

卫星石化 (002648)

产业链日趋完善，丙烯项目值得期待

推荐 (首次)

现价: 13.78 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.satlpec.com
大股东/持股	浙江卫星控股/49.88%
实际控制人/持股	杨卫东、杨亚珍 /46.13%
总股本(百万股)	400
流通 A 股(百万股)	100
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	55.12
流通 A 股市值(亿元)	13.78
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	7.7

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号 S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号 S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖 投资咨询资格编号 S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 产业链不断完善的丙烯酸及酯龙头企业:

公司主要从事丙烯酸及酯的生产，目前拥有 16 万吨丙烯酸和 15 万吨丙烯酸酯产能，规模位居全球前十大、国内第三。公司积极拓展产业链，未来两年随着高吸水性树脂 (SAP) 以及丙烯投产，将成为业内产业链最完整的厂家之一。

■ 公司短期受益触媒停产，明年 SAP 成为业绩增长点:

受需求影响，今年前三季丙烯酸及酯价格处于下行通道。9 月底，全球丙烯酸及酯主要生产商日本触媒发生重大爆炸安全事故，导致 46 万吨丙烯酸及 32 万吨 SAP 停产，短期影响全球供给，价格略回升，预计停产事件或超半年，公司短期盈利好转。

中长期看，行业供给偏宽松，公司积极拓展发展前景良好 SAP 领域，目前公司千吨生产线运行顺利，与部分中端卫生用品生产商建立业务联系，募投 3 万吨将在明年下半年投产，预计增加明年收入 1.5 亿元，EPS 0.07-0.08 元。鉴于 SAP 较大市场，看好公司该产品后续拓展。

■ 丙烯项目 2013 年底投产，产业链更趋完善:

目前公司 45 万吨丙烷制丙烯长周期设备订货已完成，进入建设施工，预计于 2013 年底投产。公司项目背靠嘉兴平湖独山港，地理位置得天独厚，并配套建设 3 台双层冷冻罐，十分有利丙烷进口。我们预计项目完全达产后，公司将增加收入 40 亿元，净利润 2.8 亿元，并且实现丙烯自给有余，产业链更趋完善。

■ 盈利预测及评级:

从项目进度看，明年 SAP 投产有一定业绩贡献，后年随着丙烯项目投产，业绩提升较显著。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.10 元、1.23 元和 1.85 元，对应 11 月 29 日收盘价的 PE 分别为 13 倍、11 倍和 7 倍。公司纵向产业链完善，丙烯项目值得期待，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示:

市场竞争风险、上游原材料供给风险、新项目运行不畅的风险、项目投产时间低于预期风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1633	3248	2985	3272	6977
YoY(%)	71.3	98.9	-8.1	9.6	113.3
净利润(百万元)	306	630	438	492	742
YoY(%)	184.4	105.9	-30.4	12.2	50.9
毛利率(%)	29.7	29.9	23.9	24.6	19.5
净利率(%)	18.7	19.4	14.7	15.0	10.6
ROE(%)	47.5	20.8	13.4	13.1	16.5
EPS(摊薄/元)	0.76	1.57	1.10	1.23	1.85
P/E(倍)	18.0	8.8	12.6	11.2	7.4
P/B(倍)	8.6	1.8	1.7	1.5	1.2

正文目录

一、 公司概况：产业链完整的丙烯酸及酯龙头企业	4
二、 丙烯酸及酯：短期受益供给冲击，SAP 成新增长点	6
2.1 涂料、纺织、包装、卫生材料为主要下游	6
2.2 未来新产能陆续投放，供给较充足	7
2.3 公司短期受益触媒停产，SAP 为明年新增长点	9
三、 涉足丙烷制丙烯，上游原材料实现自给	12
四、 其他产品：颜料中间体新产能影响有限	13
五、 盈利预测与投资评级	14
六、 风险提示	14

图表目录

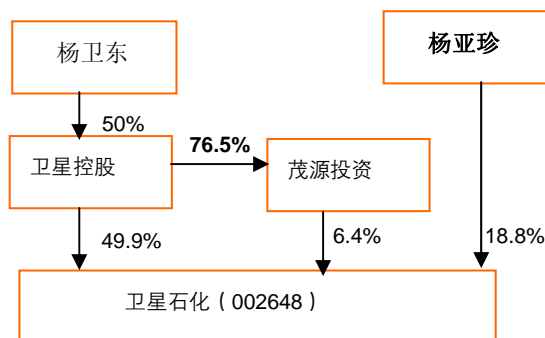
图表 1	杨卫东、杨亚珍夫妇为公司实际控制人	1
图表 2	丙烯酸及酯是公司主要收入来源（2011 年）	4
图表 3	近年来公司收入的变化趋势	4
图表 4	近年来公司净利润变化趋势图	4
图表 5	公司现有产能分布	5
图表 6	丙烯酸及酯产业链示意图	6
图表 7	我国丙烯酸流向	6
图表 8	全球丙烯酸的流向	6
图表 9	我国丙烯酸及酯的下游构成	7
图表 10	全球丙烯酸及酯的下游构成	7
图表 11	全球丙烯酸及酯产能缓慢增长	7
图表 12	我国丙烯酸产量及消费量	8
图表 13	我国丙烯酸酯的产量和消费量	8
图表 14	2011 年我国丙烯酸及酯的产能分布	8
图表 15	未来我国丙烯酸及酯产能继续扩张	9
图表 16	触媒事故位置示意图（红点为起火处）	9
图表 17	事故影响 46 万吨丙烯酸和 32 万吨 SAP	9
图表 18	丙烯酸价格走势	10
图表 19	丙烯酸丁酯价格走势	10
图表 20	公司综合毛利率随丙烯酸价格回落降低	10
图表 21	发达国家 SAP 应用领域	11
图表 22	我国 SAP 应用领域	11
图表 23	我国 SAP 需求快速增长	11
图表 24	日资公司在我国 SAP 生产占据主导	12
图表 25	我国丙烯的消费结构	12
图表 26	全球丙烯主要为乙烯裂解副产	12
图表 27	我国丙烯的仍存在缺口	13
图表 28	公司丙烷制丙烯项目地理位置优越	13
图表 29	公司高分子乳液和颜料中间体毛利率变化趋势	13
图表 30	公司分产品收入预测	14

一、公司概况：产业链完整的丙烯酸及酯龙头企业

浙江卫星石化股份有限公司（以下简称“卫星石化”或“公司”）主要从事丙烯酸及酯相关产品的研发、生产和销售。公司是我国丙烯酸及酯的龙头企业，目前产能包括 16 万吨丙烯酸、15 万吨丙烯酸酯，2011 年跻身全球前十大，国内第三大生产商行列。公司其他产品还包括颜料中间体，高分子乳液，其中高分子乳液为丙烯酸的下游产品。

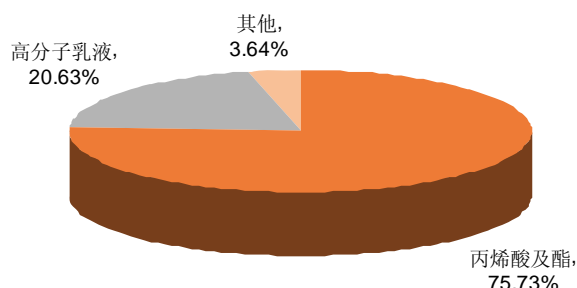
未来公司将继续保持丙烯酸酯产品的领先地位，同时积极开发高吸水性树脂（SAP）下游产品，向上拓展丙烯产业链，成为行业内产品种类丰富，产业链完善的代表性企业。

图表1 杨卫东、杨亚珍夫妇为公司实际控制人



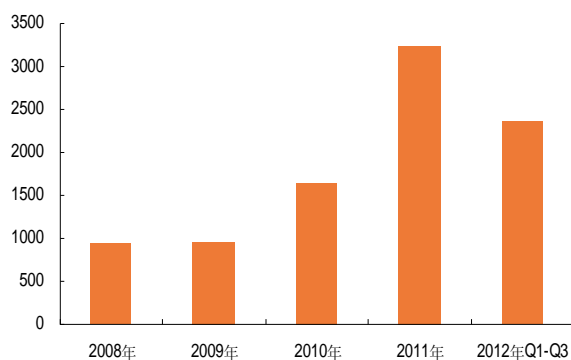
资料来源：公司公告

图表2 丙烯酸及酯是公司主要收入来源（2011年）



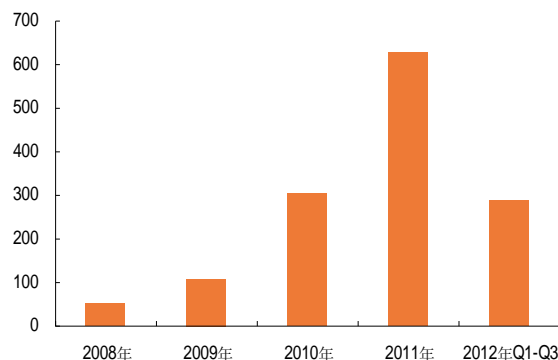
资料来源：Wind

图表3 近年来公司收入的变化趋势 单位：百万元



资料来源：公司公告

图表4 近年来公司净利润变化趋势图 单位：百万元



资料来源：Wind

图表5 公司现有产能分布

产品类别	产品名称	用途	产能(万吨)	备注
丙烯酸	粗丙烯酸	主要生产各种丙烯酸酯	12	
	高纯丙烯酸	高吸水性树脂原料(SAP)	4	
	小计		16	
丙烯酸酯	丙烯酸丁酯	为丙烯酰基化合物,用于中软性聚合物,在共聚物中起内增塑作用,广泛用于涂料、医药、皮革加工、粘合剂等工业	8	
	丙烯酸乙酯	丙烯酰基化合物,用于中软柔性聚合物,广泛应用于涂料、医药、皮革加工、造纸业、粘合剂等工业	4	
	丙烯酸甲酯	丙烯酰基化合物,广泛应用于医药、皮革加工、造纸业、粘合剂、涂料等工业	1	
	丙烯酸异辛酯	易与多种乙烯基单体共聚,用于合成纤维织物加工、粘合剂、涂料、塑料改性等方面	2	
	小计		15	
高分子乳液	纺织浆料	丙烯酸酯类共聚物,广泛应用于各类涤纶长丝、加工丝、复合丝、异形丝、锦纶丝及其他疏水纤维之上浆	8	
	涂层胶	主要成分为聚丙烯酸酯树脂,适用于各类织物涂层及织物与PVC压延粘合	2	
	植绒胶	广泛应用于各类服装面料、家纺装饰材料等的喷涂植绒	1	
	小计		11	
颜料中间体		合成有机颜料	1.03	明年募投项目投产后增加至2.1万吨
甲基丙烯酸		用于制造有机玻璃、离子交换树脂和其他树脂、涂料、塑料、粘合剂、润滑剂、印染助剂、木材和软木的浸润剂、纸张上光剂、绝缘材料、混凝土助剂、聚羧酸系减水剂	1.8	
SAP(高吸水性树脂)		纸尿裤、卫生巾、其他失禁卫生用品,还可用于包装、土壤保湿等领域	募投项目	2013年下半年投产,产能3万吨

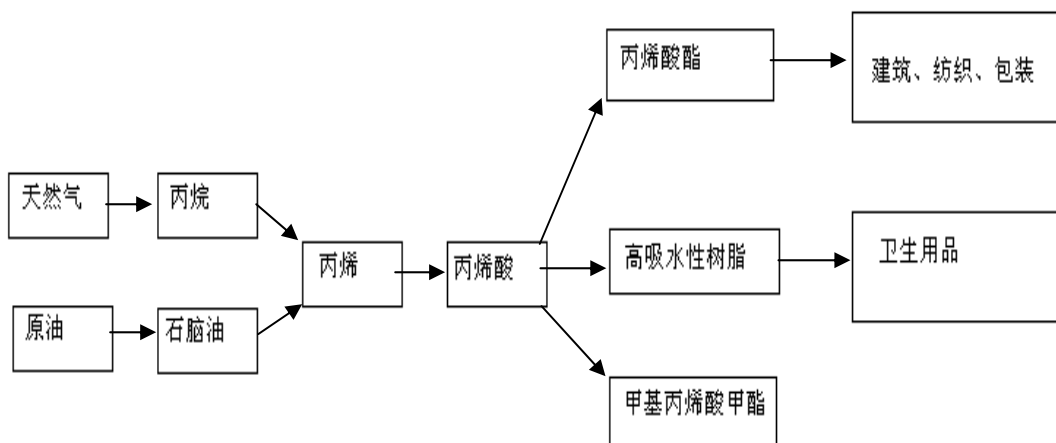
资料来源:公司公告、平安证券研究所整理

二、丙烯酸及酯：短期受益供给冲击，SAP 成新增长点

2.1 涂料、纺织、包装、卫生材料为主要下游

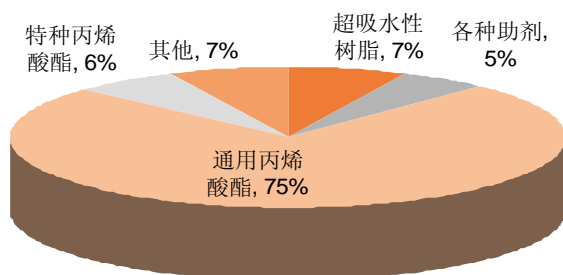
丙烯酸主要原材料为丙烯，通过两步氧化法生成。丙烯酸既有羧酸的性质，同时含有不饱和键，可进行酯化、加成、聚合等反应，合成产品种类众多，应用十分广泛。目前全球丙烯酸主要用于丙烯酸酯（以丙烯酸丁酯为主，约占丙烯酸酯系列产品的 65%），其次为高吸水性树脂（SAP）。我国丙烯酸用途以全球基本一致，但由于技术及市场原因，高吸水性树脂比重远低于世界水平。从终端看，丙烯酸及酯主要下游为建筑、纺织、包装和卫生用品。

图表6 丙烯酸及酯产业链示意图



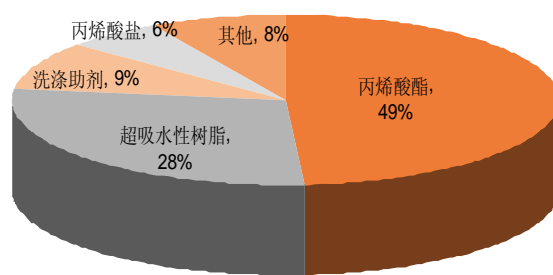
资料来源：平安证券研究所整理

图表7 我国丙烯酸流向



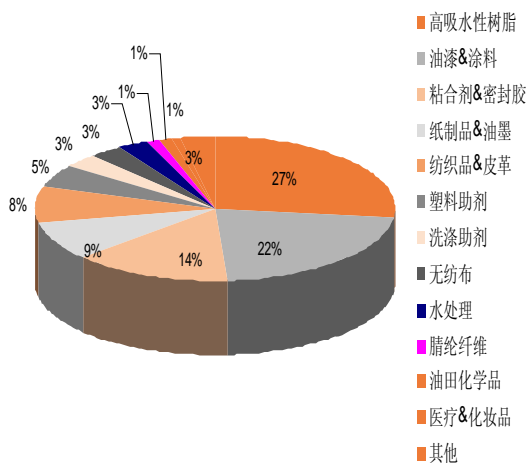
资料来源：平安证券研究所整理

图表8 全球丙烯酸的流向



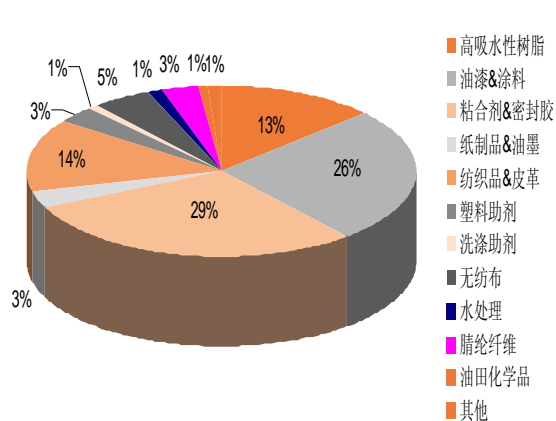
资料来源：Wind

图表9 我国丙烯酸及酯的下游构成



资料来源：平安证券研究所整理

图表10 全球丙烯酸及酯的下游构成



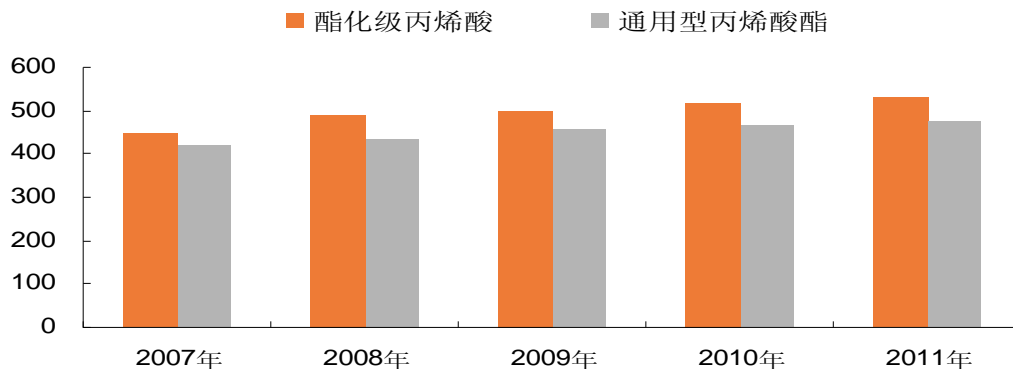
资料来源：平安证券研究所整理

2.2 未来新产能陆续投放，供给较充足

全球丙烯酸及酯消费区域集中在美国、欧洲、中国、日本等国，产销平缓增长，基本平衡，到 2011 年全球丙烯酸及通用型丙烯酸酯的产能分别达到 532 万吨和 478 万吨，而当年丙烯酸的消费量为 521 万吨。

图表11 全球丙烯酸及酯产能缓慢增长

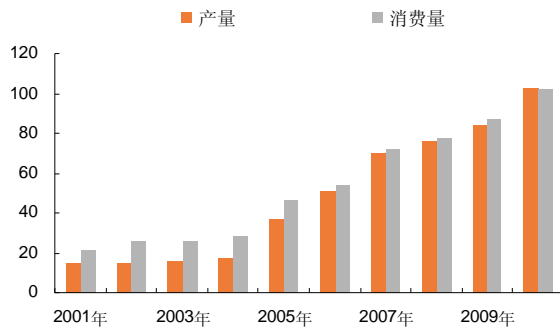
单位：万吨



资料来源：《中国石油和化工经济分析》、平安证券研究所整理

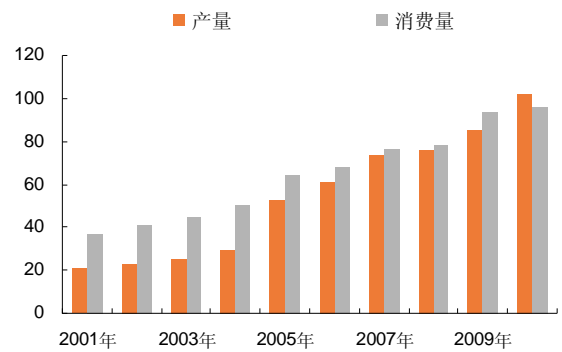
在我国伴随着需求增长，丙烯酸及酯产销较快发展，到 2010 年已基本实现了自给。2011-2015 年我国陆续有新产能投放，预计到 2015 年丙烯酸及酯产能将分别达到 278 万吨和 280 万吨。需求方面，由于下游涂料、纺织、包装和宏观经济关联较为密切，预计相比前十年，未来增速将有所放缓，我们按年增长 10%估算，到 2015 年我国丙烯酸和丙烯酸酯需求量分别为 160 万吨和 155 万吨。结合供需，未来我国丙烯酸及酯产能供给较为充足。

图表12 我国丙烯酸产量及消费量 单位：万吨



资料来源：《现代化工》、平安证券研究所整理

图表13 我国丙烯酸酯的产量和消费量 单位：万吨



资料来源：《现代化工》、平安证券研究所整理

图表14 2011年我国丙烯酸及酯的产能分布

厂家名称	丙烯酸 (万吨)	通用型丙烯酸酯 (万吨)
江苏裕廊化工	32.5	28.0
上海华谊丙烯酸公司	20	21
台塑丙烯酸宁波公司	16	20
扬巴石化公司	16	15.5
沈阳石蜡化工	8	12
中石油兰州公司	8	10
北京东方化工厂	8	9
山东正和丙烯酸	6	8.
浙江卫星石化	16	15
中石油吉化分公司	3.3	4.5
山东齐鲁石化开泰实业	4	0.5
宜兴三木有限公司	12	4
合计	148.9	147.5

资料来源：《中国石油和化工经济分析》、平安证券研究所整理

图表15 未来我国丙烯酸及酯产能继续扩张

单位：万吨

公司名称	地点	丙烯酸	通用型丙烯酸酯	预计投产时间
江苏裕廊	江苏泰兴	16		2012年
中海油	广东惠州	16	20	2012年
中石油四川公司	四川彭州	16	22	2013年
台塑	浙江宁波	16	20	2013年
烟台万华	山东烟台	16	20	2014年
神华陶氏	陕西榆林	16	20	2015年
卫星石化	嘉兴平湖	32	30	2013年底
总计		128	132	

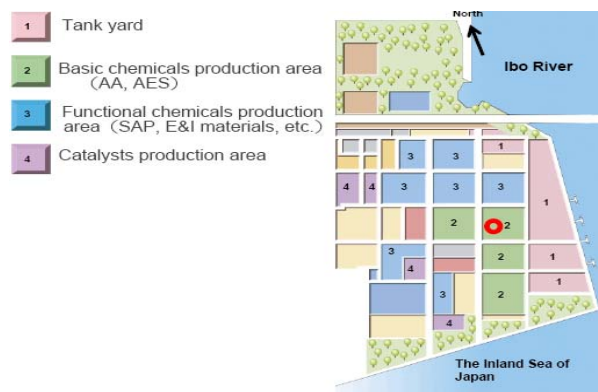
资料来源：《中国石油和化工经济分析》、平安证券研究所整理

2.3 公司短期受益触媒停产，SAP 为明年新增长点

- 短期受益触媒停产。丙烯酸及酯价格波动较大，2010年由于全球不正常开车生产企业较多，市场供应紧张，价格出现了大幅上涨，2011年随着供应恢复，价格出现持续回落，到今年6月后触底反弹，但由于下游需求一般，反弹力度有限。

今年9月29日国际丙烯酸及酯主要生产商日本触媒位于兵库县姬路市丙烯酸储罐发生爆炸，部分生产设施遭到损毁，造成1死36伤的重大安全生产事故，目前事故正在调查中。触媒姬路工厂丙烯酸产能46万吨（约占全球产能8%），SAP树脂32万吨，截止11月，依然处于停产，公司下属的丙烯酸乳液生产厂NPI改从外部采购丙烯酸原材料。

图表16 触媒事故位置示意图（红点为起火处）



资料来源：日本触媒公告

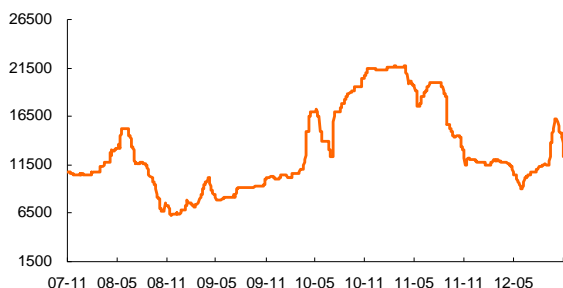
图表17 事故影响46万吨丙烯酸和32万吨SAP

Himeji Plant, capacity of major products (Unit: KT/year)				
Product	Himeji(a)	Group total (b)	(Ratio: a/b)	Notes
AA	460	620	(74%)	4,100(World demand)
SAP	320	470	(68%)	1,800(World demand)
AES	130	230	(57%)	
Maleic anhydride	36	36	(100%)	
Special esters	36	36	(100%)	
N-Phenylmaleimide	6	6	(100%)	
ACRYVIEWA	6	6	(100%)	
Auto. catalysts	4,500 K pieces	—		

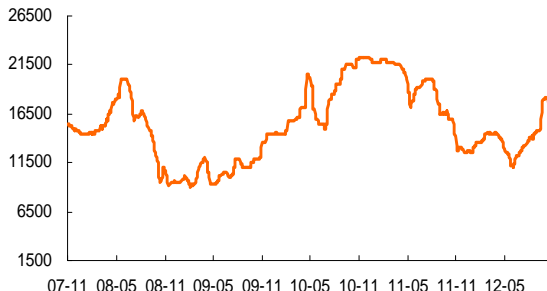
资料来源：日本触媒公告

受其影响，丙烯酸及酯价格应声上扬，带动公司业绩回升，根据公司预计全年业绩将由前三季度下滑 43%收窄为下滑 25-40%。我们预计触媒停产时间或在半年以上，短期丙烯酸及酯价格得到一定支撑，但考虑到涂料、纺织、包装等下游需求不容乐观，上涨的动力仍显不足。

图表18 丙烯酸价格走势 单位：元/吨



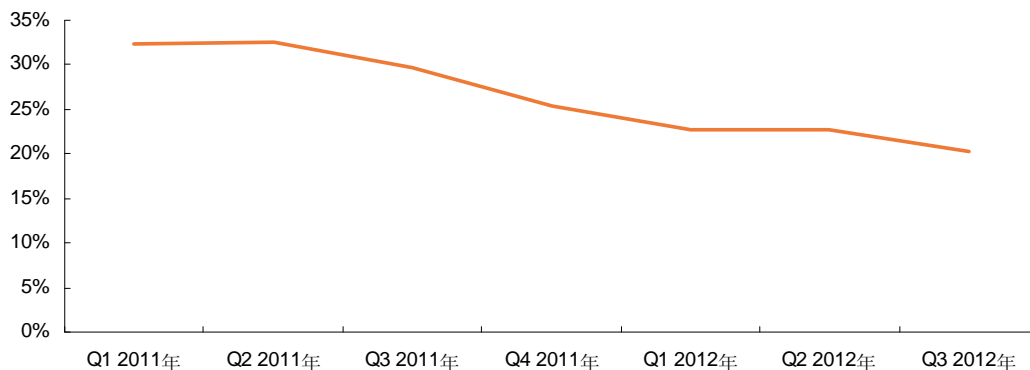
图表19 丙烯酸丁酯价格走势 单位：元/吨



资料来源：中国化工在线

资料来源：中国化工在线

图表20 公司综合毛利率随丙烯酸价格回落降低



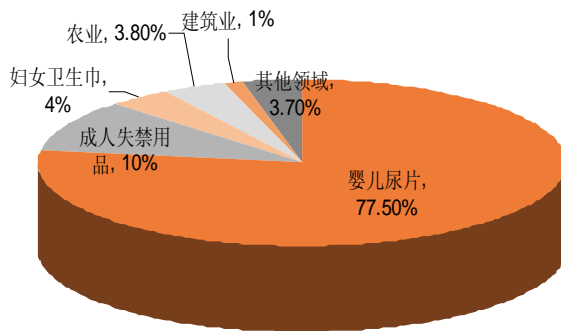
资料来源：Wind

■ SAP 树脂明年下半年投产，未来具有较大拓展空间

高吸水性树脂 (Super-absorbent Polymer) 是一种具有三维网络结构新型功能高分子材料，分子链上含有很多强亲水基团，能吸收相当于自身重量几百倍至上千倍的水，且在受压时水也难以被挤出，主用应用于卫生用品，并逐步向农业、医疗等领域拓展。

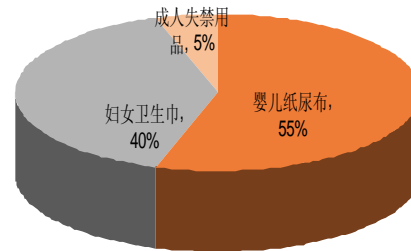
目前全球 SAP 需求总量约为 180 万吨，年均增速为 3-4%。在我国随着生活水平的提高和老年人口增加，SAP 需求快速增长，年均增速超过 20%，2010 年的产量和消费量分别达到 12.30 万吨和 11.36 万吨，预计未来仍保持 15%以上增长，前景广阔。

图表21 发达国家SAP应用领域



资料来源：平安证券研究所整理

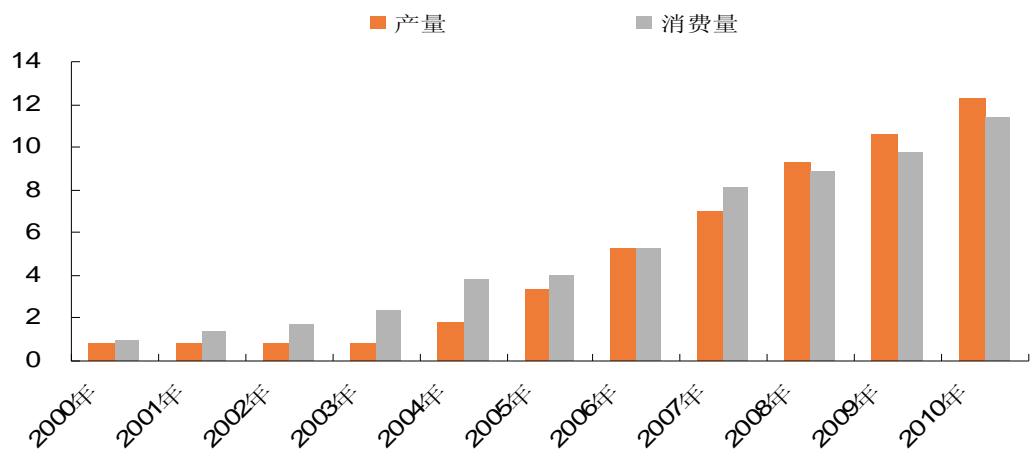
图表22 我国SAP应用领域



资料来源：平安证券研究所整理

图表23 我国SAP需求快速增长

单位：万吨



资料来源：平安证券研究所整理

目前我国 SAP 主要由日本三大雅精细化学品、触媒化工及台塑主导，其他国内企业由于原材料及技术方面问题，产品质量和稳定性有所欠缺，未进入国内外大型卫生材料生产商供应体系。

卫星石化早在 2008 年启动了 SAP 材料研究开发工作，开发了丙烯酸精制工艺以及连续式高吸水性树脂生产技术和配方，可用于生产普通纸尿裤用、超薄纸尿裤用、卫生巾用三大系列 SAP 产品。目前公司千吨级的中试装置运行稳定，供应部分我国中端卫生用品生产企业，上半年累计实现对外销售 129 吨。公司募投 3 万吨 SAP 项目正有序推进，9 月份开始设备安装，预计明年下半年投产，成为明年和后年业绩增长点。考虑到 SAP 较大市场空间，3 万吨项目成功也将为公司进一步拓展规模奠定基础。

图表24日资公司在我国SAP生产占据主导

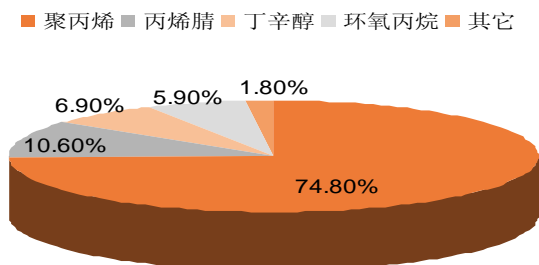
公司名称	产能 (万吨)
三大雅精细化学品 (南通) 有限公司	12.5
日本触媒化工 (张家港) 有限公司	3
台塑吸水树脂 (宁波) 有限公司	3
泉州邦丽达科技实业有限公司	2
浙江威龙高分子材料有限公司	1.5

资料来源:《中国石油和化工经济分析》、平安证券研究所整理

三、涉足丙烷制丙烯，上游原材料实现自给

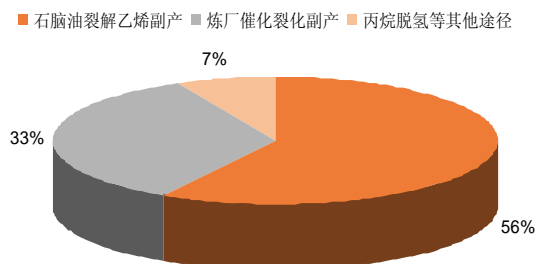
丙烯是公司丙烯酸的主要原材料,其占生产成本的比重高达 77%以上,获得稳定来源具有重要意义。在我国丙烯存在缺口,目前消费量大概为 1500 万吨,进口量 150 多万吨,如果考虑聚丙烯、丙烯腈、环氧树脂等下游衍生品的进口,我国丙烯的缺口在 400 万吨以上。

图表25 我国丙烯的消费结构



资料来源:平安证券研究所整理

图表26 全球丙烯主要为乙烯裂解副产

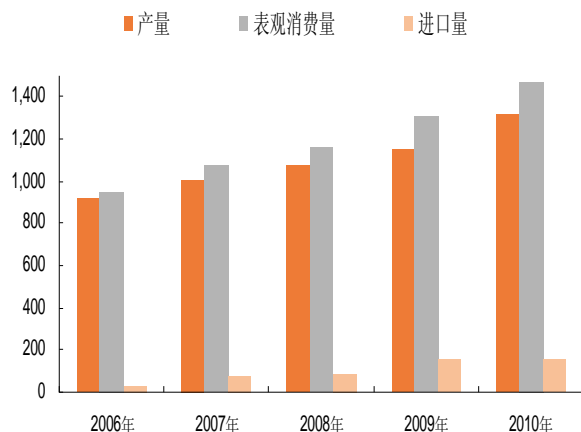


资料来源:平安证券研究所整理

今年 2 月公司收购浙江聚龙石化 100%股权,并将其更名为卫星能源,承接了 45 万吨丙烷制丙烯的项目。公司项目所在地嘉兴平湖独山港位于上海和宁波之间,港口条件优良,拥有粮食、液体化工、煤炭、玻璃等专用码头,其中液体化工码头靠泊能力 5 万吨,未来港区将建 8 个液体专用码头,为公司原材料丙烷的进口、存储提供了极大便利。

目前公司将 45 万吨丙烷脱氢项目作为工作重心之一,长周期设备订货已经完成,进入紧张施工建设阶段,预计将在 2013 年底投产。项目将配套建设 3 个冷冻储罐,所需原材料丙烷发挥港口优势,主要从中东进口,技术采用已在海外成熟商业化运行美国 UOP 公司 Oleflex 技术,风险可控。

图表27 我国丙烯仍存在缺口 单位：万吨



资料来源：平安证券研究所整理

图表28 公司丙烷制丙烯项目地理位置优越



资料来源：平湖独山港区网站

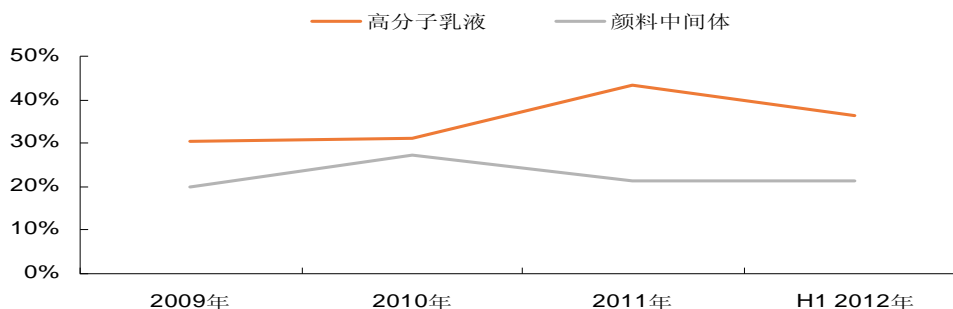
参照华昌化工 60 万吨丙烷制丙烯可行性报告，按丙烯单价 9000 元，净利率为 7%初步测算，公司 45 万吨丙烷制丙烯将产生 40.5 亿元收入和 2.8 亿元净利润。

公司 45 万吨丙烷制丙烯基于产业链考虑，在平湖投资 32 万吨丙烯酸和 30 万吨丙烯酸酯项目将与丙烯同步投产，届时公司丙烯酸产能将增加至 48 万吨，所需的 34 万吨丙烯可完全自给。

四、其他产品：颜料中间体新产能影响有限

公司其它产品包括颜料和高分子乳液，产品种类较多，客户个性化服务要求较强，毛利率保持较高水平。产能方面，随着募投项目年底投产，公司颜料产能将从 1.03 万吨提高到 2.1 万吨，而高分子乳液仍保持 11 万吨规模不变。由于颜料收入占比小（5%），预计新产能投放对公司影响有限。

图表29 公司高分子乳液和颜料中间体毛利率变化趋势



资料来源：Wind

五、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 1.10 元、1.23 元和 1.85 元，对应 2012 年 11 月 29 日收盘价 PE 分别为 13 倍、11 倍和 7 倍。公司丙烯酸及酯规模优势突出，未来 SAP 和丙烯项目投产后，产业链作用凸显，发展前景较好，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

图表30 公司分产品收入预测

项目		2011A	2012E	2013E	2014E
丙烯酸及酯	价格 (万元/吨)	-	1.38	1.40	1.40
	销售量 (万吨)	-	17.50	19.00	31.00
	收入 (百万元)	2459.73	2415.00	2660.00	4340.00
高分子乳液	价格 (万元/吨)		0.40	0.40	0.40
	销售量 (万吨)		11.00	11.00	11.00
	收入 (百万元)	670.17	440.00	440.00	440.00
颜料中间体	价格 (万元/吨)		2.00	2.00	2.00
	销售量 (吨)		6000.00	8000.00	8000.00
	收入 (百万元)	107.67	120.00	160.00	160.00
SAP 树脂	价格 (万元/吨)	-	-	1.50	1.50
	销售量 (万吨)	-	-	1.00	2.00
	收入 (百万元)	-	-	150.00	300.00
丙烯	收入 (百万元)	-			2025.00
其他业务	收入 (百万元)	10.30	10.00	10.00	10.00
合计	收入 (百万元)	3247.87	2985.00	3271.50	6976.50

资料来源：平安证券研究所

六、风险提示

- (1) 市场竞争加剧，盈利水平下降风险。
- (2) 原材料丙烷、丙烯供给及价格波动的风险。
- (3) 新项目 SAP 规模化生产以及丙烷项目运行不畅的风险。
- (4) 投产时间低于预期风险。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3307	2460	2068	3428
现金	1995	1324	781	717
应收账款	120	153	155	331
其他应收款	7	13	12	25
预付账款	48	72	77	167
存货	315	322	347	792
其他流动资产	822	576	696	1395
非流动资产	748	1082	1990	2040
长期投资	0	0	0	0
固定资产	539	867	1779	1799
无形资产	80	83	86	88
其他非流动资产	129	132	126	152
资产总计	4055	3542	4059	5467
流动负债	694	273	297	964
短期借款	366	0	0	0
应付账款	195	204	222	842
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	330	0	0	0
长期借款	330	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1024	273	297	964
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	200	400	400	400
资本公积	2054	1854	1854	1854
留存收益	730	968	1460	2202
归属母公司股东 权益	3031	3269	3761	4503
负债和股东权益	4055	3542	4059	5467

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-92	651	459	127
净利润	630	438	492	742
折旧摊销	84	50	96	135
财务费用	30	-9	-2	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-843	170	-127	-768
其他经营现金流	7	2	-0	11
投资活动现金流	-164	-384	-1004	-184
资本支出	165	380	1000	180
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-4	-4	-4
筹资活动现金流	2097	-938	2	-7
短期借款	178	-366	0	0
长期借款	167	-330	0	0
普通股增加	50	200	0	0
资本公积增加	1851	-200	0	0
其他筹资现金流	-148	-242	2	-7
现金净增加额	1844	-671	-543	-64

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3248	2985	3272	6977
营业成本	2275	2271	2468	5614
营业税金及附加	15	12	13	28
营业费用	51	45	49	105
管理费用	164	149	164	349
财务费用	30	-9	-2	7
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	711	515	578	872
营业外收入	11	7	7	7
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	716	516	579	873
所得税	86	77	87	131
净利润	630	438	492	742
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	630	438	492	742
EBITDA	825	555	672	1013
EPS (元)	1.57	1.10	1.23	1.85

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	98.9%	-8.1%	9.6%	113.3%
营业利润	116.8%	-27.6%	12.2%	50.9%
归属母公司股东权益	105.9%	-30.4%	12.2%	50.9%
获利能力				
毛利率(%)	29.9%	23.9%	24.6%	19.5%
净利率(%)	19.4%	14.7%	15.0%	10.6%
ROE(%)	20.8%	13.4%	13.1%	16.5%
ROIC(%)	34.8%	21.1%	15.9%	19.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.2%	7.7%	7.3%	17.6%
净负债比率(%)	21.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.76	9.0	7.0	3.6
速动比率	4.31	7.8	5.8	2.7
营运能力				
总资产周转率	1.24	0.8	0.9	1.5
应收账款周转率	28.50	20.8	20.2	27.2
应付账款周转率	14.41	11.4	11.6	10.6
每股指标(元)				
每股收益	1.57	1.10	1.23	1.85
每股经营现金流	-0.23	1.63	1.15	0.32
每股净资产	7.58	8.17	9.40	11.26
估值比率				
P/E	8.8	12.6	11.2	7.4
P/B	1.8	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	5.2	7.7	6.3	4.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257