

分析师： 齐求实
执业证书编号： S0050511070001
Tel: 010-59355977
Email: qiqs@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



化工

合理估值区间(元) 7.8-8.4

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
发行市盈率(倍)	0.00
发行股数(万股)	5050
发行后总股本(万股)	20200
发行日期	2012/8/8
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	华泰联合证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	3.16
总股本/流通 A 股(万股)	15150/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2011 年 12 月 31 日	

相关研究

龙宇燃油(603003. SH)

燃油服务一体化优势 重点发展水上加油业务

投资要点

● **民营燃料油服务行业龙头公司。**龙宇燃油主营业务为船用燃料油的供应服务，产品主要用作船舶发动机燃料。公司业务范围覆盖沿海主要港口及长江下游地区。公司掌握业内领先的燃料油调合技术，具备满足客户多样化需求的能力。

● **公司具备一体化服务竞争优势。**国际航线船舶加油服务向中国的逐步转移的趋势将更为明显，中国船用燃料油市场未来将产生较大的新增需求空间。公司集炼厂采购、海上运输、调合加工、终端服务于一体，规模优势、技术优势等得以更充分发挥。提高了经营效率和核心竞争力。

● **重点加快水上加油业务。**公司在非调合油业务达到一定规模后，加快了调合油库发和水上加油业务。目前公司水上加油业务主要集中于浙江地区，计划 1-2 年内公司将以国内沿海和长江航线中型以上航运企业为主，使得加油业务规模进一步扩大。

● **募投项目扩建水上加油船队。**预计至 2015 年船舶燃料油市场需求达到 1867 万吨，年化增长率在 7.2% 左右。公司募投项目主要是扩建水上加油船队，新增每年 40.8 万吨的水上加油能力，用于加快水上加油业务发展，约占市场终端需求的 3% 左右。

● **盈利预测与估值。**预计未来 3 年公司 EPS 分别为 0.43、0.63、0.83 元。综合相对估值与绝对估值 2 种方法，公司合理股价 7.8-8.4 之间。

盈利预测

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	4570.94	5440.69	5731.57	6447.86	7720.91
增长率(%)	22.85	19.02	5.35	12.50	19.74
净利润(百万)	80.21	81.53	86.21	128.23	168.47
增长率(%)	21.82	1.64	5.73	48.75	31.38
EPS(元)	0.53	0.54	0.43	0.63	0.83
毛利率(%)	5.23	4.91	5.60	6.19	6.53
净资产收益率(%)	20.16	17.01	15.84	19.82	21.53

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2009A	1.49	1.08	55.64	0.00	0.00
2010A	1.48	1.26	57.99	37.45	31.51
2011A	1.59	1.26	54.62	32.70	36.04

来源：招股说明书、民族证券

正文目录

一、民营燃料油服务行业龙头公司	3
1、股权结构较为集中	3
2、公司具备燃油市场一体化服务能力	3
二、行业增长稳定 公司具备竞争优势	3
1、燃料油市场增长平稳	4
2、公司在民营燃料油企业中优势明显	4
a、采购能力质优价廉	4
b、领先的调合加工能力	5
c、基本形成一体化布局	5
三、非调和与调和业务协同发展 重点加快水上加油业务	5
1、非调和油业务比例下滑	6
2、调和油库发业务稳定	6
3、水上加油市场份额有望提高	7
4、供应地炼与保税油市场有一定空间	7
四、募投项目扩建水上加油船队	8
五、公司盈利预测与估值	9
（一）盈利预测	9
（二）相对估值	10
（三）绝对估值	11
1. 估值假设	11
2. 敏感性分析	11
六、风险因素	11

图表目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：行业产业链结构	3
图 3：国内燃料油产量与进口量（万吨）	4
图 4：公司各项业务收入（万元）	5
图 5：公司各项业务毛利率	6
图 6：国内水运货运量（亿吨）	8
图 7：我国水上加油需求预测（万吨）	9
表 1：公司募投项目摘要：	8
表 2：重要假设表	9
表 3：盈利预测简表：	10
表 4：可比公司估值对比：	10
表 5： DCF 模型基本假设	11
表 6：公司自由现金流预测	11
表 7：公司估值敏感性分析	11
附录：财务预测表	13

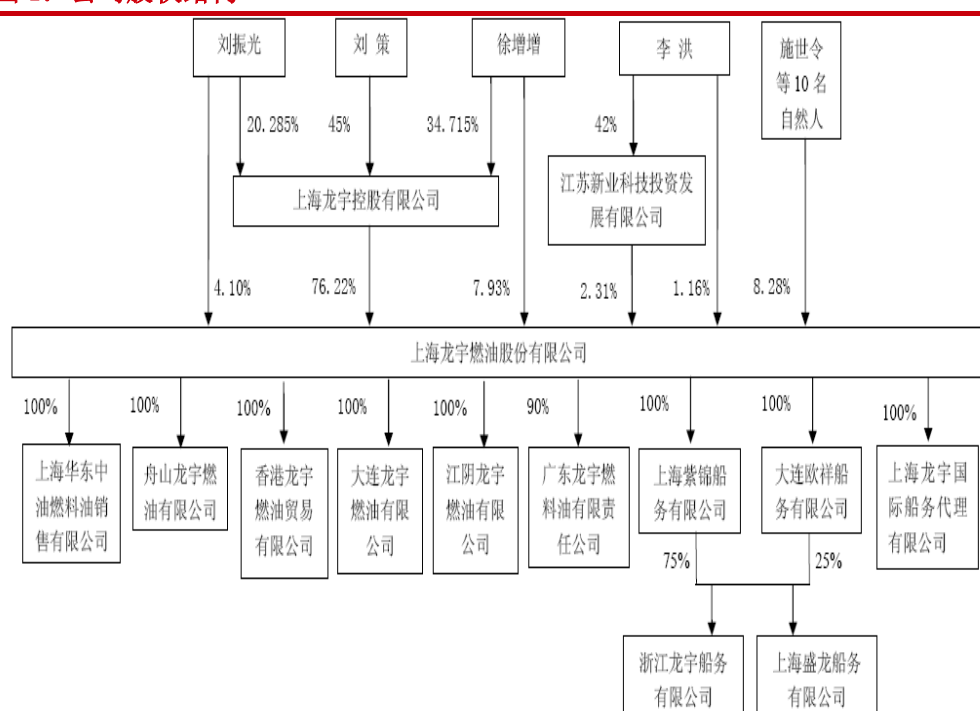
一、民营燃料油服务行业龙头公司

龙宇燃油主营业务为船用燃料油的供应服务，产品主要用作船舶发动机燃料。公司是我国规模较大的船用燃料油供应服务企业，2011 年销售燃料油 101.69 万吨。公司已在上海、大连、广州、舟山、江阴、南通等地设立子公司或经营网点，开展船用燃料油供应业务，业务范围覆盖沿海主要港口及长江下游地区。公司掌握业内领先的燃料油调合技术，可以根据市场需要调合出多种不同特性的燃料油产品，具备满足客户多样化需求的能力。

1、股权结构较为集中

公司公开发行股票之前股权结构较为集中，最大股东是龙宇控股，占有 76.22% 股权；实际控制人徐增增、刘振光、刘策通过龙宇控股和直接持有龙宇燃油 88.25 股权，公司其他高管也持有少量股权，有一定的激励作用。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股书、民族证券

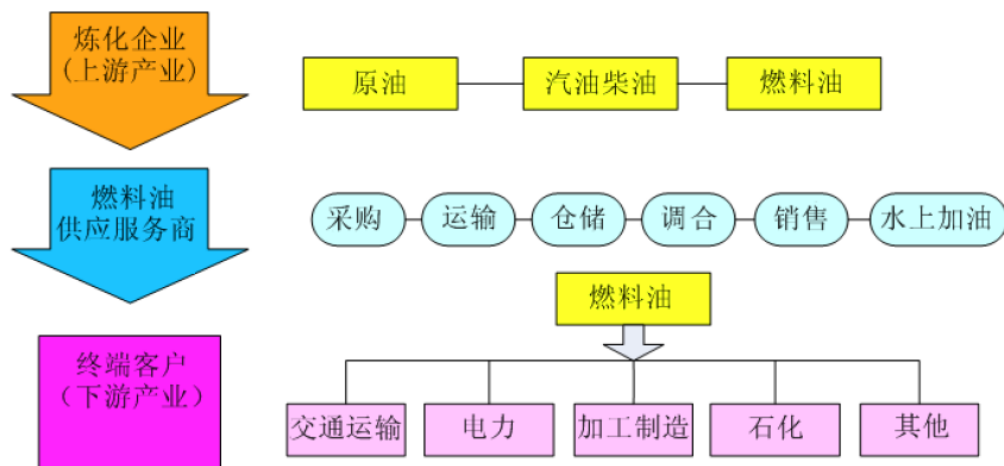
2、公司具备燃油市场一体化服务能力

公司拥有燃油供应服务完整的业务链以及相应的硬件设施，包括总库容达 62,000 立方米的燃料油仓储基地及配套沿海码头，总装载吨位 31,116 吨的 9 艘自有成品油运输、加油船舶以及 6 艘租用加油船舶，具有全面的船用燃料油供应服务能力，与包括炼化企业在内的多家生产供应商建立了稳定、良好的业务合作关系，具有大批量、多品种、多地域燃料油采购能力。其主营业务主要分为三大项：1、非调和油业务；2、调和油库发业务；3、水上加油业务。

二、行业增长稳定 公司具备竞争优势

燃料油是石油加工过程中继汽、煤、柴油之后从原油中分离出来的组分较重的剩余产品。燃料油广泛用于船舶发动机燃料、锅炉燃料、冶金炉和其它工业炉燃料。

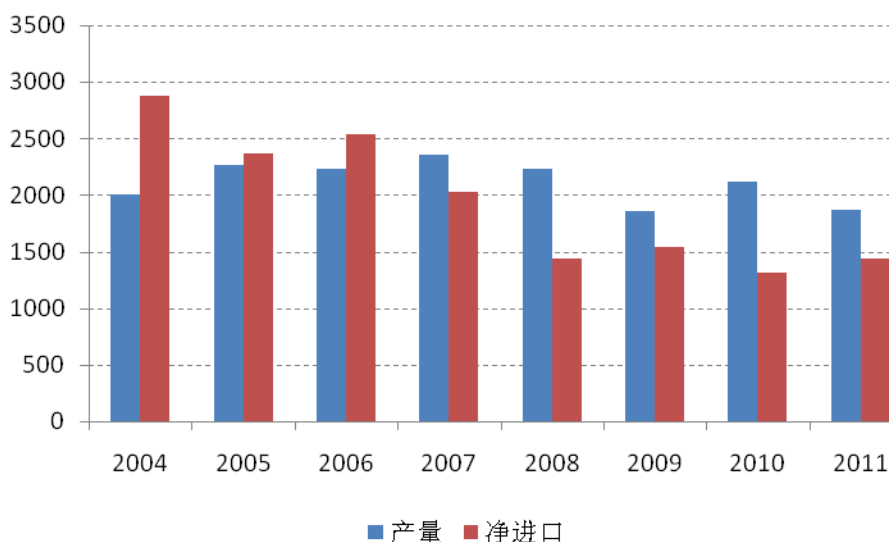
图 2：行业产业链结构



1、燃料油市场增长平稳

我国水上运输业在总体上保持了持续增长，但宏观经济形势的波动直接影响水上运输业发展速度，进而对船用燃料油的需求增长产生重要影响。

图 3：国内燃料油产量与进口量（万吨）



数据来源于：招股书、民族证券

2009 年-2011 年国内水上运输货物量分别为 31.4 亿吨、36.4 亿吨、42.33 亿吨，同比增长 5.72%、15.92%和 16.29%，水上运输业和船用燃料油需求随宏观经济形势的波动和变化而变化。随着中国作为世界第一进出口大国地位的进一步巩固，以及国内水上供油企业继续加大投入，改善供油设施，提高燃油性能和服务水平，国际航线船舶加油服务向中国的逐步转移的趋势将更为明显，中国船用燃料油市场未来将产生较大的新增需求空间。

2、公司在民营燃料油企业中优势明显

a、采购能力质优价廉

燃料油生产企业多为大型石油炼化企业，其销售一般单批货量大、付款条件苛刻、采购客户家数较少，因此直接从炼化企业采购的资格和能力需长期经营积累获得；另外炼化企业燃料油产品出厂价通常根据市场供求情况，参照几家较大的销售商的报价来制订的，核心销售商实际上参与并影响了主要供应商出厂价的形成，从而使得销售商具有较强的成本优势。

批发商的核心能力为炼厂采购能力，具备炼厂采购能力的一级批发商具有供应稳定、成本较低、价格转移能力强的优势。公司与上游炼化企业长期保持了良好的合作关系，是多家炼化企业的核心销售商，并与多家炼化企业签订了长期采购合同，目前稳定的采购能力达 100 万吨/年左右。公司的采购能力优势一方面可以在有利时点及时扩大采购规模，有效降低采购成本；另一方面使得潜在竞争者难以在上游环节与公司竞争。

b、领先的调合加工能力

燃料油增值销售商的主要业务是对炼厂生产的燃料油进行调合加工，使其符合船舶使用要求，然后销售给加油服务商。

公司与中国石油大学重质油国家重点实验室在清洁船用燃料油、页岩油在船用燃料油调合中的应用技术、催化柴油脱色作为船舶用油的应用、低硫低金属的船舶用油、制定企业船舶用油标准等领域开展长期合作研究，可以针对不同产地出厂的燃料油进行分析并按相应方法进行调合，以满足不同类型水上终端客户的需求。

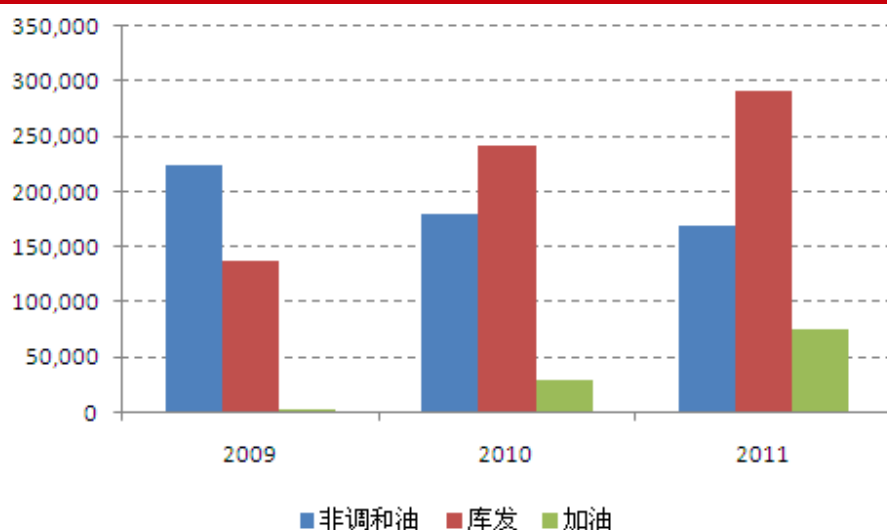
c、基本形成一体化布局

公司集炼厂采购、海上运输、仓储、调合加工、销售和水上加油服务于一体，拥有较为完整的业务链。全面的服务能力扩大了公司的经营规模，降低了公司交易成本和经营风险，同时使公司规模优势、技术优势等得以更充分发挥。提高了经营效率和核心竞争力。

三、非调和与调和业务协同发展 重点加快水上加油业务

公司三项业务：非调和油业务、调和油库发业务、水上加油业务相互依托、协调发展。非调和油业务周转快、毛利低但是非常稳定，抗风险能力强，并可以通过该项业务做大规模、摊薄成本；调和油库发业务优势在于接近终端市场，需求较稳定，且毛利率也较非调合油业务高。在燃料油价格走势向上的情况下可以为公司带来库存油品升值收益，但公司须在燃油价格大幅度或快速下跌时控制库存量以避免跌价损失；而水上加油业务不仅毛利率高，还可以在燃料油价格走势下跌时，利用水上终端市场对价格短期不敏感、变化滞后的特点消化库存，对冲存货跌价风险。

图 4：公司各项业务收入（万元）

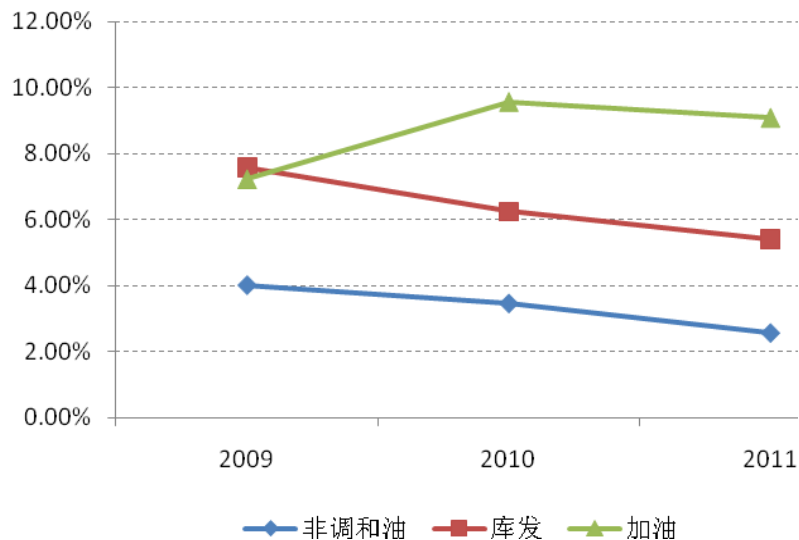


数据来源：招股书、民族证券

公司在非调合油业务达到一定规模后，依靠渠道优势、采购优势作为支撑，加快了调合

油业务发展；做大库发销售业务后，又以库发销售业务建立起来的网点优势、调合技术优势，较为迅速地发展了水上加油业务，实现了公司第二步的业务战略延伸。目前公司三类子业务相互支撑、互为补充，构成了公司在各种市场环境下能保障公司长期稳定、持续盈利的业务结构。

图 5：公司各项业务毛利率



数据来源：招股书、民族证券

1、非调和油业务比例下滑

非调合燃料油业务是公司根据燃料油市场需求信息，采取“以销定采”的方式向石油炼化企业或其他供应商采购燃料油，并承运或组织运输至指定地点，向客户提供燃料油的一种服务方式，主要是为无法或不从事上游采购的燃料油经营企业供应燃料油，并从中获取服务价值的过程。

公司作为大型专业燃油供应服务商，与许多上游供应商建立了长期战略合作关系，掌握了各种不同品性的燃料油出厂资源；另外公司通过多年与行业内其他二级经销商或者水上加油服务商的合作拥有一大批客户。因此，公司充分发挥自身的信息优势、资金优势、采购能力和物流能力优势，连接炼化企业和下游客户，为二级经销商等下游客户提供非调合油供应服务。

近三年公司非调合燃料油业务呈现下滑趋势，这也是公司一种主动的经营策略，根据市场格局和公司的具体情况，制定了优先发展库发销售业务、积极拓展水上加油业务的发展战略。从燃料油销售量上看，2010 年度非调合油业务销售量较 2009 年度下降了 22.15 万吨，而调合油业务销售量增加了 18.98 万吨，2011 年度非调合油业务销售量较 2010 年度下降了 10.63 万吨，而调合油业务销售量增加了 13 万吨，在销售总量基本稳定的情况下，公司调合油业务和非调合油业务呈现“此消彼长”的关系。

2、调和油库发业务稳定

公司库发销售业务是根据市场需求，向上游企业采购燃料油，经运输入库储存调合后，将其销售给水上加油服务商或二级经销商。公司经营业务的未来发展趋势是调合油业务、非调合油业务均衡发展，完整业务链优势在提升公司盈利能力的同时将加强公司的抗风险能力，通过在燃料油行业的多年经营积累，已建立了多元化、低成本的采购渠道，使公司更好的向

下游延伸，进一步完善燃料油供应服务的完整业务链优势。

公司库发销售业务销售量从 2009 年的 38.8 万吨增长到 2011 年的 55.64 万吨，从 2009 年占燃料油业务总体销售收入的 38.75% 上升到 2011 年的 68.37%，毛利占公司燃料油销售毛利的比例保持在 50% 以上。

2011 年度公司调合油库发销售业务销售量和销售价格分别较 2010 年增长了 6.82% 和 13.17%，导致销售收入较 2010 年增长 20.89%，保持了稳定发展的态势。目前调合油库发销售业务已经成为公司的一项主要业务。

3、水上加油市场份额有望提高

公司的水上加油业务是运用水上加油专用船舶，将其行驶到港口或锚地等各类需加油船舶停泊地，将燃料油输送到需加油船舶的作业。2011 年公司水上加油业务销售量 16.09 万吨，是华东地区规模较大的水上加油服务商之一，水上加油业务销售收入从 2009 年占燃料油业务总体销售收入的 1.04% 上升到 2011 年的 14.19%。

2011 年水上加油市场容量 1347 万吨，国内沿海和内河市场提供水上加油服务的企业超过 500 家。其中中船燃、中长燃、中石化中海三家原交通部所属的水上专业供油企业市场份额约占 25%；中国石油、中国石化所属销售企业，市场份额约占 15%；部分港口航运企业的供应公司，主要从事企业内部供油，市场份额不到 10%；民营供油企业，数量众多，发展迅速，服务对象主要是沿海航线运输船舶、渔船和长江沿线船舶。当燃料油供应较为宽松时，市场份额最高可达 50%。

目前公司水上加油业务主要集中于浙江地区，客户以中小油运公司为主；经过两年的发展，公司水上加油客户已由 2009 年的 31 家增加至目前的 173 家，供油作业区域已扩展至南通—江阴、上海、舟山—宁波、广州等地，客户分布于全国沿海各地，船舶类型也已扩展至散货船、油船等多种船型。公司未来水上加油业务的目标客户，将主要面向运力排名居于各地（港口）前列的大中型航运企业。在 1-2 年内公司将以国内沿海和长江航线中型以上航运企业为主，使得加油业务规模进一步扩大，有待相关配套条件进一步完备时，公司的目标客户将拓展至经营国际航线的中外航运企业。

2011 年以来，公司已与德勤集团股份有限公司、中昌海运股份有限公司的子公司舟山铭邦贸易有限责任公司等二十多家终端客户签订了战略合作协议或框架性供油协议，意向性月供油量累计达 2.5 万吨（折合年供油量为 30 万吨）。未来随着公司客户开拓工作的继续，新的客户还将不断增加。预期水上加油船队建成后，能够迅速地发挥加油能力，抢占相当开放的 50% 民营供油市场中更多份额。

4、供应地炼与保税油市场有一定空间

保税油是国家按照国际通行惯例，为国际航行的船舶提供免税油品供应。保税油经营企业可直接从国际进口燃油，不占国内燃油进口配额，免征进口环节的关税、消费税、增值税。2009-2011 年，保税油市场复合增长率达到 21%，目前国家已经彻底解除对燃油供应服务业的资本进入限制，允许民营资本经营保税油业务，公司作为民营企业中的龙头有望率先进军国内保税油市场。

目前地炼加工能力在 1.3 亿吨，其中 4000 万吨原料来自于燃料油。公司供应地方炼厂原料已经有所进展，2011 年有 7 万吨产品销量，今年上半年已经扩展到 4 家客户，销量达到 8 万吨，地炼市场可以是公司船舶服务业务之外的一个有效补充。

四、募投项目扩建水上加油船队

公司募投项目主要是扩建水上加油船队，新增每年 40.8 万吨的水上加油能力，用于加快水上加油业务发展，约占市场终端需求的 3%左右。

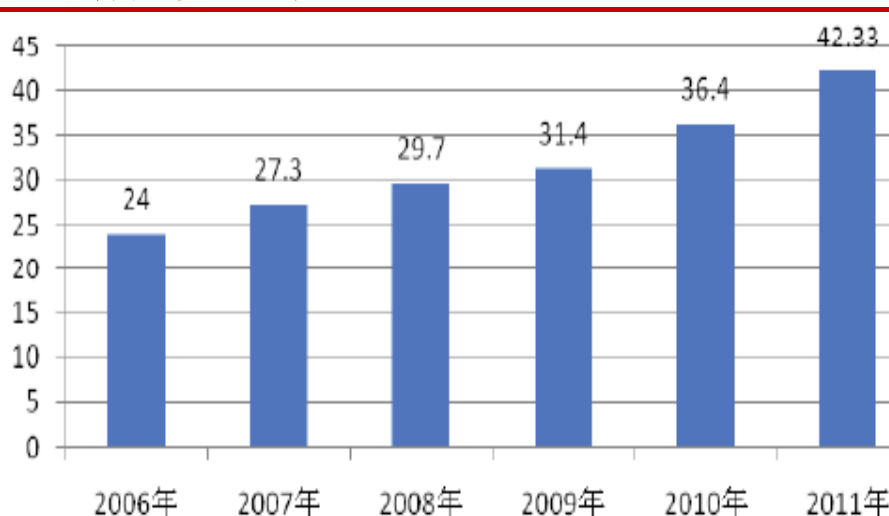
表 1：公司募投项目摘要：

项目名称	投资金额（万元）
组建水上加油船队项目	26500
信息系统建设项目	2066
燃料油技术研发中心	1000
合计	29566

数据来源：招股书、民族证券

公司自 2009 年开始进入水上加油市场，业务发展迅速，2010 年和 2011 年水上加油业务量分别达 6.64 万吨和 16.09 万吨，已成为华东地区规模较大的水上加油服务商。目前，公司除 4 艘自有加油船（“龙宇 1”、“龙宇 2”、“龙宇 3”、“龙宇 18”）投入运营外，还租用了 6 艘加油船开展水上加油业务。公司已形成 15 万吨的年加油能力。水上加油终端用户对价格变动相对不敏感，因此新项目有利于降低公司的经营波动风险，加强对终端市场的控制力，并缓冲燃油价格快速下跌的风险。

图 6：国内水运货运量（亿吨）



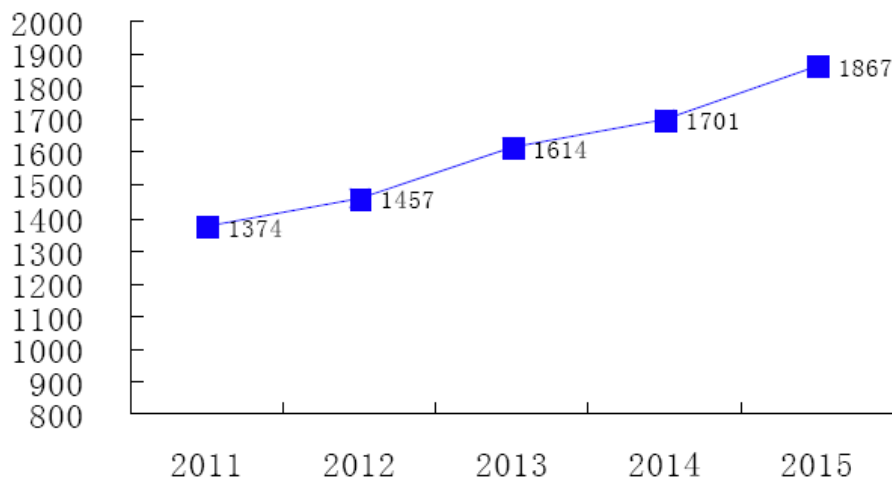
数据来源：招股书、民族证券

作为全球经济发展最快的经济体，中国港口货物吞吐量、水运货运量均有快速增长，但中国国际水上加油业务起步较晚，在硬件设施和服务水平上都落后于水上加油业务发达的国家；同时国内燃料油性能标准与国际航线燃料油使用要求有一定差别，且在供给、品质和价格等方面的竞争优势不明显等诸多因素都是造成我国水上加油需求量相对较低的原因。随着我国政府关于积极发展水运服务业、完善港口设施、建设国际航运中心等相关政策的落实，以及国内船用燃料油企业相继加大投入，港口储供油设施和物流手段的不断优化，采购及中间成本的降低，燃料油相关性能指标和服务水平不断提高，国际航线船舶在中国进行补给加油具有明显的经济性和便捷性。

近年来，部分国际航线船舶已开始将中国港口作为燃油补给港，水上加油市场存在着从国外向中国转移的巨大空间。未来随着我国港口吞吐量的稳步增长，世界第一进出口大国地

位的进一步巩固，国际航线船舶加油服务向中国的逐步转移的趋势将更为明显，我国船用燃料油市场存在着巨大的增长空间。以水上运输货物量为依据，预计至 2015 年船舶燃料油市场需求达到 1867 万吨，年化增长率在 7.2%左右。

图 7：我国水上加油需求预测（万吨）



数据来源：招股书、民族证券

国内船用燃料油市场经营者较多，竞争相对较为激烈。相当部分中小船舶加油企业船舶陈旧，安全性能差，油品质量及服务良莠不齐。国家制定的《中国船舶工业调整和振兴规划》、交通运输部发布的《关于发布提前淘汰国内航行单壳油轮实施方案的公告》等相关政策都意味着原有落后船只将会逐步淘汰，公司拟新建的加油船性能良好，项目的建设符合相关政策规定要求，市场的整合将为公司发展水上加油业务创造良好的机会。

本次募集资金购置的 7 条加油专用船舶将根据船舶加油能力、各区域市场需求量等因素与公司现有水上加油船舶统一配置，募投项目新增船舶配置于以下地区：

- (1) 舟山-宁波地区：新增 2,000 吨级水上加油船 1 条，月供油量：8,000 吨；
- (2) 江阴-南通地区：新增 2,000 吨级水上加油船 1 条，月供油量：6,000 吨；
- (3) 广州地区：新增加 3,000 吨级水上加油船 1 条，月供油量：8,000 吨；
- (4) 上海地区：增加 3,000 吨级水上加油船 1 条，2,000 吨级水上加油船 1 条，月供量：12,000 吨；
- (5) 大连、营口、锦州地区：新增 2,000 吨级水上加油船 1 条，水上加油覆盖区域：大连内锚地、新港锚地、营口锚地、锦州锚地，月供油量：4,000 吨；
- (6) 天津地区：新增 3,000 吨级水上加油船 1 条，月供油量：5,000 吨。

公司将使现有的燃料油供应规模扩大，目标是组建水上加油船队项目实施完毕后，公司燃料油年供应服务量达到 200 万吨左右。

五、公司盈利预测与估值

（一）盈利预测

根据公司募投项目推进程度和经营情况，对公司 3 年内主营业务假设见下表。

表 2：重要假设表

主要业务	2011	2012E	2013E	2014E
------	------	-------	-------	-------

非调和油

营业收入(万元)	170,454	144,000	119,040	120,960
销量(吨)	300,000	240,000	192,000	192,000
价格(万元/吨)	0.57	0.6	0.62	0.63
毛利率	2.56%	2.50%	2.60%	2.40%

调和油库发

营业收入(万元)	292,015	312,474	343,720	378,093
销量(吨)	556,400	600,910	661,002	727,102
价格(万元/吨)	0.52	0.52	0.52	0.52
毛利率	5.40%	5.20%	5.30%	5.30%

水上加油

营业收入(万元)	76,453	116,682	182,025	273,038
销量(吨)	160,942	233,366	350,050	525,078
价格(万元/吨)	0.48	0.50	0.52	0.53
毛利率	9.10%	9.50%	9.50%	9.50%

资料来源：民族证券

由假设预计公司得盈利情况见下表，2012-2014 年，公司每股收益分别为 0.43、0.63、0.83 元。

表 3：盈利预测简表：

单位(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	5440.69	5731.57	6447.86	7720.91
营业成本	5168.70	5410.77	6048.92	7216.66
营业税金及附加	0.00	11.46	12.90	15.44
销售费用	96.65	131.83	148.30	177.58
管理费用	22.48	22.93	25.79	30.88
财务费用	37.64	30.43	29.48	40.85
资产减值损失	1.18	11.46	12.90	15.44
投资净收益	2.62	2.00	2.00	2.00
营业利润	103.70	114.69	171.58	226.05
营业外收支	6.61	2.00	2.00	2.00
利润总额	110.31	116.69	173.58	228.05
所得税	27.47	29.17	43.40	57.01
净利润	82.84	87.52	130.19	171.04
少数股东损益	1.31	1.31	1.95	2.57
归属母公司净利润	81.53	86.21	128.23	168.47
每股收益(元)	0.54	0.43	0.63	0.83

数据来源：民族证券

(二) 相对估值

目前 A 股市场中没有与龙宇燃油业务相同的上市公司，最为相似的是东华能源（002221）从事 LPG 的贸易业务，当前市场给予 24 倍左右的 PE 估值水平；从事与公司业务相同的 H 股上市公司光汇石油（00933.HK）、纳斯达克上市公司星源燃料（AMCF）PE 分别为 10.4 和 6.3 倍，但是 A 股相对于 H 股与美股应给与一定程度的溢价。

表 4：可比公司估值对比：

证券代码	证券简称	动态市盈率
------	------	-------

002221	东华能源	24.7
00933.HK	光汇石油	10.4
NASDAQ:AMCF	星源燃料	6.3
均值		13.8

数据来源：民族证券研发中心

考虑三家可比上市公司平均市盈率为 13.8，再结合一定 A 股溢价的基础上，给予公司 18-20 倍 PE，按 2012 年 0.43 元业绩计算，公司合理股价在 7.74-8.6 元之间。

（三）绝对估值

1. 估值假设

根据下表假设，得到公司 WACC=10.4%，永续增长率 $g=1.5\%$ ，公司合理股价在 8.2 元左右。

表 5：DCF 模型基本假设

永续增长率 g	1.50%	市场风险溢价	8.0%
无风险利率	3.50%	边际税率	30.0%
Beta	1.30	付息债务比重	40%

资料来源：民族证券

表 6：公司自由现金流预测

科目（万元）	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NOPLAT	11,594	15,897	21,026	24,501	26,591
资产减值损失	1,146	1,290	1,544	1,704	1,810
折旧摊销	3,993	5,407	6,350	7,322	8,157
资本支出	(9,128)	(9,773)	(6,916)	(7,322)	(8,157)
营运资本支出	(3,126)	(1,904)	(13,818)	(6,290)	(4,872)
公司自由现金流	4,480	10,916	8,186	19,914	23,529

资料来源：民族证券

2. 敏感性分析

对永续增长率 g 在 0.5%-1.5%，WACC 在 9.5%-11.5% 范围内进行敏感性分析，得出估值结果的合理范围为每股 7-10 元（股本摊薄之后）。

表 7：公司估值敏感性分析

$g/wacc$	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%
0.50%	8.41	8.01	7.64	7.31	7.02
1.00%	8.74	8.30	7.90	7.54	7.22
1.50%	9.12	8.62	8.18	7.79	7.44
2.00%	9.54	8.99	8.50	8.07	7.69
2.50%	10.02	9.40	8.86	8.39	7.97

资料来源：民族证券

综合相对估值与绝对估值 2 种方法，我们认为公司合理股价 7.8-8.4 之间。

六、风险因素

1、未来国内外宏观经济形势变化带来的水运业周期性波动，可能对燃料油供应服务业和公司的经营产生较大风险。

2、国际原油价格波动、国内原油和成品油价格调整及燃料油期货市场投机等多种因素的影响，产品价格可能出现大幅或较为频繁的波动。

3、水上加油业务扩大之后，公司将面临不同特点的服务需求，客户的地域分布也将更为广泛，对油品性能指标的要求提高，有可能对新客户的拓展不力。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	844.25	813.92	1170.34	1210.04
现金	445.84	338.34	637.27	572.75
应收账款	169.08	188.44	211.98	253.84
其它应收款	48.91	62.81	70.66	84.61
预付账款	3.49	3.14	3.53	4.23
存货	176.87	221.19	246.89	294.60
其他	0.06	0.00	0.00	0.00
非流动资产	218.28	272.28	318.59	327.39
长期投资	0.00	2.00	4.00	6.00
固定资产	184.51	235.85	279.51	285.17
无形资产	29.27	29.27	29.27	29.27
其他	4.50	5.16	5.80	6.95
资产总计	1062.53	1086.21	1488.92	1537.43
流动负债	530.45	472.60	736.37	629.33
短期借款	417.54	300.00	500.00	400.00
应付账款	67.51	117.97	164.60	137.48
其他	45.41	54.63	71.78	91.85
非流动负债	50.00	61.26	95.66	113.86
长期借款	50.00	61.26	95.66	113.86
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	580.45	533.85	832.03	743.19
少数股东权益	2.70	4.01	5.97	8.53
归属母公司股东权益	479.38	548.34	650.93	785.71
负债和股东权益	1062.53	1086.21	1488.92	1537.43

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	28.14	135.42	204.94	149.51
净利润	82.84	87.52	130.19	171.04
折旧摊销	12.97	39.93	54.07	63.50
财务费用	37.64	30.43	29.48	40.85
投资损失	-2.62	-2.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-100.07	-31.26	-19.04	-138.18
其它	-2.62	10.80	12.25	14.30
投资活动现金流	1.83	-91.28	-97.73	-69.16
资本支出	-0.78	-91.28	-97.73	-69.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.62	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	130.60	-151.64	191.71	-144.86
短期借款	168.24	-103.97	246.83	-70.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.01	-17.24	-25.65	-33.69
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-37.64	-30.43	-29.48	-40.85
现金净增加额	160.57	-107.49	298.92	-64.51

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5440.69	5731.57	6447.86	7720.91
营业成本	5168.70	5410.77	6048.92	7216.66
营业税金及附加	0.00	11.46	12.90	15.44
营业费用	96.65	131.83	148.30	177.58
管理费用	22.48	22.93	25.79	30.88
财务费用	37.64	30.43	29.48	40.85
资产减值损失	1.18	11.46	12.90	15.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.62	2.00	2.00	2.00
营业利润	103.70	114.69	171.58	226.05
营业外收入	6.61	2.00	2.00	2.00
利润总额	110.31	116.69	173.58	228.05
所得税	27.47	29.17	43.40	57.01
净利润	82.84	87.52	130.19	171.04
少数股东损益	1.31	1.31	1.95	2.57
归属母公司净利润	81.53	86.21	128.23	168.47
EBITDA	152.87	194.51	266.03	343.85
EPS（元）	0.54	0.43	0.63	0.83

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	19.03%	5.35%	12.50%	19.74%
营业利润	10.07%	10.61%	49.60%	31.74%
归属母公司净利润	1.65%	5.73%	48.75%	31.38%
获利能力				
毛利率	5.00%	5.60%	6.19%	6.53%
净利率	1.52%	1.53%	2.02%	2.22%
ROE	17.18%	15.84%	19.82%	21.53%
ROIC	10.97%	12.55%	12.47%	15.69%
偿债能力				
资产负债率	54.63%	49.15%	55.88%	48.34%
流动比率	1.59	1.72	1.59	1.92
速动比率	1.26	1.25	1.25	1.45
营运能力				
总资产周转率	5.12	5.28	4.33	5.02
应收帐款周转率	32.18	30.42	30.42	30.42
应付帐款周转率	76.56	45.63	36.50	52.14
每股指标(元)				
每股收益	0.54	0.43	0.63	0.83
每股经营现金	0.19	0.67	1.01	0.74
每股净资产	3.18	2.73	3.25	3.93
估值比率				
P/E	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-
EV/EBITDA	11.88	12.53	9.16	7.02

分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。