道止水橡胶密封件	中国中铁、中国铁建、中国建筑
	轨道减振橡胶部件	中国中铁、中国铁建、中国建筑
建筑	建筑橡胶密封条	江河幕墙、沈阳远大、金螳螂旭格、海德鲁、阿鲁克
汽车	汽车橡胶密封条	福耀玻璃、耀皮玻璃、圣戈班伟巴斯特、英纳法、阿文美驰
航运	集装箱橡胶部件	中集集团、胜狮集团、新华昌集团、东方国际集团、马士基工业、进道集团
	船用舱盖橡胶部件	麦基嘉

数据来源: 招股意向书 安信证券研究中心

3.2.3. 产品梯队优势

公司多年来成长脉络清晰，以技术为先导，以替代进口为契机，渐次进入各高端配套领域，形成梯队发展的产品结构。公司目前的产品结构中，船用舱盖橡胶部件和集装箱橡胶部件等航运领域产品，为公司传统产品，收入较为稳定；随着高铁和地铁的持续建设，轨道车辆橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件和轨道减振橡胶部件等轨道交通领域产品将会成为公司一项重要的利润来源；公司新切入的建筑和汽车领域，近几年收入规模大幅增长，未来成长空间较大。

4. 募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行不低于 1667 万股人民币普通股，募集资金投资项目及投资金额如下图所示。其中，年加工 2.5 万吨混炼胶密炼中心扩建项目的产品是高品质混炼胶。该高品质混炼胶系中间产品，是年产 7,000 吨工程橡胶制品生产项目、年产 10,000 吨车辆及建筑密封件建设项目和公司其他项目制造高性能橡胶零配件产品的主要原料。

表4 募投项目具体情况

序号	募集资金投资项目	投资总额（万元）	项目建设期
1	年加工 2.5 万吨混炼胶密炼中心扩建项目	5,772	2 年
2	年产 7,000 吨工程橡胶制品生产项目	6,330	2 年
3	年产 10,000 吨车辆及建筑密封件建设项目	14,440	2 年
4	企业研发中心建设项目	1,958	1 年

数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

“年加工 2.5 万吨混炼胶密炼中心扩建项目”所得税后项目投资内部收益率为 20.00%，项目所得税后投资回收期为 6.04 年。“年产 7,000 吨工程橡胶制品生产项目”项目投产后正常年利润总额为 2,648.90 万元，税后利润为 2,251.60 万元。所得税后项目投资内部收益率为 25.06%，项目所得税后投资回收期为 6.03 年。“年产 10,000 吨车辆及建筑密封件建设项目”投产后正常年利润总额为 5,089.81 万元，税后利润为 4,326.34 万元。所得税后项目投资内部收益率为 22.56%，项目所得税后投资回收期为 6.21 年。

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 0.95 元、1.16 元和 1.49 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 家创业板上市公司，另一个是橡胶制品业上市公司。我们给予公司 20-25xPE，按照 2011 年摊薄 EPS 0.78 元，建议询价区间为 15.5-19.4 元。我们给予公司 18-22xPE，预测 2012 公司摊薄计算的 EPS 为 0.95 元，公司的合理价值区间为 17.1-20.9 元。

表 5 最新创业板上市公司估值水平一览

代码	名称	价格	毛利率	净利率	PE 12E	备注
300317	珈伟股份	11.00	26.84	9.25	28	太阳能草坪灯
300316	晶盛机电	33.00	55.40	33.35	35	全自动单晶硅生长炉
300315	掌趣科技	16.00	59.56	35.24	48	移动终端单机游戏
300314	戴维医疗	20.00	54.17	21.72	30	培养箱系列
300313	天山生物	13.00	60.63	42.73	57	普通冻精
平均			51.03	28.49	40	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

表 6 有机高分子材料上市公司估值水平一览 截止日期: 2012-5-3

代码	名称	价格	毛利率	净利率	PE 11A	PE 12E	备注
601058	赛轮股份	7.96	8.35	2.80	27	21	轮胎
002224	三力士	8.53	23.14	8.57	22	26	高分子聚合物
300237	美晨科技	23.28	33.68	14.03	16	16	专用设备与零部件
000589	黔轮胎 A	5.21	14.76	2.01	20	22	轮胎、汽车橡胶配件
002381	双箭股份	13.37	15.06	4.88	42	43	高分子聚合物
平均			14.79	3.98	25	24	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 原材料价格波动风险

公司的主要原材料为橡胶、炭黑和加工油,其价格走势与原油和天然橡胶的价格走势密切相关。原材料价格的波动将对公司产品成本产生一定影响,公司面临原材料价格波动风险。

6.2. 下游集装箱市场风险

公司集装箱橡胶部件类产品需求波动与集装箱的市场需求波动一致,受全球经济状况、国际贸易繁荣程度影响较大。目前美国经济增速放缓、欧债危机升级、新兴经济体高通胀的影响,全球经济发展仍存在较大的不确定性,未来集装箱市场的发展将面临一定的挑战。

6.3. 应收账款风险

2008 年末、2009 年末、2010 年末和 2011 年末,公司应收账款余额分别为 11,657.15 万元、12,056.98 万元、18,636.70 万元和 19,026.54 万元,平均占总收入比例为 34.6%。虽然公司主要客户均为信誉良好的业内知名企业,发生坏账的可能性较小,但较大的应收账款余额使公司的流动资金面临较大压力。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2012-5-2		
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	467.4	623.6	661.1	727.2	1,018.0	成长性						
减: 营业成本	348.6	487.0	515.6	567.2	794.1	营业收入增长率	40.2%	33.4%	6.0%	10.0%	40.0%	
营业税费	1.6	2.6	3.3	3.6	5.1	营业利润增长率	29.8%	18.6%	13.6%	23.3%	27.2%	
销售费用	18.9	19.7	23.1	21.8	35.6	净利润增长率	42.5%	16.6%	22.5%	22.0%	28.6%	
管理费用	33.2	36.8	39.7	43.6	61.1	EBITDA 增长率	25.3%	21.8%	3.5%	23.2%	27.4%	
财务费用	6.7	11.6	4.0	-0.2	2.8	EBIT 增长率	26.9%	24.6%	1.5%	16.6%	30.5%	
资产减值损失	4.2	1.9	2.4	1.1	5.0	NOPLAT 增长率	35.3%	22.9%	3.1%	15.3%	32.0%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.4%	11.0%	71.8%	27.5%	24.4%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.0%	23.8%	115.3%	10.8%	12.5%	
营业利润	54.1	64.2	72.9	90.0	114.4	利润率						
加: 营业外净收支	1.8	0.9	-	-1.0	-	毛利率	25.4%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%	
利润总额	55.9	65.1	72.9	89.0	114.4	营业利润率	11.6%	10.3%	11.0%	12.4%	11.2%	
减: 所得税	9.8	11.7	9.5	11.6	14.9	净利润率	9.5%	8.3%	9.6%	10.6%	9.8%	
净利润	44.4	51.8	63.5	77.4	99.6	EBITDA/营业收入	15.4%	14.0%	13.7%	15.3%	14.0%	
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	13.0%	12.2%	11.6%	12.3%	11.5%	
货币资金	49.9	104.9	179.2	58.2	81.4	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	98	72	92	134	120	
应收帐款	185.7	195.6	215.1	236.6	331.2	流动营业资本周转天数	90	95	134	163	149	
应收票据	0.7	5.0	9.1	10.0	13.9	流动资产周转天数	216	201	244	233	183	
预付帐款	7.3	11.1	21.5	32.8	48.7	应收帐款周转天数	118	111	113	113	101	
存货	68.3	68.6	84.8	93.2	130.5	存货周转天数	50	39	42	44	40	
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	329	284	347	378	311	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	195	173	233	304	273	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	0.1	0.1	-	-	-	ROE	21.5%	20.0%	11.1%	12.2%	13.9%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	10.2%	8.5%	9.9%	10.2%	
固定资产	127.7	121.4	216.4	325.3	351.0	ROIC	23.6%	22.9%	21.3%	14.3%	14.8%	
在建工程	6.1	6.5	6.5	6.5	6.5	费用率						
无形资产	11.4	11.1	10.4	9.7	9.0	销售费用率	4.1%	3.2%	3.5%	3.0%	3.5%	
其他非流动资产	1.2	1.4	6.5	6.5	6.5	管理费用率	7.1%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	
资产总额	458.5	525.7	749.4	778.7	978.8	财务费用率	1.4%	1.9%	0.6%	0.0%	0.3%	
短期债务	118.0	153.0	93.0	53.2	141.9	三费/营业收入	12.6%	10.9%	10.1%	9.0%	9.8%	
应付帐款	98.2	75.6	72.0	79.3	111.0	偿债能力						
应付票据	-	5.0	-	-	-	资产负债率	53.1%	49.3%	23.4%	18.4%	26.9%	
其他流动负债	17.5	16.5	18.5	18.5	18.5	负债权益比	113.1%	97.3%	30.6%	22.5%	36.8%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.33	1.54	3.06	3.22	2.38	
其他非流动负债	9.7	9.1	9.1	9.1	9.1	速动比率	1.04	1.27	2.55	2.52	1.87	
负债总额	243.3	259.2	175.6	143.0	263.5	利息保障倍数	9.08	6.53	19.15	446.57	42.59	
少数股东权益	10.2	9.9	9.9	9.9	9.9	分红指标						
股本	50.0	50.0	66.7	66.7	66.7	DPS(元)	-	-	0.19	0.23	0.30	
留存收益	154.9	163.0	497.2	559.1	638.7	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	215.2	266.5	573.7	635.7	715.3	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唯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	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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