



照准投资时点 把握齐翔“腾达”

增持

——齐翔腾达（002408）深度研究报告——

内容摘要:

● **投资逻辑:** 公司作为一家专注于碳四深加工的企业。目前产能也跃居世界第一，产品品质与世界知名公司相当，在国际市场拥有较强的竞争力，2011年公司甲乙酮销往国外营收同比增长327.88%。公司所处行业由于原料资源（碳四）供应的不稳定使得存在一定壁垒性，公司凭借强大的资源掌控能力，拥有充足的碳四资源，开工率一直远高于行业平均标准，更能保证下游碳四深加工的原料充分供给。同时，由于公司原料纯度较高，公司产品在品质和成本方面市场优势明显。工艺及催化剂方面的技术远高于同行业水平，保证了公司的行业领先优势。

募投项目

10万吨丁二烯: 公司作为碳四深加工企业，拥有实力较强的科研团队，6月份投产的十万吨丁二烯项目就是应用公司储备多年的成熟技术。丁烯氧化脱氢制取丁二烯技术储备，改变国内只能从混合碳四抽提丁二烯的工艺路线，在混合碳四资源有限的情况下，该技术优势明显。由于公司原料纯度较高，最终丁二烯收率可达到95%。大大降低成本，提高了产品的品质。丁二烯是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料，由于全球对高端轮胎的需求增长较快，合成橡胶产能增速高达9%以上，而丁二烯的产能增速仅为3%左右，使得丁二烯供不应求。

5万吨稀土顺丁橡胶: 公司13年投产的稀土顺丁橡胶市场前景广阔，技术被外国垄断，国内尚无工业化生产企业，未来公司突破该技术，成功实现工业化生产，进口替代空间巨大。

● **盈利预测与估值:** 预计公司2012-2014年EPS为0.83元、1.73元和1.92元。当前价格下PE分别为20.32倍、9.75倍和8.79倍，鉴于公司股价正处于调整中，最好的投资时点应处于三季度中期，暂时给予“增持”评级。

● **风险提示:** 原油价格持续走低，将导致甲乙酮价格短期难以回调，公司收入来源主要依靠甲乙酮单一产品，该产品价格下跌将直接导致公司净利润大幅下滑。稀土顺丁橡胶不能正常投产。

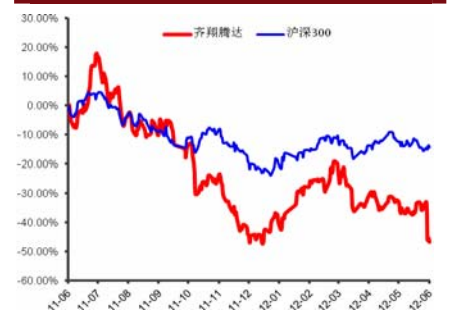
分析师

梁从勇
执业证号: S1250511110003
电话: 010-57631180
邮箱: lcyong@swsc.com.cn

联系人

商艾华
电话: 023-63786519
邮箱: shah@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(万股)	56064.96
流通A股(万股)	19224.00
52周内股价区间(元)	14.83-37.70
总市值(亿元)	91.16
总资产(亿元)	31.35
每股净资产(元)	6.42
当前价(元)	16.33

目 录

一、投资逻辑.....	1
二、背景简述.....	2
(一) 乙酰酮产能位居世界第一.....	2
(二) 公司主营业务突出: 乙酰酮是公司主要利润来源.....	2
(三) 行业发展格局已定, 有限碳四构成资源壁垒.....	3
(四) 下游行业景气度下行, 乙酰酮需求走低.....	4
三、募投项目.....	5
(一) 丁二烯技术优势明显.....	5
(二) 丁二烯供需持续偏紧.....	5
(三) 稀土顺丁橡胶延伸碳四产业链.....	6
四、运营效率.....	7
五、盈利分析与投资建议.....	7
(一) 盈利假设.....	7
(二) 主营业务预测.....	8
(三) 投资建议.....	9
六、风险因素.....	9

插图目录

图 1 公司股权结构图	2
图 2 2011 年主要产品营收占比	3
图 3 2011 年主要产品毛利占比	3
图 4 2010 年区域营收占比	3
图 5 2011 年区域营收占比	3
图 6 国内合成革产量近期增长略有回升	5
图 7 国内涂料产量增长仍处于低位	5
图 8 国内丁二烯供应较为集中	6
图 9 丁二烯下游需求占比	6
图 10 公司资产收益率	7
图 11 公司毛利与净利稳步增长	7

表格目录

表 1 国外生产企业集中度较高 (万吨/年)	3
表 2 国内甲乙酮集中于九家生产企业 (万吨/年)	4
表 3 我国顺丁烯橡胶产能及在建产能统计 (万吨/年)	6
表 4 主营业务预测 (万元)	8
表 5 财务和估值数据摘要 (百万元)	10
表 6 报表预测 (百万元)	10

一、投资逻辑

第一、公司作为一家专注于碳四深加工的企业，专业加专注决定成功。

公司上市以来一直是以甲乙酮为主要产品，配以 MTBE、异丁烯和叔丁醇等产品组合的产品结构。主营业务一直未发生变化。齐翔腾达作为国内较早生产甲乙酮的骨干企业在 2002 年拥有第一套装置，并通过生产实践取得了一系列技术上的重大突破，最终在甲乙酮产成品率和质量方面处于领先水平。目前作为世界产能最大的甲乙酮生产企业与国际知名公司的产品品质相当，在国际市场拥有较强的竞争力，2011 年公司甲乙酮销往国外营收同比增长 327.88%。

第二、公司所处行业壁垒性，决定公司在现阶段的快速发展。

富含丁烯组分的原料碳四市场供应不足，一直限制行业快速发展，使得我国绝大多数甲乙酮生产企业开工率不足，平均开工率不足 80%，公司不仅原料供应充足，而且公司的工艺及催化剂技术领先，克服了其他生产企业普遍出现的对于原料质量不稳定以及工艺不成熟导致的开工率不足。公司对于碳四中丁烯含量的要求较宽泛，开工率一直维持在 100% 以上。在保证原料稳定供应的基础上，未来公司在碳四深加工方面更具资源优势及技术优势。目前齐翔腾达是国内仅有的八家甲乙酮生产企业中除天利高新之外的民营企业，民营企业不受困于体制限制，基于自身优势及本身利益的角度更适合继续做大做强碳四深加工。

第三、公司丁二烯项目的顺利投产，提高公司业绩弹性。

丁二烯主要应用于合成橡胶和树脂，新增产能增速较小，受轮胎等需求拉动十二五期间将呈现供小于求状态。丁二烯项目的工艺及催化剂是公司自主研发，加之公司原料纯度较高从而保证丁二烯收率能够达到 95%。在丁二烯行业紧平衡的背景下，下半年价格有可能再度回升。

未来关注点：公司的优势在于对于上游碳四资源的掌控能力，以及在工艺及催化剂方面的技术实力，使得公司对于碳四原料的需求更为宽泛，为公司进一步扩大主营产品市场份额以及不断推出新品种提供稳定的原料来源。因此，公司与上游炼化企业的合作以及对碳四深加工相关产品的推陈出新都将推动公司业绩轮动爆发。

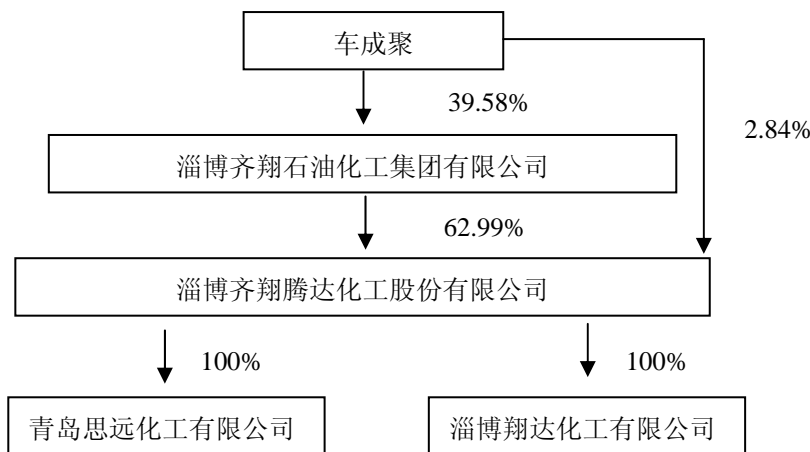
我们判断，2012 年上半年处于业绩低谷，下半年有两波补库存行情对甲乙酮有一定的消费拉动。最近投产的十万吨丁二烯项目的市场前景广阔，该项目贡献的营收相当于甲乙酮，随着该项目的顺利投产，下半年公司盈利水平将比上半年有大幅提升，但受经济形势及下游需求目前仍比较疲弱，应注意适当把握投资时点。公司作为类资源型公司，结合目前经济形势下，该类公司抗风险能力较强，具备一定的投资价值。暂时给予“增持”评级。

二、背景简述

（一） 甲乙酮产能位居世界第一

公司目前成为甲乙酮行业龙头企业：公司属于精细化工行业，专注于对碳四的深度加工，转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。目前，公司已形成以甲乙酮为主导，MTBE、异丁烯和叔丁醇等产品为辅的产品结构，随着今年6月份丁二烯项目的顺利投产，丁二烯将成为公司另一主要产品。目前公司主要产品甲乙酮设计产能达到14万吨，其中淄博设计产能6万吨，青岛黄岛设计产能8万吨，2011年的实际产量超过19万吨，产能利用率很高。公司甲乙酮在国内同行业排名第一，市场占有率超过30%。日本地震之后，日本丸善17万产能装置到目前为止只恢复重建一半，因此齐翔腾达跃居成为全球产能第一的甲乙酮生产企业。

图 1 公司股权结构图

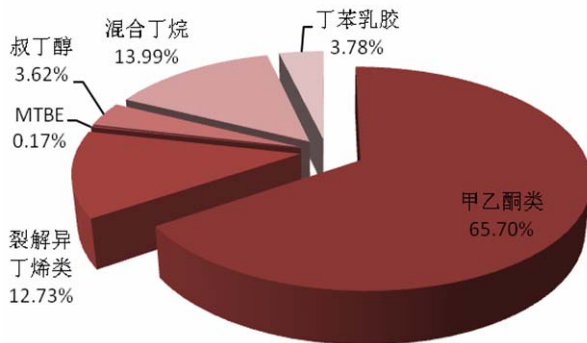


数据来源：公司年报，西南证券研发中心

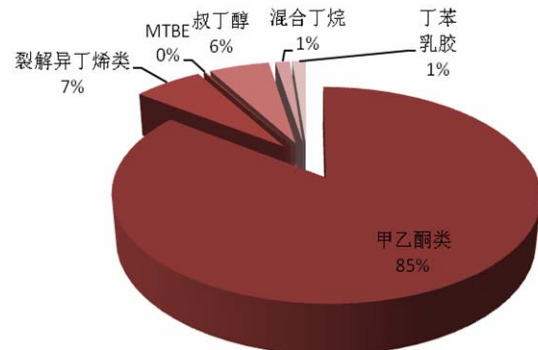
（二） 公司主营业务突出：甲乙酮是公司主要利润来源

公司上市以来一直是以甲乙酮为主要产品，配以 MTBE、异丁烯和叔丁醇等产品组合的产品结构。主营业务一直未发生变化，甲乙酮营收占比与毛利占比较大，随着丁二烯项目的投产，有望改善公司过度依赖单一产品的风险。

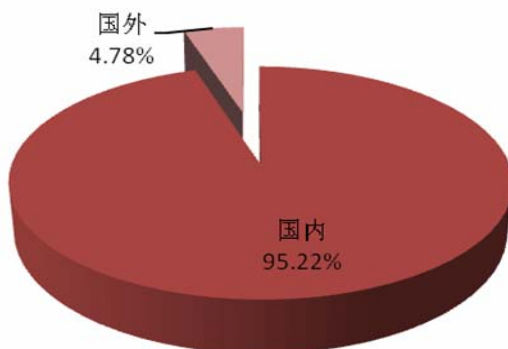
公司在甲乙酮产成品率和质量方面处于领先水平。目前作为世界产能最大的甲乙酮生产企业与国际知名公司的产品品质相当，在国际市场拥有较强的竞争力，公司在不断扩大产能的同时，加上日本地震给国际甲乙酮市场格局带来了较大的变化，公司适时调整销售策略，扩大出口销售，且以外销带动内贸，收到良好效果。2011年公司甲乙酮销往国外营收同比增长327.88%。

图 2 2011 年主要产品营收占比


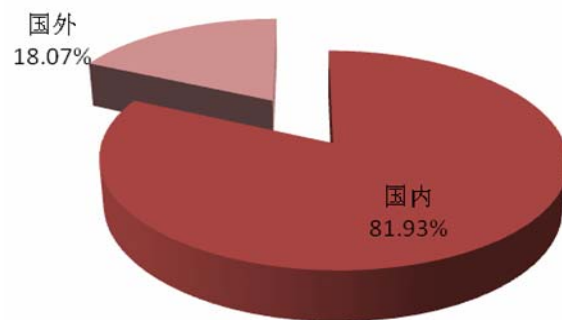
数据来源：公司年报，西南证券研发中心

图 3 2011 年主要产品毛利占比


数据来源：公司年报，西南证券研发中心

图 4 2010 年区域营收占比


数据来源：公司年报，西南证券研发中心

图 5 2011 年区域营收占比


数据来源：公司年报，西南证券研发中心

（三）行业发展格局已定，有限碳四构成资源壁垒

供应端受原材料及国外产能减少的影响呈偏紧状况。国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为 102.1 万吨，约占世界总产能的 61.58%。国外受环保方面影响，无法上新的项目，随着老的装置逐渐报废，国外甲乙酮供应面临逐步萎缩的趋势。

表 1 国外生产企业集中度较高（万吨/年）

生产厂家	产能	国家或地区
1 美国塞拉尼斯化工公司	13.6	美国
2 美国埃克森美孚化学公司	13.5	美国
3 英国埃克森美孚化学公司	13.5	英国
4 日本东燃化学	9.5	日本
5 丸善石油化工公司	8.5	日本
6 荷兰壳牌化学公司	7	荷兰
7 德国萨索尔溶剂公司	7	德国
8 德国罗地亚	6.5	德国
9 台湾石化合成公司（6万吨/年） 李长荣化学公司（3万吨/年）	9	中国台湾

	生产厂家	产能	国家或地区
10	南非 Sasol 化学公司	5.5	南非
11	韩国 Yukong	5	韩国
12	法国埃尔夫-阿托化学公司	5	法国
13	美国壳牌	4	美国
14	日本出光 Idemitsu	4	日本
15	西 Oxiteno 公司	4	—
16	罗马尼亚 Petro Brazi	3	罗马尼亚

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

公司工艺及催化剂技术领先，对碳四资源“不挑食”。富含丁烯组分的原料碳四市场供应不足，一直制约行业快速发展。部分甲乙酮企业由于生产工艺不稳定等因素也使得其产能利用不足，使得我国绝大多数甲乙酮生产企业平均开工率不足 80%。公司原材料主要来源于齐鲁石化和青岛炼化（签订了长期供应碳四的战略合作框架协议）保证了原料供应充足，而且公司在工艺及催化剂技术方面技术领先，对于碳四中丁烯含量的要求更为宽泛（高于 20%均能够加工），公司开工率一直维持在 100%以上。因此未来公司在碳四深加工方面更具有资源优势及技术优势。目前齐翔腾达与天利高新是国内仅有的九家甲乙酮生产企业中除中石油、中海油、中石化之外的民营企业，公司国内市场份额达到 30%以上，远高于天利高新的 12%。

表 2 国内甲乙酮集中于九家生产企业（万吨/年）

	生产厂家	产能	碳四来源
1	齐翔腾达	14	齐鲁石化、青岛炼化、天津中沙
2	兰州石化	6	
3	抚顺石化	5.5	中石油集团
4	天利高新	4	中石油独山子石化
5	泰州石化	4	中石化扬子石化
6	哈尔滨石化	3	
7	黑龙江石化	1.5	
8	河北中捷	3	
9	中蓝石化	1.2	
	总计	42.2	

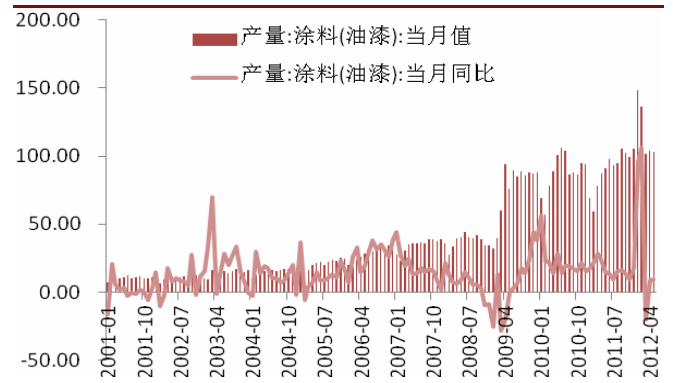
数据来源：公司公告，西南证券研发中心

（四）下游行业景气度下行，甲乙酮需求走低

国内甲乙酮产品下游行业主要为合成革、涂料、胶粘剂、油墨，同时也用于润滑油脱蜡、磁带及其他化工行业中，其中合成革与涂料（汽车涂料、航天设备、船舶）占比 40%以上，胶粘剂占 30%以上，油墨占 10%左右。公司主要产品的下游行业发展与国民经济整体发展趋势一致，宏观经济波动对公司产品的市场需求影响较大，从目前的数据来看近期合成革表现略有回暖，涂料产量增长仍处于较低水平。

图 6 国内合成革产量近期增长略有回升


数据来源: Wind、西南证券研发中心

图 7 国内涂料产量增长仍处于低位


数据来源: Wind、西南证券研发中心

三、募投项目

(一) 丁二烯技术优势明显

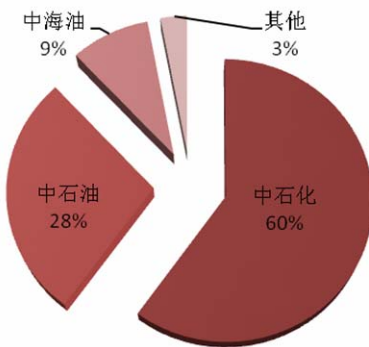
公司拥有 10 万吨的丁二烯设计产能，丁烯氧化脱氢制取丁二烯技术储备，改变国内只能从混合碳四抽提丁二烯的工艺路线，在混合碳四资源有限的情况下，该技术优势明显。公司通过正丁烯氧化脱氢技术，目前转化率达到 75%（从正丁烯到丁二烯的过程），由于原料纯度较高，最终丁二烯收率可达到 95%。

(二) 丁二烯供需持续偏紧

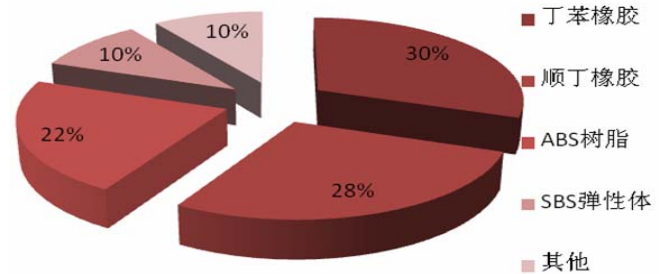
丁二烯是一种重要的聚合物单体，能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂，是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料。

丁二烯主要来自于炼化乙烯出来的副产品，因此丁二烯生产主要由大型炼化所得，全球炼油产量增速缓慢，今年来新建的乙烯产能主要以天然气（中东地区较为普遍）、页岩气（美国）等为原料，该路线基本不副产丁二烯，国内丁二烯主要集中在中石化、中石油以及中海油三大炼油企业，三家占比分别为 60%、28%、9%。从下游需求看，生产合成丁苯橡胶、顺丁橡胶、ABS 树脂、SBS 弹性体占丁二烯需求总量的 90% 以上。

丁二烯的全球供给增速缓慢，未来五年仅有 3% 左右，而丁二烯下游合成橡胶尤其是丁苯橡胶、顺丁橡胶等新增产能较多，对丁二烯的需求增速将高达 9% 以上。需求和供给在增速上呈现极度失衡，促使丁二烯供不应求，在目前的宏观背景下价格仍有走高可能。

图 8 国内丁二烯供应较为集中


数据来源：行业协会、西南证券研发中心

图 9 丁二烯下游需求占比


数据来源：行业协会、西南证券研发中心

（三）稀土顺丁橡胶延伸碳四产业链

顺丁橡胶目前较常见的为镍系顺丁橡胶、钴系顺丁橡胶、钛系顺丁橡胶和稀土系顺丁橡胶。顺丁橡胶耐寒性、耐磨性和弹性等方面表现优异，是未来发展高性能轮胎和节能轮胎的有力竞争者。用稀土顺丁橡胶代替镍系顺丁橡胶，其生产的胎侧胶的物理性能明显提高。

由于国外对稀土顺丁橡胶进行技术封锁，导致国内稀土顺丁橡胶工业化生产尚属国内空白。国内稀土顺丁橡胶需求旺盛，需求基本全靠进口满足。由于目前国内尚无工业化生产企业，未来公司突破该技术，成功实现工业化生产，进口替代空间巨大。该产品需求主要面对高端轮胎，通常稀土橡胶较普通橡胶高 3000-4000 元/吨，在国外需求明显。随着经济发展，轮胎工业对合成橡胶的品种和质量的要求越来越高，公司正在建设的稀土橡胶是未来发展高性能轮胎和节能轮胎的优选。国内稀土顺丁橡胶需求旺盛，需求基本全靠进口满足。据 Lanxess 预测，未来五年，稀土顺丁橡胶的全球增长率将达到 10% 以上，至 2014 年全球稀土顺丁橡胶的需求量将达到 55 万吨。而我国的稀土橡胶需求未来五年的复合增长率更是高达 24%，至 2014 年，我国的需求量将达到 6.5 万吨，供需缺口达 15 万吨。目前稀土橡胶正在土建，预计年底投产。预计明年一季度稳产，该项目的投产时间契合下游需求的发展，2013 年公司将迎来又一利润增长点。

表 3 我国顺丁烯橡胶产能及在建产能统计（万吨/年）

序号	厂商	产能	投产时间
1	燕山	12	1971
2	齐鲁	4	1977
3	高桥	15	1994
4	巴陵	5	1979
5	大庆	8	1997
6	锦州	5	1974
7	独山子	3.5	1995
8	台橡宇部	5.4	2009
9	玉皇化工	5	2009
	齐翔腾达	5	2012

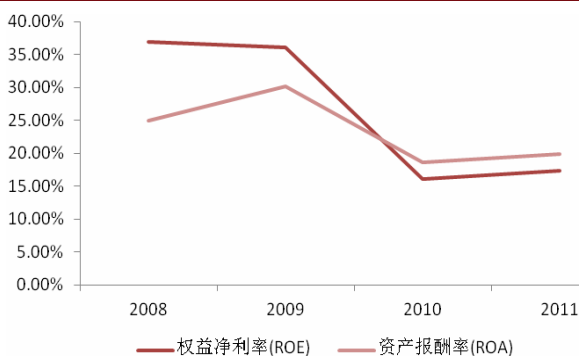
	厂商	产能	投产时间
10	四川乙烯	15	2011
11	湄洲湾氯碱	5	2011
12	合计	87.9	

数据来源：行业协会，西南证券研发中心

四、运营效率

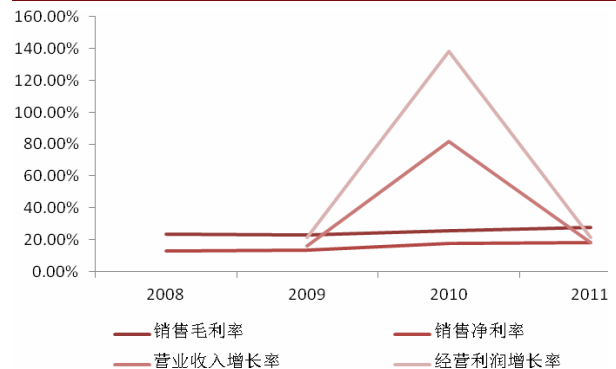
公司产品市场定价能力强。由于公司主要收入来源为甲乙酮产品的销售收入，该产品受外部宏观影响较为敏感，同时由于行业产能有限，部分装置出现停产对甲乙酮的价格影响较大，因此呈现暴涨暴跌性，公司的营业收入也随该产品价格波动明显。但是，由于公司甲乙酮产品纯度好，下游客户群体稳定，价格接受能力强，因此在甲乙酮价格大幅上涨过程中，产品的毛利维持在相对高的水平，变动幅度较小，因此也保证了公司净利的稳步增长。

图 10 公司资产收益率



数据来源：Wind、西南证券研发中心

图 11 公司毛利与净利稳步增长



数据来源：Wind、西南证券研发中心

五、盈利分析与投资建议

(一) 盈利假设

(1) 甲乙酮受原油价格走低影响目前呈阴跌走势，从甲乙酮价格的年度走势来看，目前还处于大的上涨趋势，假设 12 年下半年受房地产回暖影响，经济逐步走稳，甲乙酮下游需求恢复，12 年平均价格为 9600 元/吨，13 年和 14 年甲乙酮平均价格分别为 10000 元/吨和 11000 元/吨；

(2) 假设公司 10 万吨丁二烯于 6 月底满产，12 年为公司贡献 5 万吨产能，12 年丁二烯价格能涨至为 20000 元/吨，13 年为 22000 元/吨；

(3) 假设公司 5 万吨稀土顺丁橡胶项目进展顺利，12 年年底投产，13 年一季度能够满产，假设 13 年为公司贡献 3 万吨产能；

(4) 假设淄博和黄岛项目产能利用率都能达到 100%以上。

(5) 公司产品品质及工艺领先于同行业，因此假设毛利率及净利率维持稳定。

(二) 主营业务预测

由于公司 甲乙酮 在行业中具有较强的竞争实力, 毛利率一直高于行业平均水平, 未来仍将持续为公司创造主要的业绩。随着丁二烯项目的投产, 将给公司带来较大的业绩增厚, 我们预计公司 2012-2014 年营收有望达到 34.51 亿元、60.14 亿元和 65.41 亿元。增速分别为 23.80%, 74.27%, 8.76%。

表 4 主营业务预测 (万元)

		2010	2011	2012	2013	2014
甲乙酮	产量 (万吨)	13.31	18.00	19.00	19.00	19.00
	单价 (元/吨)	11632.22	10152.18	9600.00	10000.00	11000.00
	收入 (万元)	154824.85	182739.27	182400.00	190000.00	209000.00
	成本 (万元)	108069.09	117269.41	136800.00	121923.00	134115.30
	毛利率	30.20%	35.83%	25.00%	35.83%	35.83%
裂解异丁烯类	产量 (万吨)	3.07	3.00	3.00	3.00	3.00
	单价 (元/吨)	11044.77	11805.65	10000.00	10500.00	11025.00
	收入 (万元)	33863.27	35416.94	30000.00	31500.00	33075.00
	成本 (万元)	27038.00	30517.94	24000.00	25200.00	26460.00
	毛利率	20.16%	13.83%	20.00%	20.00%	20.00%
MTBE	产量 (万吨)	3.46	1.50	1.50	1.50	1.50
	单价 (元/吨)	745.50	306.87	306.87	306.87	306.87
	收入 (万元)	2579.43	460.30	460.30	460.30	460.30
	成本 (万元)	2157.41	340.91	340.91	340.91	340.91
	毛利率	16.36%	25.94%	25.94%	25.94%	25.94%
叔丁醇	产量 (万吨)	1.47	1.50	1.50	1.50	1.50
	单价 (元/吨)	5677.58	6712.79	6500.00	6825.00	7166.25
	收入 (万元)	8346.04	10069.18	9750.00	10237.50	10749.38
	成本 (万元)	5044.90	5792.93	5609.175	5889.634	6184.12
	毛利率	39.55%	42.47%	42.47%	42.47%	42.47%
混合丁烷	收入 (万元)	35952.98	38914.97	38914.97	38914.97	38914.97
	成本 (万元)	33634.66	37885.15	37885.15	37885.15	37885.15
	毛利率	6.44%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%
丁苯乳胶	收入 (万元)		10521.42	11573.56	12152.24	12759.85
	成本 (万元)		9557.84	10513.42	11039.09	11591.05
	毛利率		9.16%	9.16%	9.16%	9.16%
丁二烯	产量 (万吨)			4	10	10
	单价 (元/吨)			18000	18900	19845
	收入 (万元)			72000	189000	198450
	成本 (万元)			59040	151200	158760
	毛利率			18.00%	20.00%	20.00%

		2010	2011	2012	2013	2014
稀土顺丁橡胶	产量(万吨)				4.5	5
	单价(元/吨)				28700	30135
	收入(万元)				129150	150675
	成本(万元)				103320	120540
	毛利率				20.00%	20.00%
合计	收入(万元)	235958.10	278,757.72	345098.83	601415.01	654084.50
	成本(万元)	185521.52	216,266.10	274188.66	456797.79	495876.53
	毛利率	21.38%	22.42%	20.55%	24.05%	24.19%

数据来源: 西南证券研发中心

(三) 投资建议

公司主要产品都来源于碳四这一原材料,碳四是炼化副产品,因此甲乙酮走势与原油相关度较高,目前原油处于下行通道,甲乙酮受原油价格影响较为明显,价格逐日下滑,根据我们对下半年行业形势的整体判断,认为当价格到达盈亏平衡点(初步估算为7000元/吨),行业将出现逆转性机会,而根据以往三季度中旬与四季度下游均有补库存行情,对价格有支撑作用。

公司2012年-2014年EPS为0.83元、1.73元和1.92元。当前价格下(6月29日收盘价)PE分别为19.59倍、9.40倍和8.47倍,鉴于原油暂时处于反弹,短期利好因素能否维持可进一步观察,暂时给予“增持”评级。

六、风险因素

原油价格持续走低,将导致甲乙酮价格短期难以回调,公司收入来源主要依靠甲乙酮单一产品,该产品价格下跌将直接导致公司净利润大幅下滑。

募投项目稀土顺丁橡胶不能正常投产。

表 5 财务和估值数据摘要 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1297.48	2359.58	2787.58	3450.99	6014.15	6540.85
增长率(%)	16.31%	81.86%	18.14%	23.80%	74.27%	8.76%
归属母公司股东净利润	173.52	419.99	506.43	465.93	970.92	1077.00
增长率(%)	20.81%	142.05%	20.58%	-8.00%	108.38%	10.93%
每股收益(EPS)	0.309	0.749	0.903	0.831	1.732	1.921
销售毛利率	22.82%	25.35%	27.54%	20.55%	24.05%	24.19%
销售净利率	13.37%	17.80%	18.17%	13.50%	16.14%	16.47%
净资产收益率(ROE)	36.12%	16.13%	17.30%	14.36%	24.86%	23.22%
投入资本回报率(ROIC)	32.71%	69.90%	61.85%	28.88%	53.09%	42.67%
市盈率(P/E)	54.57	22.55	18.70	20.32	9.75	8.79

数据来源: Wind, 西南证券

表 6 报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1440.17	1505.75	1546.93	3151.41	营业收入	2787.58	3450.99	6014.15	6540.85
应收和预付款项	471.35	116.74	892.32	204.41	减: 营业成本	2020.01	2741.89	4567.98	4958.77
存货	121.98	190.87	330.33	235.46	营业税金及附加	16.99	21.03	36.66	39.87
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	37.21	46.06	80.27	87.3
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	102.58	127	221.32	240.7
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-17.24	-33.14	-34.34	-52.86
固定资产和在建工程	953.66	1565.4	1399.5	1233.59	资产减值损失	3.11	0	0	0
无形资产和开发支出	49.37	43.38	37.39	31.4	加: 投资收益	7.17	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	3036.52	3422.13	4206.46	4856.27	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	632.09	548.15	1142.26	1267.06
应付和预收款项	108.38	176.98	300.7	217.72	加: 其他非经营损益	-6.74	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	利润总额	625.34	548.15	1142.26	1267.06
其他负债	0	0	0	0	减: 所得税	118.92	82.22	171.34	190.06
负债合计	108.38	176.98	300.7	217.72	净利润	506.43	465.93	970.92	1077
股本	467.21	467.21	467.21	467.21	减: 少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	1541.29	1541.29	1541.29	1541.29	归属母公司股东净利润	506.43	465.93	970.92	1077
留存收益	919.64	1236.66	1897.26	2630.05	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	2928.14	3245.15	3905.76	4638.55	经营性现金净流量	-14.56	899.18	317.16	1895.85
少数股东权益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-270.31	-717.83	0	0
股东权益合计	2928.14	3245.15	3905.76	4638.55	筹资性现金净流量	-130.48	-115.77	-275.97	-291.36
负债和股东权益合计	3036.52	3422.13	4206.46	4856.27	现金流量净额	-419.32	65.58	41.18	1604.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编：400023

电话：(023) 63786246

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>