

石油化工

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 27.70元

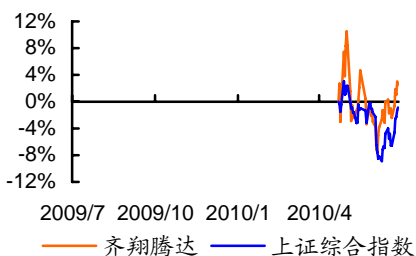
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2588.68 |
| 总股本(百万) | 260 |
| 流通股本(百万) | 52 |
| 流通市值(亿) | 14 |
| EPS (TTM) | |
| 每股净资产(元) | 1.85 |
| 资产负债率 | 42.2% |

股价表现

| | | | |
|--------|------|--------|--------|
| (%) | 1M | 3M | 6M |
| 齐翔腾达 | 6.91 | 0.00 | 0.00 |
| 上证综合指数 | 1.40 | -12.82 | -14.26 |



相关报告

齐翔腾达

002408

推荐

产量会超预期, 超募资金未来增厚业绩

投资要点:

- **投资要点 1:** 目前市场对公司未来的产量预测没有考虑到生产工艺上的特殊, 预测数偏低: 公司工艺流程比较有特点, 通过技改和循环工艺装置实际产量可以超过设计产能, 老装置现在产能 2 万吨, 实际产量 3.8 万, 09 年 1 月建成的 8 万吨新装置由于开车时间不长还在调试, 装置利用率预计会增加到 150% (年产 15 万吨), 超出产能 5 万吨, 因为是新股市场对未来产量的预计没有完全考虑这 1 点 (化工装置利用率超过 100% 很少), 所以我们认为对产量和对应业绩的预期偏低。
- **投资要点 2:** 我们预计超募资金 10 亿元下半年会落实公告, 增加公司盈利, 这 1 点在现在市场的盈利预测和股价里也没有体现。
- 我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 1.02、1.24 和 1.42 (不考虑超募资金投向新项目预测), 目前中小板化工股 11 年估值在 35 倍左右, 考虑到产品属性属于大宗品, 主业成长性小于新材料行业, 给与一定折价, 按 11 年 30 倍, 给与推荐评级, 6-12 个月目标价 35 元。
- 对于估值市场可能认为成长性不如新材料行业, 这 1 点我们首先也同意从行业未来需求增速上看其成长性短期不如新材料行业, 原料供应也有限制的问题, 但是第 1 我们给的估值已经低了一些, 第 2 公司在技术 (工艺) 上有优势 ROE 高, 地域上的优势也是较大的 (占据了国内不多的原料资源、离市场近), 毛利率水平明显高于行业, 属于小行业的龙头 (40%), 从这个角度应该享受一定估值溢价, 同时成长性方面需求长期看有突破性增长的可能, 甲乙酮是绿色溶剂, 未来环保要求提高会替代目前成本较低的有毒“三苯”类溶剂, 公司在碳 4 上有包括 MMA、叔丁胺、丁基橡胶等需求很好的新产品, 也增加了成长性。超募资金、3 季报业绩预计会提前预增是短期股价刺激因素。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1297 | 1540 | 2067 | 2674 |
| 同比(%) | 16% | 19% | 34% | 29% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 174 | 265 | 323 | 368 |
| 同比(%) | 21% | 53% | 22% | 14% |
| 毛利率(%) | 22.8% | 25.1% | 21.7% | 19.5% |
| ROE(%) | 36.1% | 10.5% | 11.3% | 11.4% |
| 每股收益(元) | 0.89 | 1.02 | 1.24 | 1.42 |
| P/E | 31.06 | 27.10 | 22.28 | 19.56 |
| P/B | 11.22 | 2.84 | 2.52 | 2.23 |
| EV/EBITDA | 23 | 19 | 17 | 15 |

资料来源: 中投证券研究所

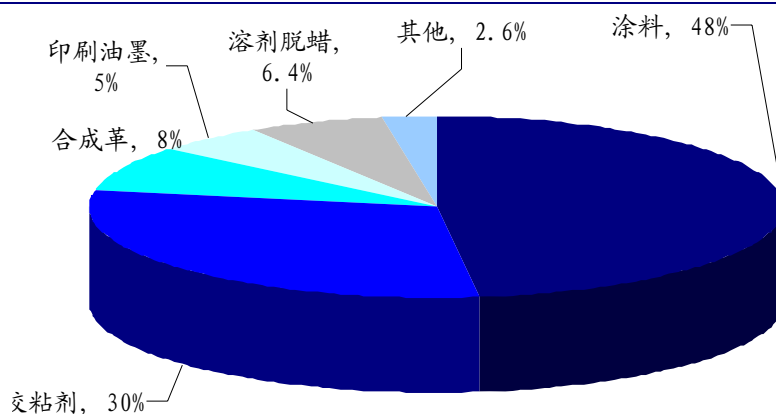
一、 甲乙酮行业分析

公司主要的业务是做碳 4 的加工，主要产品是甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇 4 个（产能 10 万吨、4.5 万吨、2 万吨和 1.2 万吨），由于甲乙酮产量最大，目前主要看甲乙酮（毛利占 70%以上）。

下游:

甲乙酮的下游主要用作高档溶剂型涂料（聚氨酯涂料、环氧树脂涂料、丙烯酸酯涂料以及乙烯基涂料等）、胶粘剂、油墨等。主要是涂料和胶粘剂。

图 1: 国内甲乙酮的下游 单位: %



资料来源: 中投证券研究所

供需:

全球甲乙酮产能约为 144 万吨/年，实际需求约为 120 万吨/年，属于小行业小产品，国内 09 年产能合计 36.7 万吨，产量和消费量约为 30 万吨。主要有 8 家企业。

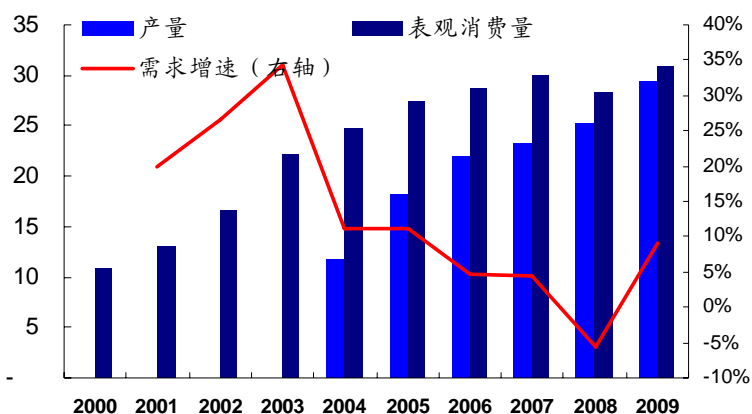
表 1 国内甲乙酮生产企业和设计产能 单位: 万吨

| 公司 | 甲乙酮产能 | 苯类 | 丙酮 |
|------|-------|----------|-----|
| 齐翔腾达 | 10 | 江苏泰州陵光石化 | 4 |
| 兰州石化 | 6 | 河北中捷 | 3 |
| 抚顺石化 | 5.5 | 中石油哈尔滨石化 | 3 |
| 天利高新 | 4 | 黑龙江石化 | 1.2 |

资料来源: 中投证券研究所

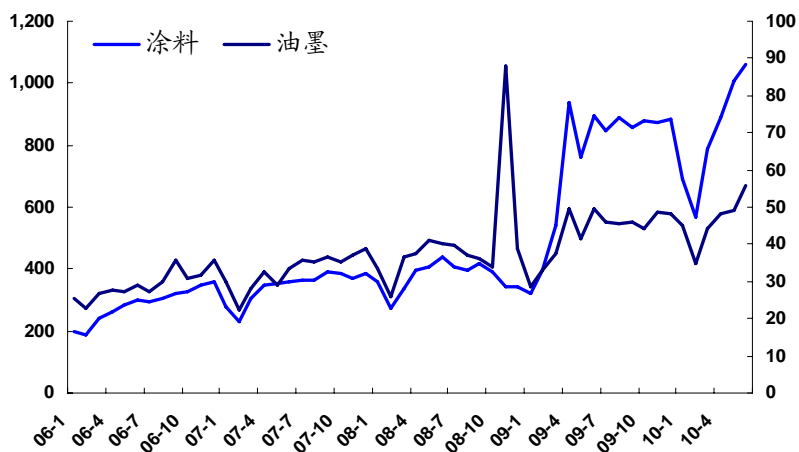
下图是国内甲乙酮的产量和表观消费量，过去几年，国内产量增速较快，进口量减少，目前国内基本上供需平衡，未来我们预计国内需求的增速在 5%-10%（全球大概 2%的年需求增速）。

图 2: 国内甲乙酮产量、表观消费量和消费量增速 单位: 万吨



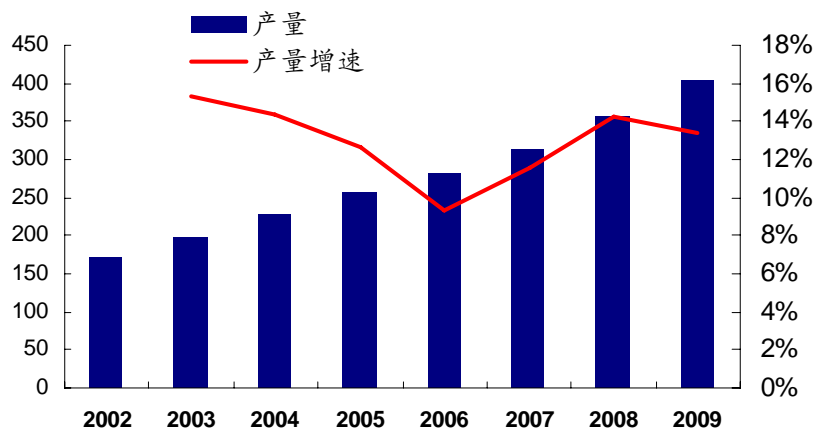
资料来源: 公司公开资料、中投证券研究所

图 3: 下游涂料、油墨国内月度产量 单位: 千吨



资料来源: 中投证券研究所

图 4: 下游胶粘剂和密封剂国内年产量和增速 单位: 千吨



资料来源: 中投证券研究所

绿色溶剂，未来下游需求有可能有突破性的增长：

甲乙酮本身主要用于高端涂料中，是绿色环保溶剂，未来的环保大趋势下，国内“三苯”有毒高挥发性溶剂取消或限用后，甲乙酮会替代部分三苯溶剂的市场，目前国内三苯溶剂市场的用量大概在千万吨左右，但由于国内环保等要求执行比较慢，而且甲乙酮溶剂比“三苯”溶剂贵 2000-3000 元/吨左右，差不多是 20%以上，所以如果没有国家政策推动，从成本角度考虑下游很多企业不会主动替换三苯等传统溶剂，但我们认为整个行业的趋势是好的。

和另 1 种绿色涂料水性涂料相比，在室内领域，水性溶剂涂料更有优势，但是其成膜后的强度等指标不如甲乙酮，所以在汽车、家具等用途上，甲乙酮一方面挥发性小符合环保指标，一方面可以提供水性溶剂涂料没有的一些强度性能，所以我们认为这 1 块，是有需求的增量的，问题只是时间和多大量。

胶粘剂行业同样也是，据我们了解国内部分做产品出口的鞋业企业用的胶粘结溶剂就是甲乙酮，主要是出于环保和健康考虑，所以未来国内市场环保要求提高后，胶粘剂行业的需求也是有新增量的。

需求方面要特别提一点：市场上部分认为甲乙酮对环境有害会被禁用，需求大幅下降的观点我们并不同意：

甲乙酮本身是挥发性有机化合物（VOC），不是完全没有污染，1990 年初被美国联邦及州视为减少排放计划的目标物，因此甲乙酮在美国涂料应用中的需求下降。后来经科研证实，美国环保局 03 年从有害性空气污染物（HAPs）目录中取消了甲乙酮，06 年从减排计划目标物的法定目录中去除，恢复甲乙酮在美国的应用增长，目前美国需求的增长在 1%左右，没有下降的问题。

供给受地域限制，公司占有很大优势：

供给方面，甲乙酮行业的特点是增加供给比较困难，受原料限制，原料碳 4 是来自炼油厂，绝对量很少，所以国内的 8 家企业基本上都是靠近炼厂而建的，这方面公司本部生产装置靠近齐鲁石化，青岛子公司装置靠近青岛炼化，两家企业分别能提供 20 万吨/年和 60 万吨/年的碳四原料，合计可以保障 30 万吨甲乙酮产能（公司产量目前 12 万吨），而且和 2 家企业签了长期合作和非竞争协议。所以公司的产能利用率是行业内最高的，其他企业都是 80%左右，而公司一直是 100%以上。

另外，我们了解到，即使上述 2 个炼厂出现一些问题，公司所在地山东有大量的地方炼厂，是全国最多的，所以也可以保证 C4 供应（只是成本高点），淄博、东营、济南、菏泽等周边地区尚有山东东明石化集团有限公司、山东京博石油化工有限公司、中国石化济南分公司、山东金诚石化集团有限公司和利华益集团股份有限公司等 5 家单位年产碳四 21 万吨左右。

表 2: 国内主要甲乙酮企业产能利用率计算 单位: %

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-------|------|------|------|------|
| 齐翔腾达 | 179% | 168% | 142% | 120% |
| 天利高新 | 48% | 65% | 65% | 75% |
| 兰州石化 | 87% | 70% | 90% | 79% |
| 抚顺石化 | 76% | 98% | 100% | 52% |
| 哈尔滨石化 | 97% | 97% | 97% | 85% |
| 泰州石化 | 73% | 73% | 63% | 58% |
| 河北中捷 | 97% | 100% | 100% | 83% |
| 黑龙江石化 | 92% | 75% | 75% | 48% |

资料来源:《中国化学工业年鉴》、卓创资讯、中投证券研究所整理

注: 根据企业产能、实际产量计算, 可能有误差

根据我们的了解, 目前 1-2 年内, 国内没有新增甲乙酮产能, 主要因为原料问题, 市场担心国内炼油能力增加很快, 会不会造成原料供给增加, C4 多了以后整个市场甲乙酮供给增加, 我们认为短期看不出有这种趋势, 首先有些新上炼厂是有自己的 C4 加工装置的, 第 2 甲乙酮工艺也要一定的技术, 第 3 目前留出来的市场绝对量并不大, 行业前几名优势也比较大, 一般小企业不会考虑进入行业。

盈利波动和周期性:

行业属于周期性行业, 但我们认为目前看国内甲乙酮行业的**周期性比其他化工品要弱**, 主要有几个原因:

1、周期性的 1 个特点是供需随着行业盈利好坏而很快变动, 盈利好的时候供给会增加, 但甲乙酮行业的 1 个特点是受原料限制很大, 原料碳 4 主要来自炼油厂, 绝对量也比较少, 因此短期很难增加大幅产量;

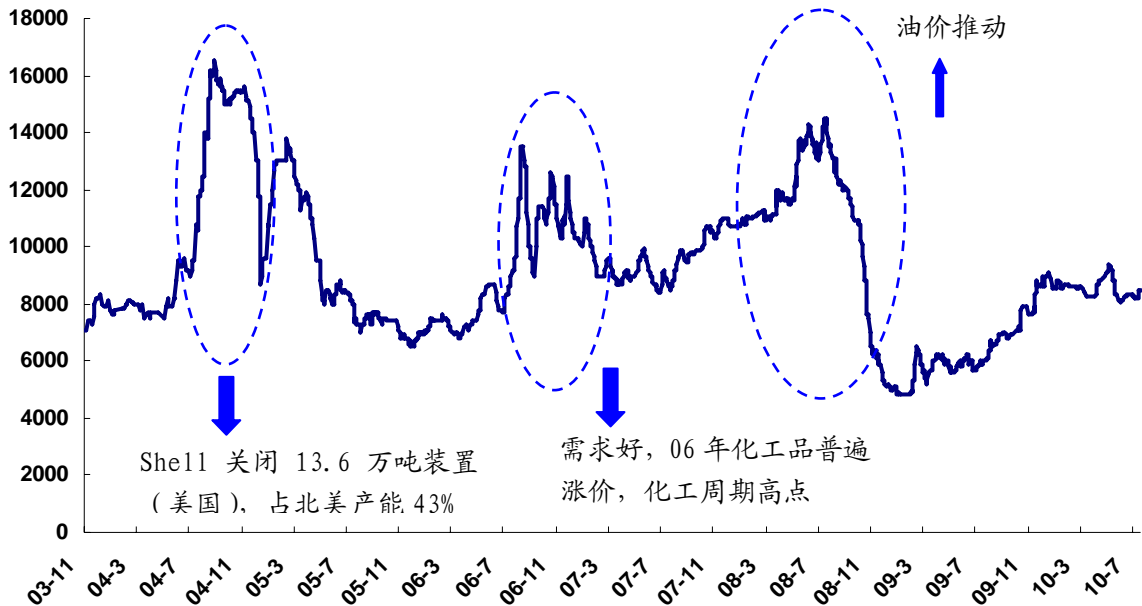
2、公司有一定定价能力, 不是完全市场竞争决定价格, 这也影响周期属性。目前公司占有市场份额 40%, 具有一定垄断优势, 同时很重要的一点公司离甲乙酮主要进口国韩国非常近 (山东离韩国隔海几百公里), 因此公司可以通过增加出口减少国内供给来影响国内的价格, 因为国内总量不是很大, 所以出口增加后, 国内供给的少量减少就能有一定影响, 这也是小产品龙头公司的普遍特点;

公司 09 年出口甲乙酮 1.56 万吨, 占销售量的 12.82%。目前出口的有韩国、美国、印度、巴基斯坦、台湾等 15 个国家和地区。

所以我们认为公司未来 2 年内毛利率下滑的风险很小, 保持在 20%-30%。

下面这个图是甲乙酮价格，我们以此分析一下企业的周期性和盈利波动，除了06年由于美国关了1个大装置（占北美产能43%），06年整个化工周期高点和08年油价推动3次变动，甲乙酮价格波动是比较小的，都在8000元/吨左右。

图5： 甲乙酮价格 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

二、公司优势和2个投资要点

公司的优势第1是地域，上面已经分析过靠近炼厂原料优势，还有出口方便，另外华南和华东地区甲乙酮消费量约占全国消费总量的90%，公司在区域上靠近市场，运输成本也小（公司近三年的销售费用率分别为：1.65%，2.15%和2.19%、甲乙酮是专用车运输）。这些都体现为毛利率高于行业平均水平。

优势第2是技术，虽然产品是大宗品，但我们认为公司的技术优势体现在工艺上，由于不断进行技改（近100次），工艺循环和优化做的很好，原料选择性低，碳4实际上是混合物，包含丁醇、丁烯、异丁烯和其他杂质，公司可以在最大程度上利用碳4原料，提高装置利用率，这体现为公司吨投资小，ROE高，上市之前一直是40%以上。

因此我们觉得 1 个投资要点就是目前市场对公司未来的产量预期偏低了，对未来的业绩预测偏低，公司老装置是 2 万吨的设计产能，在不断改进的过程，08 年产量超过 3.8 万吨，产能利用率在 180%，09 年 1 月建成的新装置由于开车时间不长，09 年的产量 8.98 万吨，利用率 112%，公司未来的目标是通过不断技改，装置开工率提高到 150%甚至远期到 170%(年产量目标 17 万吨)，因为是新股市场了解的不多，对未来产量的预计没有考虑这 1 点（化工装置利用率超过 100%是很少的），**所以我们认为对产量和对应业绩的预期偏低！**

第 2 个投资要点是超募资金的使用，根据我们的了解和分析，我们认为公司的 10 亿超募资金会用在项目投资上，未来新项目会增加公司盈利贡献，虽然时间可能要 1-2 年后，但本身也是股价刺激因素。超募资金目前来说对公司的 ROE 是没有贡献的，未来项目投资开始后，我们认为这是个 ROE 增加的过程，估值也应该提高。

公司的新项目应该也是在碳 4 的深加工领域，我们认为丁基橡胶和扩大高纯异丁烯是可能比较大的 2 个产品。丁基橡胶的原料是高纯异丁烯，公司本身就有产能，而且 09 年括了 MTBE 后可以生产更多的量。

丁基橡胶:

丁基橡胶是全球第 4 大合成橡胶品种，具有优良的气密性、抗老化性、抗腐蚀性、电绝缘性、抗刺扎性等特点，主要用于轮胎内胎、电绝缘材料、防水卷材、密封制品和医药制品等行业。

09 年全球丁基及卤化丁基橡胶产能 109 万吨/年，主要是 Exxon 公司和朗盛公司垄断，产能约占 80%。国内只有燕山石化 4.5 万吨，每年主要需要进口。

丁基橡胶的第一大用途为用于生产子午轮胎，占消费量的 85%左右。子午化轮胎需要卤化丁基橡胶作内衬（气密层）。医用瓶塞丁基化占消费的 10%。

表 3: 2009 年世界丁基及卤化丁基橡胶的主要生产厂家情况 单位: 万吨/年

| 生产厂家名称 | 产能 | 地址 | 产品 |
|--------------------------|------|-------------------|----------|
| 比利时朗盛 (Lanxess) | 13 | Antwerp | IIR、HIIR |
| 法国 Socabu 公司 1 | 7 | Notre Dame de | IIR |
| 英国 ExxonMobil 化学 | 11 | Fawley | IIR、HIIR |
| 加拿大朗盛 (Lanxess) | 13.5 | Sarnia | IIR、HIIR |
| 美国 ExxonMobil 化学 | 15 | 路易斯安那 Baton Rouge | IIR、HIIR |
| 美国 Exxon Mobil 化学 | 14.5 | 得克萨斯州 Baytown | IIR、HIIR |
| 日本丁基公司 2 | 7.5 | Kawasaki | IIR、HIIR |
| 日本丁基公司 2 | 7 | Kashima | IIR、HIIR |
| 中国石化北京燕山石化分 | 4.5 | 北京燕山 | IIR |
| 俄罗斯 Nizhnekamskneftekhim | 10 | Nizhenkamsk | IIR、HIIR |
| 俄罗斯 Sibur | 6 | Tolyatty | IIR |
| 世界合计 | 109. | | |

资料来源: 中投证券研究所 注: 1.完全由 ExxonMobil 化学公司所有; 2.日本合成橡胶与 Exxon Mobil 化学公司按 50:50 的合资企业; IIR 为丁基橡胶, HIIR 为卤化丁基橡胶。

未来几年,我国丁基及卤化丁基橡胶的新增产能也比较多,但大多数要 11 年以后,到 2014 年预计能到 25 万吨,所以盈利能力问题不大。

表 4: 近年来我国丁基及卤化丁基橡胶的供需平衡情况 单位: 万吨

| 年份 | 产量 | 进口量 | 出口量 | 表观消费量 | 年均增长率 | 自给率 |
|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| 2003 | 2.70 | 8.35 | 1.00 | 10.05 | 50.20 | 26.90 |
| 2004 | 3.76 | 9.88 | 1.10 | 12.54 | 24.80 | 30.00 |
| 2005 | 3.90 | 12.56 | 1.00 | 15.46 | 23.30 | 25.20 |
| 2006 | 3.98 | 17.09 | 0.42 | 20.65 | 33.60 | 19.30 |
| 2007 | 3.90 | 18.22 | 0.17 | 21.95 | 6.30 | 17.80 |
| 2008 | 4.40 | 18.91 | 0.23 | 23.08 | 5.28 | 19.10 |
| 2009 | 4.03 | 22.45 | 0.66 | 25.82 | 11.87 | 15.61 |

资料来源: 中投证券研究所

三、公司其他产品分析

除了甲乙酮,公司还有 3 个产品, MTBE、异丁烯和叔丁醇以及 1 个募投新项目溶剂油,对业绩影响不大,我们也做一些分析。

溶剂油:

募投里面有 15 万吨溶剂油,公司预计年均税后利润 2,571 万元,做溶剂油的原因是因为大多数用甲乙酮的企业也用溶剂油,公司发现需求以后就做了这个项目,溶剂油的原料是 C6、C7,现在正在设计中,建设期 1 年。

叔丁醇:

09 年国内需求量 8.9 万吨,产量 6.2 万吨,还有 30%需要依靠进口。毛利率较高,2007-2009 年公司叔丁醇产品的毛利率分别为 34.18%、37.11%和 44.24%,但产量不大。

MTBE:

国内 MTBE 主要用于汽油添加,车用汽油加入 MTBE 后,汽油在气缸中燃烧将更彻底,汽车尾气不含铅,一氧化碳排放量减少 30%,MTBE 也是制取聚合级异丁烯的重要原料。

预计 2010 年我国 MTBE 用量将超过 30 万吨,公司目前产能 5 万吨左右,但未来预计产品不外销,主要生产高纯异丁烯。

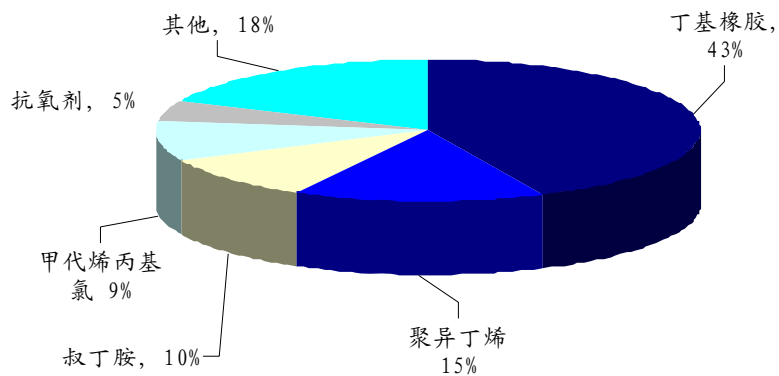
异丁烯:

公司目前高纯异丁烯的设计产能是 2 万吨,实际产量达 3 万吨,占国内总产能的 13.7%,在国内异丁烯生产企业中排名第 3。公司也在开发异丁烯的下游产品,相关研发项目包括:

1. 异丁烯两步法制 MMA 项目：MMA（甲基丙烯酸甲酯）主要用于生产有机玻璃，聚氯乙烯助剂 ACR、MBS 和用作腈纶生产的第二单体，也可用作树脂、胶粘剂、涂料、离子交换树脂、纸张上光剂、纺织印染助剂、皮革处理剂、润滑油添加剂、原油降凝剂、浸润剂、增塑剂等，用途广泛。目前公司 MMA 中试装置已开始建设。

2. 异丁烯直接氨化法制叔丁胺项目：叔丁胺是一种重要的有机合成中间体，在医药上可用于生产利福平、利福霉素 S，合成治疗支气管炎、哮喘的速效药物叔丁喘灵（博利康尼），镇静药物氨双氯醇胺等，还可用于合成生产磺酰脲类除草剂、磺酰脲杀虫剂等。目前我国产量约 3 千吨/年，需求量在 8 千吨/年以上，处于小试催化剂评价阶段。

图 6：高纯异丁烯的下游 单位：%



资料来源：中投证券研究所

四、投资建议：推荐

我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为，目前中小板化工股 11 年估值在 35 倍左右，考虑到产品属性属于大宗品，主业成长性小于新材料行业，给与一定折价，按 11 年 30 倍，目标价 35 元，给与推荐评级。

对于估值市场可能认为成长性不如新材料行业，这 1 点我们首先也同意从行业未来需求增速上看其成长性短期不如新材料行业，但是首先我们给的估值已经反映了所以低一些，第 2 公司在技术（工艺）上有优势 ROE 高，地域上的优势也是不可复制的（占有了不多的原料资源），开工率和毛利率水平明显高于行业平均水平，属于小行业龙头（40%），从这个角度应该享受一定估值溢价，同时成长性方面行业需求长期看有突破增长的可能，公司在破 4 领域深加工做强也是成长性的表现，新产品包括异丁烯下游、丁基橡胶如果建成，也增加了成长性。

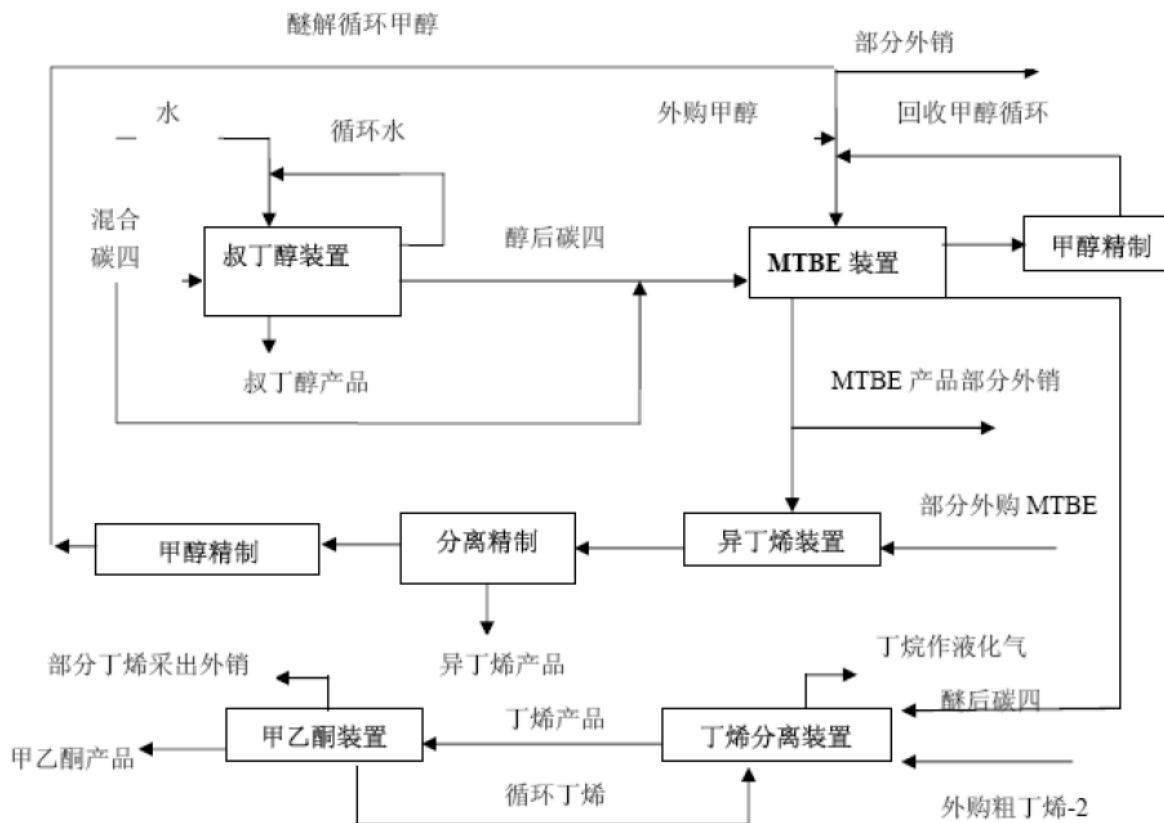
另外我们认为由于公司装置产能利用率可以提高到 100%以上这 1 点是比较特殊的，市场没有认识到，对其业绩和产量预期偏低，这 1 点会在股价上有所修复，有 1 个短期机会，目前公司有 2 套装置，2 万吨老装置经过不断技改，产能利用率到 180%，09 年实际产量在 3.8 万吨以上，新装置设计产能 8 万吨，由于 09 年刚投产，目前还处于磨合阶段，所以产能利用率还不高在 110%左右，未来公司的目标是开到 150%，所以其实际产量会超预期，比市场之前预计的要高。

10 亿超募资金的落实也是股价刺激因素，项目落实后我们会进一步跟踪公司，调整盈利预测。

根据我们的了解，东燃化学公司位于日本川崎的一套 9 万吨/年甲乙酮装置将从 8 月底起进行为期 40 天的停工检修，出光兴产公司位于日本德山的一套 4 万吨/年装置将从 9 月份起进行为期 2 个月的停工检修。3 季度和 4 季度的检修也会减小供应，今年下半年甲乙酮的毛利率也是比较好的。

弹性：静态计算（成本不变） 甲乙酮平均实现价格每上涨 100 元，EPS 增加约 0.05 元。

图 7：公司工艺流程



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| 流动资产 | 347 | 2224 | 2569 | 2964 | 营业收入 | 1297 | 1540 | 2067 | 2674 |
| 现金 | 174 | 2006 | 2278 | 2579 | 营业成本 | 1001 | 1153 | 1618 | 2153 |
| 应收账款 | 18 | 50 | 60 | 74 | 营业税金及附加 | 8 | 7 | 7 | 7 |
| 其它应收款 | 3 | 3 | 4 | 6 | 营业费用 | 28 | 32 | 44 | 57 |
| 预付账款 | 33 | 44 | 53 | 74 | 管理费用 | 17 | 26 | 34 | 43 |
| 存货 | 88 | 86 | 126 | 169 | 财务费用 | 15 | -19 | -50 | -57 |
| 其他 | 31 | 35 | 48 | 62 | 资产减值损失 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| 非流动资产 | 484 | 525 | 552 | 567 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 458 | 506 | 539 | 558 | 营业利润 | 231 | 341 | 415 | 473 |
| 无形资产 | 18 | 16 | 14 | 12 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 8 | 2 | -1 | -3 | 营业外支出 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 831 | 2748 | 3121 | 3530 | 利润总额 | 229 | 340 | 414 | 471 |
| 流动负债 | 350 | 219 | 269 | 311 | 所得税 | 56 | 75 | 91 | 104 |
| 短期借款 | 248 | 100 | 100 | 100 | 净利润 | 174 | 265 | 323 | 368 |
| 应付账款 | 69 | 90 | 135 | 170 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 33 | 29 | 35 | 40 | 归属母公司净利润 | 174 | 265 | 323 | 368 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 313 | 376 | 428 | 487 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.89 | 1.02 | 1.24 | 1.42 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 350 | 219 | 269 | 311 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| 股本 | 195 | 260 | 260 | 260 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 83 | 1801 | 1801 | 1801 | 营业收入 | 16.3 | 18.7 | 34.3 | 29.3 |
| 留存收益 | 203 | 469 | 791 | 1159 | 营业利润 | 20.0 | 47.8 | 21.6 | 13.9 |
| 归属母公司股东权益 | 480 | 2529 | 2852 | 3219 | 归属于母公司净利润 | 20.8 | 52.9 | 21.6 | 13.9 |
| 负债和股东权益 | 831 | 2748 | 3121 | 3530 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 22.8 | 25.1 | 21.7 | 19.5 |
| | | | | | 净利率 | 13.4 | 17.2 | 15.6 | 13.8 |
| | | | | | ROE | 36.1 | 10.5 | 11.3% | 11.4% |
| | | | | | ROIC | 44.5 | 51.9 | 54.4 | 56.4 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 42.2 | 8.0% | 8.6% | 8.8% |
| | | | | | 净负债比率 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 0.99 | 10.14 | 9.54 | 9.53 |
| | | | | | 速动比率 | 0.74 | 9.75 | 9.07 | 8.99 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.55 | 0.86 | 0.70 | 0.80 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 35 | 46 | 38 | 40 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 11.36 | 14.48 | 14.39 | 14.12 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.67 | 1.02 | 1.24 | 1.42 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.94 | 1.05 | 1.20 | 1.27 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 1.85 | 9.74 | 10.99 | 12.40 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 31.06 | 27.10 | 22.28 | 19.56 |
| | | | | | P/B | 11.22 | 2.84 | 2.52 | 2.23 |
| | | | | | EV/EBITDA | 23 | 19 | 17 | 15 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434