

龙宇燃油 (603003.SH) 石油化工行业

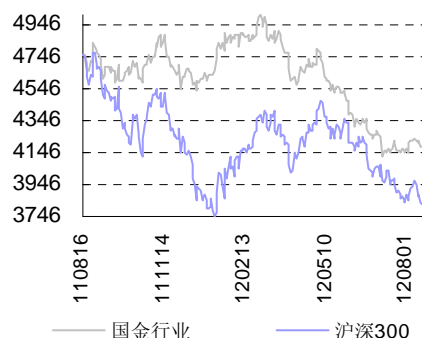
新股研究

上市定价(人民币): 6.50 元
目标价格(人民币): 6.58-7.52 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	6.50
发行A股数量(百万股)	50.50
总股本(百万股)	202.00
国金石油化工指数	4184.78
沪深300指数	2319.67
上证指数	2112.20



公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.397	0.404	0.467	0.615	0.807
每股净资产(元)	2.65	3.16	4.51	5.19	6.08
每股经营性现金流(元)	0.51	0.23	-0.60	0.18	0.01
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润 增长率(%)	21.82%	1.65%	15.75%	31.56%	31.26%
净资产收益率(%)	20.16%	17.01%	10.35%	11.85%	13.28%
总股本(百万股)	150.00	151.50	202.00	202.00	202.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **公司是国内民营船用燃料油供应服务的龙头。**2011 年销售燃料油 102 万吨 (68%为库发销售调合油和水上加油), 收入 54 亿元, 毛利率 5%, 占国内船用燃料油市场的 7.3%、燃料油的 3.1%。目前国内供应商分三类, 一是中船燃、中石化中海等大型石化企业和运输企业设立公司 (占 40%), 二是光汇石油、龙宇燃油等大型民营供应商, 三是众多小型企业 (占 40%)。
- **全产业链打造公司核心竞争力, 市场份额有望提升。**多数民企受制于采购渠道、资金因素, 只具备一两个环节能力。公司业务贯穿整条产业链, 从多家炼厂稳定采购并参与出厂价形成, 拥有位置优越的仓储设施和船舶, 掌握多种调合技术满足个性化需求, 成本、规模、技术优势突出, 毛利率比行业高 3%, 未来有望随着行业集中度提升整合部分企业。而另一民营巨头光汇石油主要经营保税油, 近几年发展迅猛, 一跃成为全球第二大船加油供应商 (销量 1200 万吨), 其成功经验值得公司借鉴 (如加大资金投入在全球港口广泛布局、建造 VLCC 全球化采购以降低成本), 但由此导致的负债率上升和周转率下降也使得公司必须重视融资渠道多元化及资产使用效率提高。
- **船用燃料油需求长期看全球水上加油向中国转移。**过去 5 年在水运业推动下, 国内船用燃料油需求以年均 9.6%增速稳步增长, 但是与庞大的港口吞吐量相比, 供应量依然偏低, 每万吨外贸吞吐量供油仅全球最大船加油中心新加坡的 1/20 不到, 原因在于油品价格高、加油设施效率低使得到港的外轮很少在中国加油。随着国内企业加大投入改善供油设施、降低采购成本, 国内保税油近十年销量增长 25 倍达 910 万吨, 若达到新加坡万吨吞吐量供油的 1/4 水平, 还可新增需求近 4000 万吨, 市场空间巨大。
- **募投项目提升公司水上加油能力, 关注保税油市场的潜在机遇。**项目投产后将新增水上加油能力 40.8 万吨, 显著提升公司盈利 (水上加油吨毛利比库发销售、非调合油高 150、280 元)。长期来看, 若公司保税油经营资质申请成功, 其水上加油将从内河沿海拓展至国际航线, 发展机遇较大。

盈利预测和估值

- 根据募投项目达产进度, 预计公司 12-14 年收入 55.22、58.06、65.79 亿元, 净利润 0.94、1.24、1.63 亿元, EPS 0.47、0.62、0.81 元/股。考虑同业估值和公司特点, 给予公司 12 年 14-16 倍 PE, 目标价 6.58—7.52 元。
- 风险提示: 水运业周期性风险; 流动资金短缺风险; 存货跌价风险。

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人
(8621)61038274
zhangsy@gjzq.com.cn

内容目录

公司是民营船用燃料油供应服务的龙头企业.....	3
全产业链打造公司核心竞争力，未来市场份额有望进一步提升	3
船用燃料油需求长期看全球水上加油向中国转移.....	6
募投项目提升水上加油能力，关注保税油市场的潜在机遇	8
盈利预测与估值.....	8
盈利预测假设和结论	8
相对估值	9
风险提示	10
附录：三张报表预测摘要	11

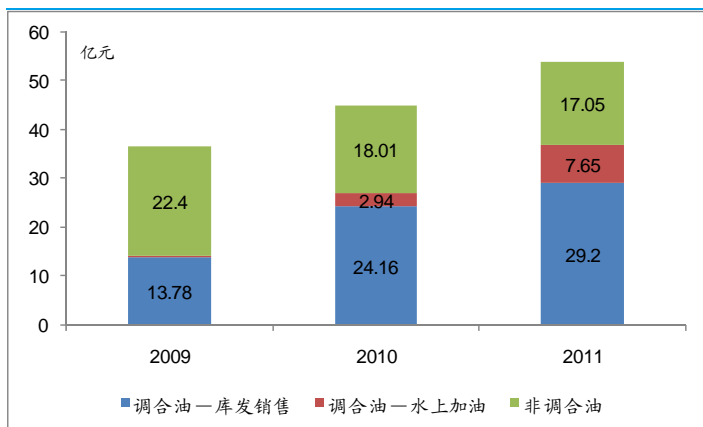
图表目录

图表 1：公司主营业务收入情况（2009-2011）	3
图表 2：公司各项业务吨毛利情况（2009-2011）	3
图表 3：公司业务链示意图	4
图表 4：2011 年全球前 20 大船舶燃料供应公司	5
图表 5：公司和光汇石油燃料油销量对比	5
图表 6：公司和光汇石油燃料油毛利率对比.....	5
图表 7：公司和光汇石油资产负债率对比	6
图表 8：公司和光汇石油速动比率对比.....	6
图表 9：公司和光汇石油应收账款周转率对比	6
图表 10：公司和光汇石油存货周转率对比	6
图表 11：公司和光汇石油资本性支出对比	6
图表 12：2005 与 2010 年我国燃料油消费结构对比图	7
图表 13：国内水运货运量（月度）	7
图表 14：国内水运货运周转量（月度）	7
图表 15：中国和新加坡港口吞吐量与保税油销量对比（2010）	8
图表 16：我国保税船用油增长情况（2000-2010）	8
图表 17：销售预测表	9
图表 18：可比公司估值	10

公司是民营船用燃料油供应服务的龙头企业

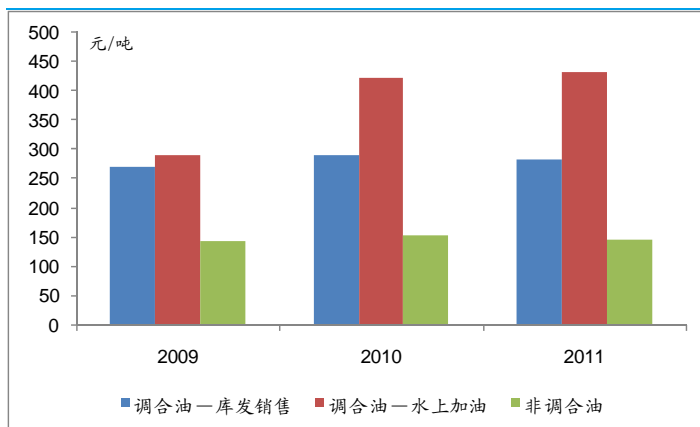
- 公司从事船用燃料油的供应服务，具体包括非调合油和调合油业务（又分库发销售和水上加油）。过去五年公司收入以年均 13.5% 的复合增速稳步增长，2011 年销售燃料油 101.69 万吨，收入 53.9 亿元，毛利率 5.03%，占国内船用燃料油市场的 7.3%、燃料油市场的 3.1%，位居国内船用燃料油销量前十，属于民营企业中具有一定竞争力的市场参与者。分业务看，调合油业务吨毛利较高，已经替代非调合油成为公司主要支柱；调合油业务中的库发销售主要面对经销商和其他加油服务商客户，占比基本稳定，水上加油是通过公司的加油船舶以水上供油作业方式向航运公司等终端客户销售，附加值最高，因此近几年成为公司发展最快的业务。

图表1：公司主营业务收入情况（2009-2011）



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表2：公司各项业务吨毛利情况（2009-2011）



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

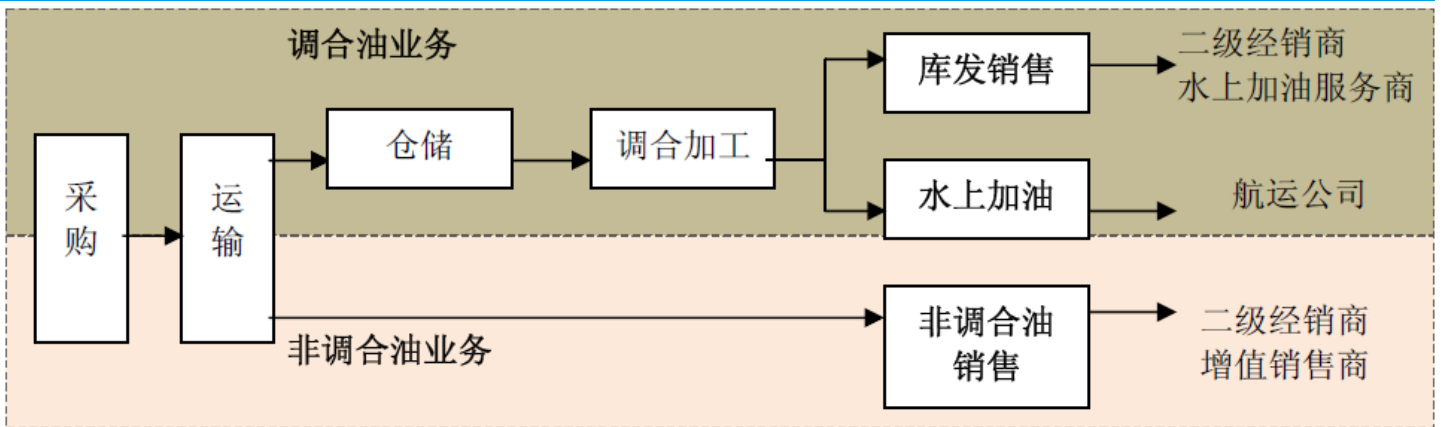
注：由于 2009 年前后采用不同的收入分类方法，这里仅列出近三年收入。

全产业链打造公司核心竞争力，未来市场份额有望进一步提升

- 受航运和石化行业格局影响，国内船用燃料油供应企业分为以下几类：第一类，中船燃、中燃、中石化长海等大型石化企业和运输企业设立的燃料油经营公司，国内份额 40%，客户以三大运输集团船队和国际航线船舶为主，所用燃料油很少自行调合，信用期严格，加油价格较高，不适合大部分民营运输企业的加油需求。第二类是光汇石油、龙宇燃油这些大型民营供应商。第三类是众多小型企业（占 40%），规模较小，受制于采购渠道、资金等因素，只具备产业链一两个环节的能力，或难以保证采购的稳定，或无法调合出使用的产品，或网点布局有限，竞争力较弱，毛利率仅 2% 左右。
- 公司业务贯穿了“采购—运输—仓储—调合—销售”整条产业链，相比多数燃料油企业具有显著的成本、技术、规模优势，毛利率比行业平均高 3 个百分点，未来有望通过整合部分小型企业，扩大市场份额：
 - 采购能力优势。燃料油是石油加工过程中继汽、柴、煤之后从原油中分离出来的组分较重的剩余产品，随着近年来国内炼厂纷纷进行改造升级，燃料油产量没有跟随成品油产量同步增长，每年 43% 需要进口，供应一直偏紧。并且，炼化企业对燃料油销售商的规模销售能力（一次采购至少 1000-3000 吨）、资金实力（先款后货）、应急运输能力（配合炼化企业解决存储问题）要求很高，因此相当一部分企业因无法达标而被拦在门槛之外。公司具备了上述资质，是多家炼化企业的核心销售商，当前稳定采购能力达到 100 多万吨，且可以参与影响供应商燃料油出厂价格的形成，有一定的采购成本优势。此外，公司也是业内为数不多的拥有燃料油进口许可证的企业之一。

- 储运优势。船用燃料油的规模化运营需要仓储设施、运输船舶、加油船舶等大量经营用固定资产，而地理位置优越的仓储设施以及船舶操作管理能力均非大多数企业短期内所能获得。与多数服务商主要依靠流动资产或单项设施运营不同，公司拥有多项与业务相配套的经营设施，包括处于市中心的总库容 62000 立方米的燃料油库及配套沿海码头、5 艘一级成品油轮、4 艘加油船舶、另租用了 6 艘加油船舶，为船用燃料油供应服务提供了完善的设施条件，并且这些设施广泛布局在中国经济最活跃的长三角、珠三角、环渤海地区，区位优势明显。
- 调合技术优势。炼化企业直接出厂的燃料油由于技术指标原因不宜直接用作船舶发动机燃料，需要对不同产地出厂的燃料油产品进行调合，才能销售给不同终端客户使用。而调合出符合不同客户需要的燃料油品种，需要技术人员知识经验的积累。公司长期经营燃料油，熟悉油品特性，又与中国石油大学等合作，掌握多种调合技术，因此可以满足不同类型水上终端客户的个性化需求。

图表3：公司业务链示意图



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

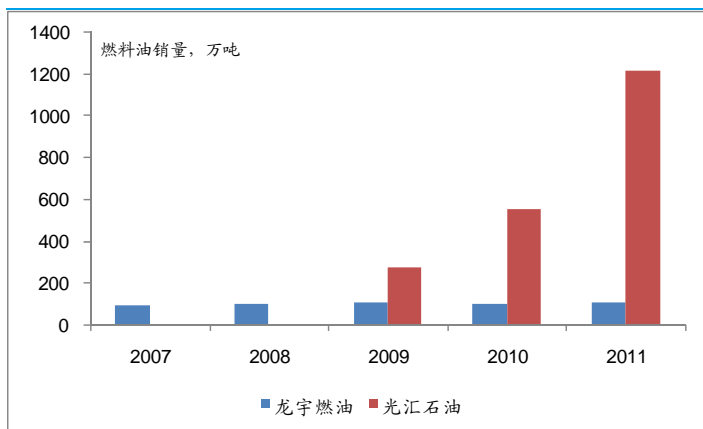
- 而另一家民营燃料油供应龙头光汇石油，主要经营保税油业务，毛利率比公司高（公司水上加油业务比重较小的缘故），近三年在下游需求的推动下，加大资金投入，在全球各大港口广泛布局，并建造 VLCC（超大油轮）进行燃料油全球化采购以降低成本，保税油销量三年增长 3 倍，2011 年超过 1200 万吨，跃升至全球第二大船用燃料油供应商，其成功经验值得公司未来借鉴，但是规模扩张导致的负债率上升和资产周转率下降也需要重视，因此公司在业务发展的过程中应注重融资渠道多元化和加快资产的使用效率。

图表4: 2011 年全球前 20 大船舶燃料供应公司

公司名称	排名		
	2011	2010	变动
BP (新加坡)	1	1	0
光汇石油	2	34	32
埃克森美孚	3	2	-1
韩国SK能源	4	3	-1
新加坡胜德海运贸易	5	7	2
香港chemoil energy	6	6	0
Global Energy trading	7	5	-2
Universal Energy	8	26	18
Equatorial Marine Fuel Management	9	11	2
Aegean Bunkering (新加坡)	10	4	-6
Searights Marine Services	11	10	-1
壳牌 Eastern Trading	12	8	-4
O.W. Bunker Far East	13	14	1
Singapore Petroleum Company	14	9	-5
Alliance Oil Trading	15	18	3
ToyotamTsusho Petroleum	16	new	N/A
Seven seas oil trading	17	16	-1
Transocean Oil	18	12	-6
Hong Fatt OIL trading	19	29	10
Golden Island Diesel Oil Trading	20	23	3

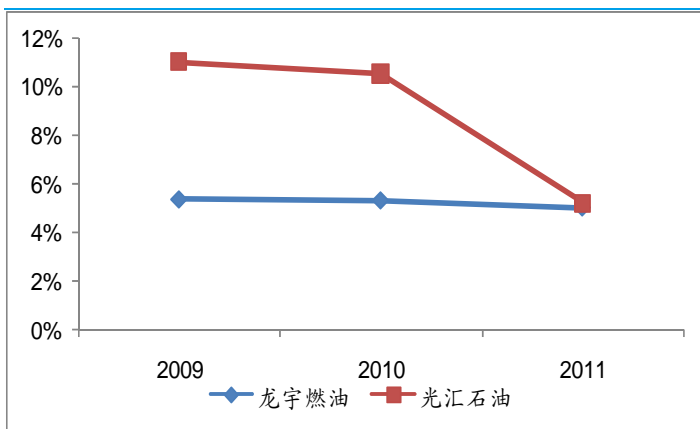
来源: 光汇石油公司资料、国金证券研究所

图表5: 公司和光汇石油燃料油销量对比



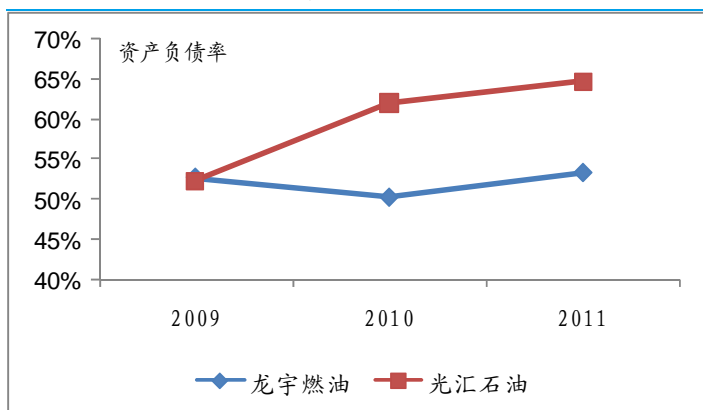
来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

图表6: 公司和光汇石油燃料油毛利率对比



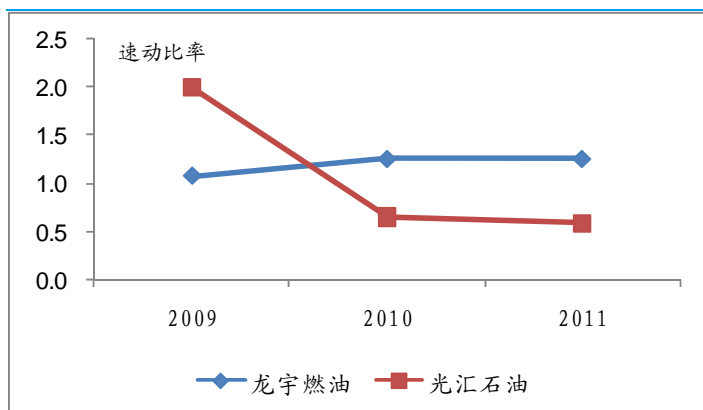
来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

图表7: 公司和光汇石油资产负债率对比



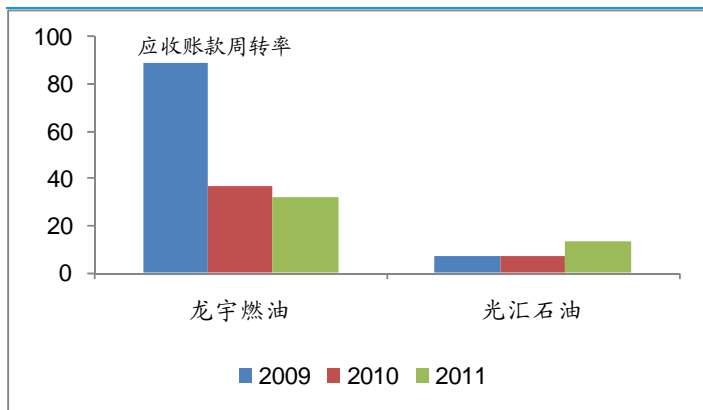
来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

图表8: 公司和光汇石油速动比率对比



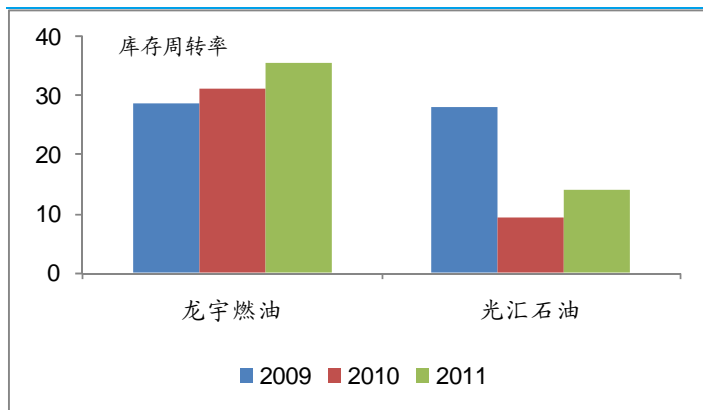
来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

图表9: 公司和光汇石油应收账款周转率对比



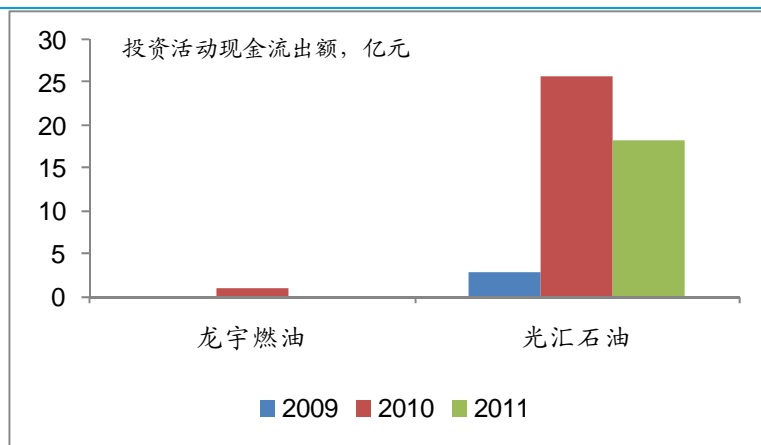
来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

图表10: 公司和光汇石油存货周转率对比



来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

图表11: 公司和光汇石油资本性支出对比



来源: 公司年报、公司招股说明书、国金证券研究所

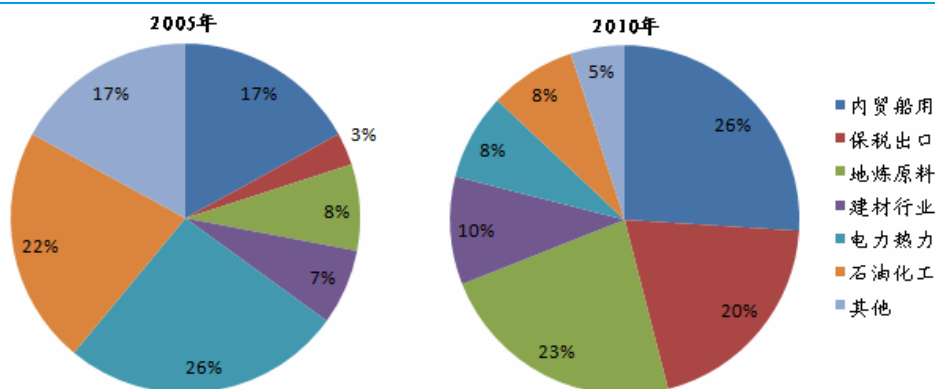
船用燃料油需求长期看全球水上加油向中国转移

- 我国燃料油 45%用在交通运输领域, 而船舶占了其中的绝大部分。2006-2010 年, 我国水上运输业的发展推动船用燃料油需求以年均 9.6%的速度

稳步增长，2010 年达到 1400 万吨左右（不含保税油）。由于水上运输业属于周期性行业，近两年受全球经济形势影响，水运货运量增速预计将有所放缓，从而影响到燃料油需求。但是从长期来看，全球水上加油业务向中国转移将成为船用燃料油需求的有力支撑。

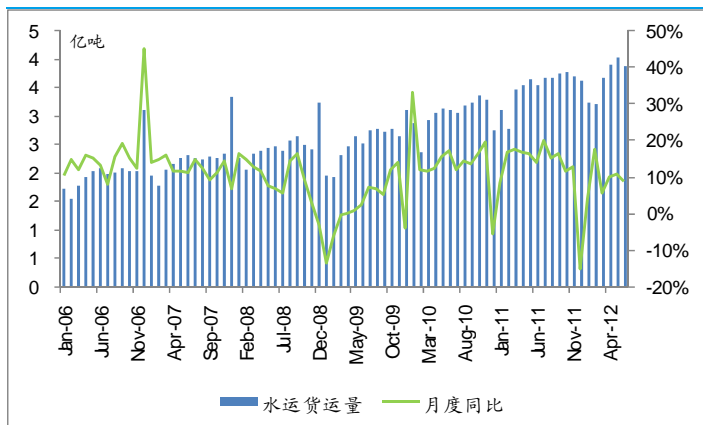
- 目前新加坡是全球最大的船加油中心，凭借其港口优越的自然条件、超大罐容以及便捷的资金渠道和优惠的税率，2010 年港口吞吐量虽然只有 4.5 亿吨，但船加油销量达到 4000 万吨，而同年中国港口吞吐量是新加坡的 15 倍，船加油销量仅新的 1/4 不到（以保税船加油量计，约 950 万吨）。随着中国经济的快速发展，全球新增大宗货物海洋运输之中有 42% 至 50% 运往中国，即使达到新加坡万吨吞吐量供油量的 1/4 水平，国内保税船加油市场的规模就可超过 4000 万吨，市场潜力较大。随着国内船加油企业相继加大投入、降低采购成本、改善供油设施、提高服务水平，保税油经营资质也逐渐放开，我国水上加油行业正逐渐具备快速发展的条件，预计未来将出现青岛、天津、上海等多个单港年供燃油 200 万吨以上的水上加油中心，推动国内保税油需求以超过 15% 的年均复合增速快速增长。

图表12：2005 与 2010 年我国燃料油消费结构对比图



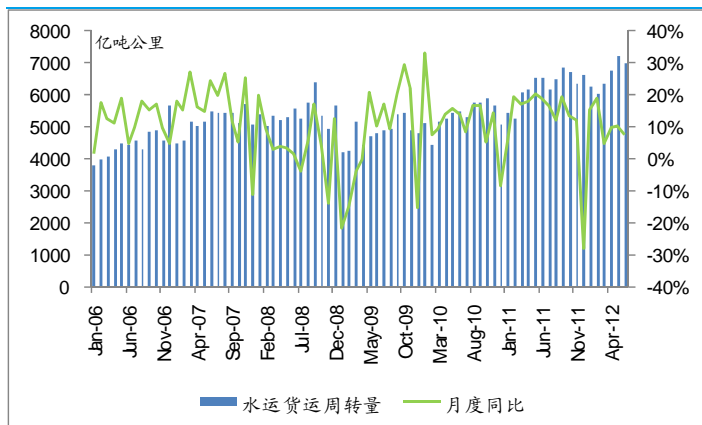
来源：中石化燃料油销售公司、国金证券研究所

图表13：国内水运货运量（月度）



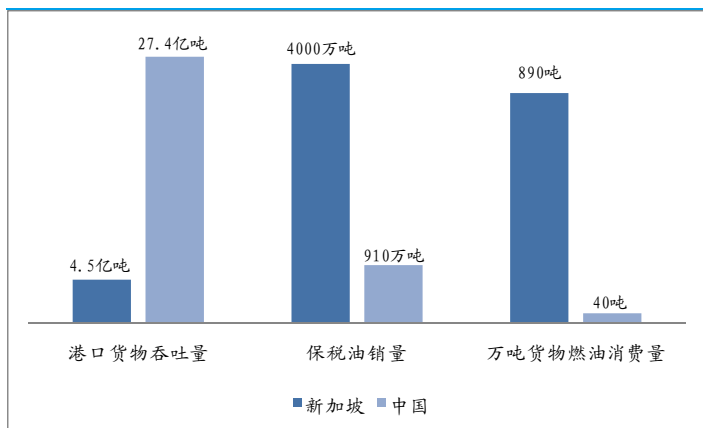
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表14：国内水运货运周转量（月度）



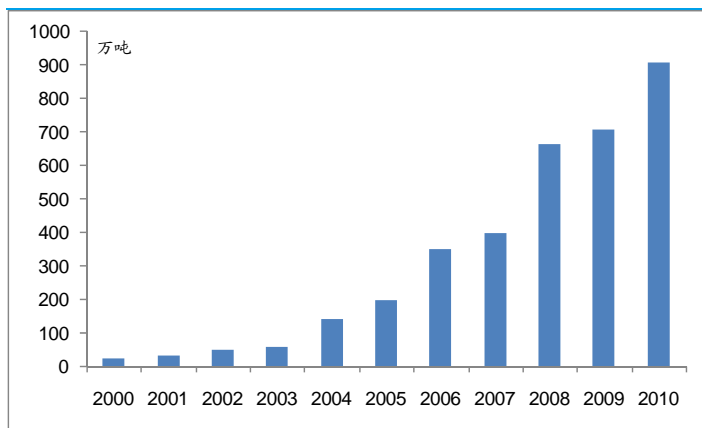
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表15：中国和新加坡港口吞吐量与保税油销量对比（2010）



来源：中石化燃料油销售公司、国金证券研究所

图表16：我国保税船用油增长情况（2000-2010）



来源：中石化燃料油销售公司、国金证券研究所

募投项目提升水上加油能力，关注保税油市场的潜在机遇

- 本次募集资金用于组建水上加油船队（投资 2.65 亿元）、信息系统和燃料油技术研发中心建设。其中，组建加油船队项目将购置 7 艘加油船（3000 吨级 3 艘、2000 吨级 4 艘），2013 年投运 4 艘、2014 年投运 2 艘、2015 年投运 1 艘，达产后每年新增水上加油量 40.8 万吨，目前已签订意向协议 30 万吨，国内沿海船队排名前 20 名企业中有 7 家企业或其关联公司成为公司客户，产能消化风险不大。原料采购方面，募投项目投产后需要每月增加燃料油采购量约 3.4 万吨，根据公司目前的采购能力、采购渠道，原料基本可以落实。因此我们预计该项目的投产将快速提升公司的盈利能力。从更长远来看，如果保税油经营资质申请成功、相关配套条件进一步完备，公司水上加油的目标客户将由内河和沿海拓展至国际航线，面临更大的发展空间。

盈利预测与估值

盈利预测假设和结论

- 盈利预测核心假设如下：
 - 燃料油价格：年初至今受原油价格影响，国内燃料油期货价格经历了先涨后跌的过程，近期小幅反弹至近三年的平均水平，我们假设未来几个月保持不变，2013、2014 年微幅上涨。
 - 燃料油吨毛利：非调合油业务采用以销定采模式，公司在收到客户的需求数量、价格信息后，以销售价格扣除相关费用和合理利润后作为向上游炼厂采购的价格依据，故吨毛利稳定；调合油业务则采用一般采购模式采购，盈利存在一定的波动性，考虑到公司水上加油业务竞争力逐年增强、毛利率逐渐上升，我们假设 2012-2014 年依然保持这一趋势。
 - 燃料油销量：根据募投项目的计划投产进度估算。
 - 管理费用和营业费用占销售收入的比重不变。
 - 由于水上加油业务一般不进行现款结算、业内通常为信用销售，且销售规模的上升也会导致存货增加，因此我们假设 2012-2014 年随着水上加油业务占销售比重增加，应收账款和存货周转天数均明显上升。
 - 所得税率保持 25% 不变。

- 基于上述假设，我们预计 2012-2014 年公司实现销售收入 55.22、58.06、65.79 亿元，归属于母公司净利润 0.94、1.24、1.63 亿元，EPS 0.47、0.62、0.81 元/股。

图表17：销售预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
调合油一库发销售						
平均售价 (元/吨)	3,552.52	4,637.39	5,248.30	5,363.76	5,444.22	5,525.88
增长率 (YOY)		30.54%	13.17%	2.20%	1.50%	1.50%
销售数量 (万吨)	38.80	52.09	55.64	57.31	59.03	60.80
增长率 (YOY)		34.24%	6.82%	3.00%	3.00%	3.00%
销售收入 (百万元)	1,378.44	2,415.52	2,920.15	3,073.92	3,213.63	3,359.69
增长率 (YOY)		75.24%	20.89%	5.27%	4.54%	4.54%
毛利率	7.58%	6.24%	5.40%	5.28%	5.20%	5.12%
吨毛利 (元)	269.28	289.37	283.41	283.00	283.00	283.00
调合油一水上加油						
平均售价 (元/吨)	4,016.58	4,425.03	4,750.35	4,854.86	4,927.68	5,001.60
增长率 (YOY)		10.17%	7.35%	2.20%	1.50%	1.50%
销售数量 (万吨)	0.95	6.64	16.09	21.00	32.00	52.00
增长率 (YOY)		600.13%	142.22%	30.48%	52.38%	62.50%
销售收入 (百万元)	38.12	294.02	764.53	1,019.52	1,576.86	2,600.83
增长率 (YOY)		671.33%	160.03%	33.35%	54.67%	64.94%
毛利率	7.24%	9.57%	9.09%	8.94%	8.89%	8.84%
吨毛利 (元)	290.80	423.48	431.81	434.00	438.00	442.00
非调合油						
平均售价 (元/吨)	3,569.74	4,437.68	5,689.26	5,814.42	5,901.64	5,990.16
增长率 (YOY)		24.31%	28.20%	2.20%	1.50%	1.50%
销售数量 (万吨)	62.74	40.59	29.96	24.57	17.20	10.32
增长率 (YOY)		-35.31%	-26.18%	-18.00%	-30.00%	-40.00%
销售收入 (百万元)	2,239.51	1,801.07	1,704.54	1,428.48	1,014.93	618.09
增长率 (YOY)		-19.58%	-5.36%	-16.20%	-28.95%	-39.10%
毛利率	4.00%	3.45%	2.56%	2.49%	2.46%	2.42%
吨毛利 (元)	142.79	153.10	145.65	145.00	145.00	145.00
运输及服务						
销售收入 (百万元)	0.64	0.60	0.51	0.46	0.46	0.46
增长率 (YOY)		-7.52%	-13.80%	-10.45%	0.00%	0.00%
毛利率	20.86%	-2.78%	11.07%	3.00%	3.00%	3.00%
销售总收入 (百万元)	3656.71	4511.21	5389.74	5522.38	5805.88	6579.08
综合毛利率	5.39%	5.34%	5.03%	5.23%	5.72%	6.34%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 公司是 A 股中唯一以燃料油供应服务为主业的公司，我们选择同业中在境外上市的光汇石油作为可比公司，并选取 A 股中涉及能源化工产品批发零售业务的公司为可比公司，如东华能源（燃气供应商）、海越股份（成品油和液化气销售），上述公司 2012 年平均 PE 为 12.96 倍。综合考虑行业估值以及公司水上加油业务的成长能力，给予公司 2012 年 PE 14-16 倍，目标价 6.58—7.52 元。

图表18：可比公司估值

上市公司	股票代码	最新收盘价	EPS (元/股)			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
东华能源	002221	9.30	0.35	0.43	0.55	26.57	21.63	16.91
海越股份	600387	9.92	0.02	0.95	0.46	496.00	10.44	21.57
光汇石油 (港元计价)	0933.HK	1.50	0.28	0.22	0.27	5.36	6.82	5.56

来源：wind 一致性预测、bloomberg、国金证券研究所

注：另一个能源销售公司泰山石油由于近几个月没有一致性预测，故不列入可比公司里。

风险提示

- **行业周期性风险：**公司的船用燃料油供应服务与水上运输业的景气程度关系密切，国内外宏观经济形势变化带来的水运业周期性波动，有可能对公司经营产生较大风险。
- **流动资金短缺带来的财务风险：**燃料油经营过程中需要大量资金，而公司燃料油销售有账期，因此必须通过大量短期借款才能维持正常的流动资金需要，每年利息支出较大，存在财务风险。
- **存货跌价风险：**公司调合油业务比重较高，持有存货的时间较长，因此燃料油价格变动可能导致存货跌价风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,721	4,571	5,441	5,522	5,806	6,579
增长率		22.9%	19.0%	1.5%	5.1%	13.3%
主营业务成本	-3,511	-4,332	-5,173	-5,233	-5,474	-6,162
%销售收入	94.4%	94.8%	95.1%	94.8%	94.3%	93.7%
毛利	210	239	267	289	332	417
%销售收入	5.6%	5.2%	4.9%	5.2%	5.7%	6.3%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-9	-10	-11
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-97	-98	-97	-99	-104	-117
%销售收入	2.6%	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-16	-18	-22	-23	-24	-27
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	91	114	140	159	195	261
%销售收入	2.4%	2.5%	2.6%	2.9%	3.4%	4.0%
财务费用	-11	-24	-38	-28	-26	-39
%销售收入	0.3%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%
资产减值损失	1	0	-1	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	4	3	0	0	0
%税前利润	n.a	3.6%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	80	94	104	128	168	221
营业利润率	2.2%	2.1%	1.9%	2.3%	2.9%	3.4%
营业外收支	4	11	7	0	0	0
税前利润	84	105	110	128	168	221
利润率	2.3%	2.3%	2.0%	2.3%	2.9%	3.4%
所得税	-18	-24	-27	-32	-42	-55
所得税率	21.2%	23.2%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	66	80	83	96	126	166
少数股东损益	0	0	1	2	2	3
归属于母公司的净利润	66	80	82	94	124	163
净利率	1.8%	1.8%	1.5%	1.7%	2.1%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	66	80	83	96	126	166
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	13	14	17	21	27
非经营收益	9	14	23	41	34	48
营运资金变动	-44	-30	-86	-276	-144	-239
经营活动现金净流	37	76	34	-122	37	1
资本开支	-19	10	-2	-87	-108	-56
投资	-1	-124	-2	0	0	0
其他	0	4	2	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-110	-1	-87	-108	-56
股权募资	2	0	0	338	12	16
债权募资	180	80	153	-189	142	137
其他	-8	-15	-25	-36	-34	-48
筹资活动现金净流	173	65	128	113	121	105
现金净流量	190	31	161	-96	50	50

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	254	285	446	350	400	450
应收款项	70	180	173	350	420	567
存货	165	110	177	272	345	439
其他流动资产	108	149	49	60	66	77
流动资产	597	724	844	1,032	1,230	1,533
%总资产	83.1%	76.2%	79.5%	78.3%	76.7%	79.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	120	195	184	252	335	361
%总资产	16.7%	20.6%	17.3%	19.1%	20.9%	18.7%
无形资产	0	31	30	34	38	42
非流动资产	122	227	218	286	373	404
%总资产	16.9%	23.8%	20.5%	21.7%	23.3%	20.9%
资产总计	719	951	1,063	1,318	1,604	1,937
短期借款	229	249	431	242	384	521
应付款项	168	212	90	103	108	121
其他流动负债	3	27	10	7	7	8
流动负债	400	488	530	352	499	651
长期贷款	0	63	50	50	50	50
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	400	551	580	402	549	701
普通股股东权益	318	398	479	911	1,048	1,227
少数股东权益	1	1	3	4	6	9
负债股东权益合计	719	951	1,063	1,318	1,604	1,937

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.326	0.397	0.404	0.467	0.615	0.807
每股净资产	2.118	2.652	3.164	4.512	5.188	6.076
每股经营现金净流	0.244	0.508	0.226	-0.604	0.182	0.007
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.73%	20.16%	17.01%	10.35%	11.85%	13.28%
总资产收益率	9.16%	8.44%	7.67%	7.16%	7.74%	8.41%
投入资本收益率	13.05%	12.35%	10.91%	9.85%	9.83%	10.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.95%	22.85%	19.03%	1.50%	5.13%	13.32%
EBIT增长率	34.24%	26.16%	22.18%	13.32%	23.03%	34.07%
净利润增长率	25.88%	21.82%	1.65%	15.75%	31.56%	31.26%
总资产增长率	89.51%	32.24%	11.78%	24.00%	21.71%	20.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.1	9.7	11.2	17.0	20.0	25.0
存货周转天数	12.5	11.6	10.1	19.0	23.0	26.0
应付账款周转天数	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转天数	10.3	15.6	12.4	16.0	21.1	20.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.86%	6.77%	7.20%	-6.35%	3.24%	9.77%
EBIT利息保障倍数	8.4	4.8	3.7	5.6	7.4	6.6
资产负债率	55.65%	58.00%	54.63%	30.50%	34.26%	36.18%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B