

# 坚瑞消防：引领气溶胶灭火系统

## 新股分析报告

### 报告关键点：

- 📖 技术优势奠定公司龙头地位
- 📖 产能扩张带来公司发展机遇
- 📖 合理价值区间为13-16元

### 报告摘要：

- **S型气溶胶灭火系统龙头：** 本公司的主营业务为S型气溶胶灭火系统的研发、生产、销售和服务，可广泛应用于移动通信、电力、冶金、石化、军事、运输、民用等各个领域电气设备场所的消防。本次拟公开发行2,000万股，约占公开发售后总股本的25%。
- **技术优势奠定公司龙头地位：** S型气溶胶灭火装置是一种环保型的灭火器，不会破坏臭氧层。与其它环保型气体灭火器相比，它设计用量小、运行维护成本低，不需要压力容器，节省重量和空间，高温下不会分解氢氟酸等有害物质的特点而具有较好的经济效益，在哈龙替代品中具有良好的发展前景。同时它克服了以往K型气溶胶灭火器对电路会造成损害的缺点，可广泛使用于通信基站，电力行业，军事行业，冶金行业等。2006年、2007年及2008年，气溶胶灭火产品在气体灭火行业中的市场份额分别为4.38%、4.99%、3.42%，其中S型气溶胶产品占气体灭火行业中的市场份额分别为1.17%、1.75%、1.80%。S型气溶胶灭火产品市场占有率呈逐渐上升趋势。
- **产能扩张带来公司发展机遇：** 目前公司产品供不应求，产能一直处于满负荷状态。传统下游需求旺盛，新兴的应用领域不断出现。中国移动经过严格的考察和验证，最终选择S型气溶胶灭火系统用于保护其通信基站等配备有精密电气设备的场所，并指定公司为通信基站气体灭火设备的主要供应商。2006年6月，中国联通出台《中国联通通信机房标准》，指出通信机房应按规模及重要性设置气体灭火系统，且气溶胶灭火系统宜选用S型。目前存量基站只有不到1/10的部分安装了自动灭火系统。此外，已安装的气溶胶自动灭火系统其寿命一般为6年，每6年需更换一次。
- **盈利预测与估值：** 我们给予公司45-55倍PE，按照2009年摊薄EPS0.27元，建议询价区间为12-14.8元。预测2010公司摊薄计算的EPS为0.29元，公司的合理价值区间为13-16元。
- **风险提示：** 产品价格下滑风险，毛利率下滑风险，市场开拓风险。

建议询价区间：

12.00 - 14.8 元

上市首日定价区间：

13.00 - 16.00 元

报告日期： 2010-08-15

### 发行数据

总股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
网下发行(万股)	400
网上发行(万股)	1,600
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2010-08-23
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

郭鸿宝	54.37%
广州佰聚亿投资有限公司	9.12%
深圳市恒洲信投资有限公司	5.50%
郑向阳	4.70%
李杰	4.70%
张金龙	3.84%
广州康通投资管理有限公司	3.50%
李炜	2.87%
徐凯	2.58%
台文英	1.72%

### 研究员

<b>刘军</b>	<b>首席行业分析师</b>
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
<b>谭志勇</b>	<b>助理行业分析师</b>
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	84.1	106.7	115.8	132.9	167.1
Growth(%)	17.1%	26.8%	8.5%	14.8%	25.7%
净利润	17.4	21.7	23.6	26.2	31.6
Growth(%)	8.4%	19.5%	7.7%	11.1%	20.9%
毛利率(%)	61.4%	55.5%	53.3%	50.1%	50.6%
净利润率(%)	21.3%	20.0%	19.9%	19.2%	18.5%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.29	0.32	0.39
每股净资产(元)	0.89	1.12	6.59	6.84	7.14
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	24.6%	24.2%	4.5%	4.8%	5.5%
ROIC(%)	67.1%	32.5%	23.2%	17.4%	17.5%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

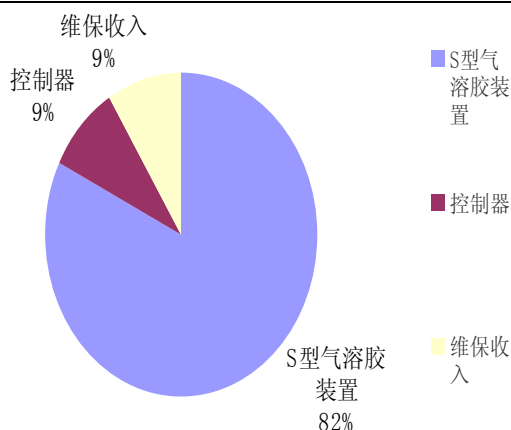
## 1. 公司简介

### 1.1. 基本情况

本公司的主营业务为气溶胶灭火系统的研发、生产、销售和服务。公司目前的主导产品为S型气溶胶灭火装置，现已形成年产10,000台S型气溶胶灭火装置的生产能力，生产能力和销售规模在气溶胶国产厂商中均名列第一。S型气溶胶灭火装置可广泛应用于移动通信、电力、冶金、石化、军事、运输、民用等各个领域电气设备场所的消防。

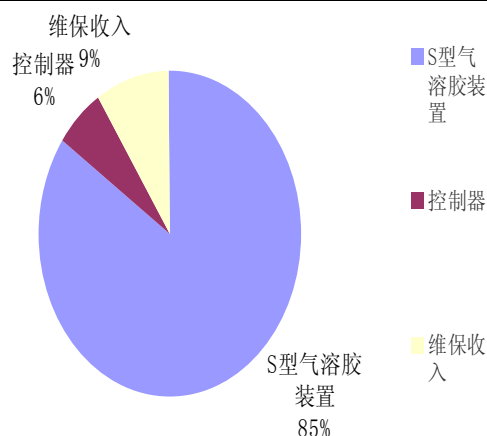
公司主营业务突出，S型气溶胶装置销售在收入占比中超过80%，营业利润占比达到85%。公司毛利率水平较高，S型气溶胶装置毛利率保持在50%以上，09年综合毛利率为55.45%。

图1: 2009年主营业务收入构成



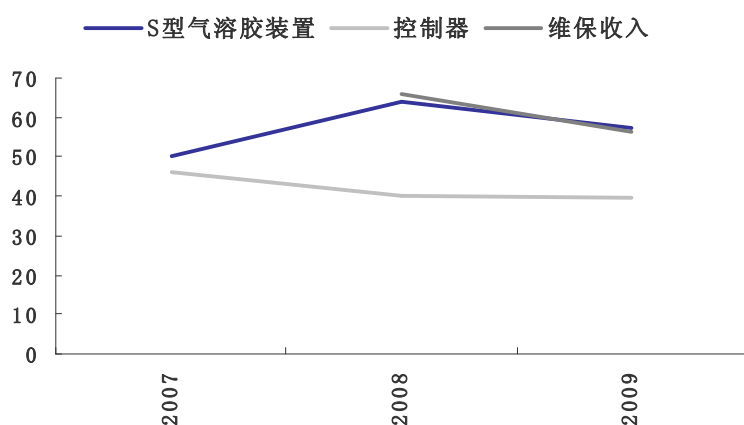
数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

图2: 2009年主营业务利润构成



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

图3: 各项业务毛利率

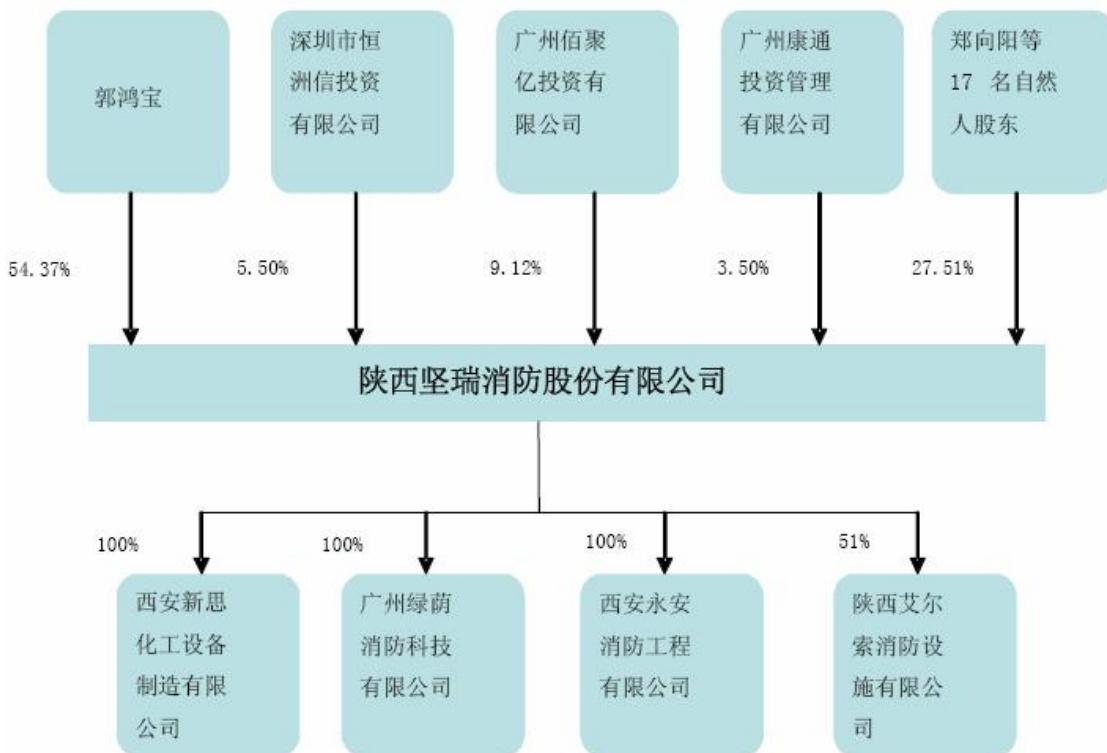


数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

### 1.2. 股权结构

公司的控股股东和实际控制人为郭鸿宝，持有本公司股份3,600万股，占本次公开发行前总股本的54%。本次拟公开发行2000万股，约占公开发行后总股本的25%。公司拥有全资子公司三家，分别为西安新思、广州绿荫及西安永安；控股子公司陕西艾尔索；无其他参股公司。

图 4：公司股权结构



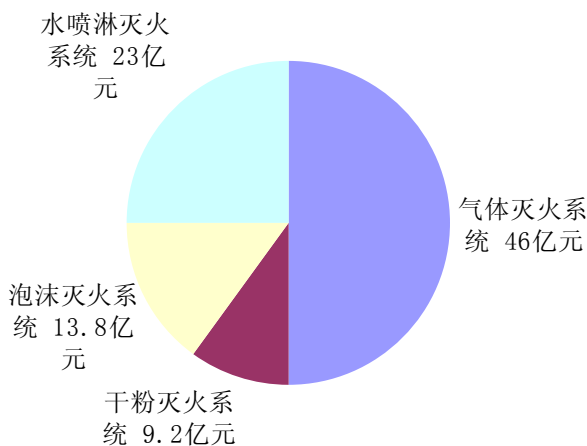
数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

## 2. 主营业务分析

### 2.1. 气溶胶灭火系统行业

消防产品市场主要分为自动灭火系统、报警设备、建筑防火、消防装备四大类，自动灭火系统市场规模约占全部消防产品市场的20%。自动灭火系统产品主要分为气体灭火系统，水喷淋灭火系统，泡沫灭火系统，干粉灭火系统四大类，其中气体灭火系统占50%，水喷淋灭火系统占25%，泡沫灭火系统占15%，干粉灭火系统占10%。

图5：2008年灭火系统市场份额



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

国内气溶胶市场主要有K型和S型两种气溶胶灭火系统。由于S型气溶胶灭火系统市场推广时间相对较短，K型气溶胶灭火系统国家标准规定的应用范围较为狭窄，因此目前气溶胶市场整体规模不大。2008年，气溶胶产品在气体灭火系统中的份额仅约为3.42%，销售规模约为1.6亿元，其中S型气溶胶灭火系统约占50%。

## 2.2. S型气溶胶装置发展前景广阔

### 2.2.1. 环保政策促使替代加速

在20世纪60年代到80年代,哈龙灭火剂由于其良好的灭火效果(不导电、低毒性、无残留),得到了广泛应用。但是哈龙却是“消耗臭氧层物质”,因此在1987签订的《蒙特利尔议定书》对包括哈龙在内的消耗臭氧层物质的生产和消费进行了限制。气溶胶灭火系统作为绿色环保的哈龙替代品逐渐得到人们的重视,各国研究并开发出多种类型气溶胶灭火产品,使气溶胶的应用技术得到了迅速发展。美国安素公司推出商品名为Inergen的IG-541混合气体灭火系统。美国大湖公司推出商品名为FM200的七氟丙烷灭火系统。自此,三大气体灭火系统均得到广泛应用。

我国从2006年1月1日起全部停止哈龙1211的生产,2010年1月1日起全部停止哈龙1301的生产。目前国内哈龙保有量约为40,000吨,其中哈龙1211为39,000多吨,哈龙1301为1,000多吨。哈龙系统的拆除和改造,市场容量约110亿元。S型气溶胶产品作为哈龙系统的替代品之一,未来在该市场上具有较大的市场潜力。

### 2.2.2. 技术优势扩大市场份额

三大气体灭火系统都不会破坏臭氧层,但各有缺点。七氟丙烷灭火系统在灭火过程中会分解出有害物质氢氟酸。IG-541混合气体灭火系统贮存压力大,工程造价高,维护复杂,适合于大型公共场所。与前两者相比,气溶胶灭火系统因设计用量小、运行维护成本低,不需要压力容器,节省重量和空间,高温下不会分解氢氟酸等有害物质的特点而具有较好的经济效益,在哈龙替代品中具有良好的发展前景。但20世纪90年代的气溶胶主要是以钾盐为主氧化剂的K型产品,喷发后的产物极易与空气中的水结合形成一种粘稠状的导电物质,对电气设备造成很大的损害。因此K型气溶胶装置的使用范围受到了较大的限制,这也造成了气溶胶型装置在气体灭火系统中的使用比例不高。

而坚瑞消防开发的以铯盐作为主氧化剂的S型气溶胶产品,解决了K型气溶胶产品对电气设备的损害难题。2006年3月,建设部和质检总局联合发布的国家标准《气体灭火系统设计规范》,明确指出:目前我国允许在所有电气火灾场所使用的气体灭火系统有七氟丙烷、S型气溶胶、IG-541三种产品。与七氟丙烷、IG-541相比,S型气溶胶除具有灭火效率高等优势外,还具有以下优势:

①在独立小空间使用具有安装维护简便优势:S型气溶胶灭火装置常温常压贮存,免去了定期检测压力和充压的维护程序;无须管网和压力钢瓶,因此体积小、重量轻,搬运及安装非常简便。与七氟丙烷和IG-541混合气体灭火系统相比,在独立的小空间(如移动通信基站等)使用具有明显的竞争优势。

②成本优势:由于无须管网、压力钢瓶、维护费用小以及灭火原理的差异,S型气溶胶灭火系统综合成本远低于其他气体灭火系统。

表1: 气体灭火器主要指标对比

	S型气溶胶	K型气溶胶	七氟丙烷	IG-541
毒性	无	无	中	无
灭火速度	中	快	中	慢
贮存压力 Mpa	0	0	2.5/4.2	15/20
工程造价	简单低廉	简单低廉	复杂较高	复杂昂贵
维护情况	简单费低	简单费低	复杂费高	复杂费高
对电气设备损害	无	有腐蚀	弱酸腐蚀	压力释放可能造成损害

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

### 2.2.3. 下游需求引领行业高增长

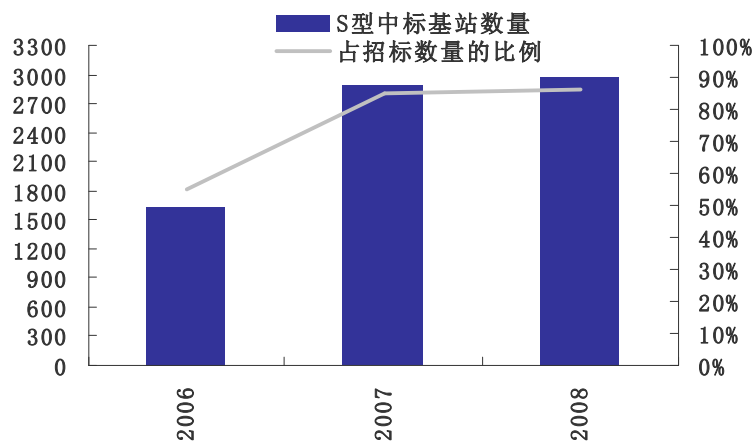
目前S型气溶胶灭火系统应用领域主要包括移动通信行业、民用建筑市场、电力行业、

石化行业、冶金行业、军事行业、运输行业等。2006年、2007年及2008年，气溶胶灭火产品在气体灭火行业中的市场份额分别为4.38%、4.99%、3.42%，其中S型气溶胶产品占气体灭火行业中的市场份额分别为1.17%、1.75%、1.80%。S型气溶胶灭火产品市场占有率呈逐渐上升趋势。

移动通信行业的通信基站是我国气溶胶灭火系统应用最广的领域，气溶胶灭火系统由于常压贮存、系统造价低、维护简便，综合成本具有明显优势。中国移动经过严格的考察和验证，最终选择S型气溶胶灭火系统用于保护其通信基站等配备有精密电气设备的场所，并指定公司为通信基站气体灭火设备的主要供应商。2006年6月，中国联通出台《中国联通通信机房标准》，指出通信机房应按规模及重要性设置气体灭火系统，且气溶胶灭火系统宜选用S型。上述标准出台后，S型气溶胶产品凭借其安装和维护简便、低成本、对被保护设备无二次损害性等优势迅速进入移动通信行业的通信基站市场。

2006年-2008年，中国移动通过招标方式采购自动灭火系统的通信基站数量分别为2,978个、3,396个和3,436个。其中，使用S型气溶胶产品的中国移动通信基站场所比重快速增加，由2006年的54.87%增长到2008年的86.29%。

图6: S型中标基站数量



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

在我国现代化建设进程加快的背景下，移动通信需求急剧增长，中国移动和中国联通的通信基站数量也随之增长迅速，2007年比2006年增加了13万个，增长率为39.39%，2008年比2007年增加了6万个，增长率为13.04%。截至2009年底，中国移动约有41万个通信基站，中国联通约有23万个通信基站（不包括3G基站）。预计到2013年中国移动的基站数量将达到60万个，中国联通的基站数量将达到35万个，总共数量将达到95万个。

图7: 通信基站数量变动趋势



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

目前存量基站只有不到1/10的部分安装了自动灭火系统。此外,已安装的气溶胶自动灭火系统其寿命一般为6年,每6年需更换一次。目前,通信基站新安装的自动灭火系统主要为坚瑞消防的S型气溶胶灭火系统,因此,通信基站对自动灭火系统的增量需求和未来更换需求将使得S型气溶胶灭火系统的销售规模保持持续、稳定的增长趋势。

民用市场主要集中在高层建筑的配电室等场所。在《关于贯彻公共安全行业标准加强消防监督有关问题的通知》(公消[2007]226号)明确规定了高层民用建筑的配电室应按照《高层民用建筑设计防火规范》GB50045规定配置气体灭火系统,极大地推动了气体灭火产品进入该市场。

电力行业市场主要是电缆沟和变电站的应用。电缆沟数量众多,价值较高,且无人值守,对气体自动灭火系统有巨大的需求。在电力系统中,变电站是输电和配电的集结点,是电力系统的核心。当前国家电网公司正在逐步规范变电站的管理,有将变电站发展为无人值守的趋势,这必然会加速该领域自动灭火系统的推进。总体而言,电力行业对于自动灭火系统的厂商来说属于一个新兴市场,各家供应商尚未形成规模化竞争。随着电力行业对自动灭火系统需求的快速增长,各厂商之间的竞争会趋于激烈。

军事行业也是气溶胶自动灭火器需求的新型领域。气溶胶自动灭火系统可广泛应用于各类固定军事通讯基站、通讯机房、数据交换机房、雷达站、信号站以及各种场所的计算机房和安全监控设备,也可以用于保护军用车辆、舰艇、飞机的发动机舱和控制舱内的移动式通讯设备、各种电力设施及各类精密电气设备。2008年12月,公司已开发出新型军用气溶胶自动灭火系统并通过总装陆军装备科研订购部组织的技术鉴定。目前该产品已应用于军队消防安全。2010年已实现收入528万元。

《钢铁冶金企业设计防火规范》总则对气溶胶灭火的适用场所作了明确的规定。规范还指出:“钢铁冶金企业的防火设计应结合工程实际,积极采用新技术、新工艺、新材料和新设备,做到安全适用、技术先进、经济合理”。S型气溶胶产品作为哈龙替代品中的新型产品,技术先进、安全简便、经济适用,非常符合总则中的要求,与其他灭火系统相比,S型气溶胶产品在性能和成本上优势明显。公司目前已经成功进入该市场,2008年公司向鞍钢集团朝阳鞍凌钢铁有限公司和鞍钢股份有限公司销售S型气溶胶灭火系统240套,合同金额180.39万元。

石化行业的用户主要为大型的集团公司,对供应商的要求较为严格,一般需经过严格的考察和筛选,才会被纳入供应商体系,只有被纳入集团供应商体系或产品被纳入企业标准的供应商才有机会向中石油、中石化提供消防设备。2005年4月28日,中国石油天然气集团公司发布企业标准《气溶胶灭火系统技术规范》,规定气溶胶灭火系统

适用工业电气场所，经过市场拓展，公司已经成功进入该市场。2008年12月，公司正式成为中石化物资采购电子商务网站的网络供应商成员。

### 3. 财务分析和竞争优势

#### 3.1. 财务分析

表 2 公司主要财务指标

财务指标		2009	2008	2007
盈利能力	ROE	27.2	29.7	55.8
	毛利率	55.5	61.4	47
	期间费用率	30.4	33	25.6
偿债能力	流动比率	2.4	2.4	1.6
	速动比率	2.3	2.2	1.4
	资产负债率(%)	33.1	34.2	56.7
营运能力	存货周转率	8.4	4.9	5.6
	应收账款周转率	1.8	2	2.1
成长能力	每股经营活动现金流	0.27	-0.18	0.54
	EPS	0.27	0.22	0.21

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

#### 3.2. 竞争优势

##### 3.2.1. 技术优势

公司在灭火技术领域已拥有11项专利和16项专利申请构成的专利群，并且还取得了大量的专有技术，确保了公司在核心技术领域的领先优势。公司已着手开发以镁盐为氧化剂的M型气溶胶，作为下一代气溶胶的储备技术，目前该技术大部分难题均已解决。2008年7月，发行人已就相关技术申请了专利并获得中华人民共和国知识产权局受理。

##### 3.2.2. 行业先发优势

消防行业是一个在位优势明显的行业。由于气体灭火系统通常安置在装有精密设备的场所，所以行业用户对气溶胶灭火系统的品质要求很高。通常企业要成为某一行业用户的入围供应商，需经过严格的考察、检测和验证方能通过入围评审；用户对于气体灭火系统品质的评估必须通过长期的使用甚至实际的灭火案例才可以得出。坚瑞消防凭借新型的产品、完善的服务和持续创新的技术研发能力，已经规模化进入移动通信行业、批量进入电力、石化、冶金等行业，并赢得了客户的广泛认可。

### 4. 募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行人2,000万股人民币普通股，占发行后总股本的25%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。本次募集资金投资的项目为公司现有产品产能扩大以及国内市场营销和服务网络建设。

表 3 募投项目

项目名称	项目总投资(万元)	建设周期
年产20000台S型气溶胶自动灭火装置生产和研发基地建设项目	9,400	2年
国内市场营销和服务网络建设项目	4,000	2年

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

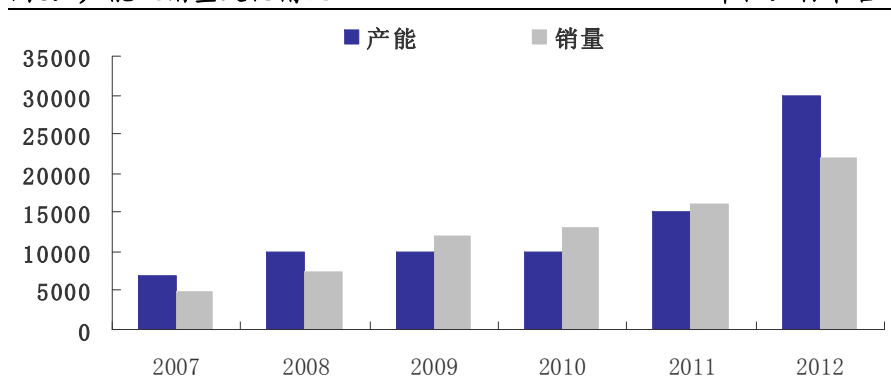
#### 4.1. 国内市场营销和服务网络建设

公司目前产品供不应求，产能一直满负荷运转。随着募投项目的实施，显著增加公司

的产能、降低产品成本，新兴市场将得到进一步开拓。在新增产能项目中。生产用固定资产投资为4,634万元，平均10,000台产能投资额为2,317万元。研发中心投资为1,850万元，综合办公楼为1,516万元。

图8: 产能及销量变化情况

单位: 标准台



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

## 4.2. 国内市场营销和服务网络建设

气溶胶灭火行业市场的特点是应用客户的行业性和业务范围涉及地域的宽广性，为应对这种挑战，公司的营销体系也从一开始的单纯直营演进到现阶段的直营和代理相结合的模式，从而兼顾各行业的发展现状。这种营销模式既能很好地利用公司在不同行业的市场运作经验，快速方便地复制和推广公司在中国移动等行业市场的成功模式，也能充分利用代理商广泛的销售网络，及时满足不同行业和地域市场的需求，建立公司在市场上的竞争优势。

## 5. 盈利预测和估值

### 5.1. 盈利预测

根据招股说明书中的项目达产进度，以及我们的盈利预测模型，我们预测公司 2010、2011 和 2012 年摊薄后的每股收益分别为 0.29 元、0.32 元和 0.39 元。

表 4 预测假设

	2009	2010	2011	2012
S 型气溶胶装置销量	12,029.00	14,000.00	17,000.00	22,000.00
单位销售收入	7,245.53	6,731.35	6,354.00	6,234.00
单位销售成本	3,091.13	3,012.80	3,049.92	2,898.81
毛利率	57.34	55.24	52.00	53.50
S 型总销售收入	24,166,261.00	28,140,000.00	34,187,000.00	44,264,000.00
控制器	9,153,392.88	10,554,569.00	11,610,025.90	12,771,028.49
工程收入	852,468.59	5,888,795.22	7,150,679.91	9,253,821.06
维保收入	9,531,327.67	5,068,000.00	6,154,000.00	7,964,000.00

数据来源: Wind 安信证券研究中心

### 5.2. 估值分析

我们认为公司的估值参考体系有两个，一个是最近 5 家中小板上市公司，另一个是主板和中小板的化工新材料类上市公司。我们给予公司 45-55 倍 PE，按照 2009 年摊薄 EPS 0.27 元，建议询价区间为 12-14.8 元。预测 2010 公司摊薄计算的 EPS 为 0.29 元，公司的合理价值区间为 13-16 元。



表 6 最新创业板上市公司估值水平一览

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 09E	备注
300114	中航电测	25.00	34.75	14.15	58	合金钢传感器
300113	顺网科技	42.98	92.42	37.45	83	网络广告及推广服务收入
300112	万讯自控	17.43	49.75	19.37	48	电动执行器
300111	向日葵	16.80	22.41	10.16	75	电池片及电池组件
300110	华仁药业	13.99	57.05	21.06	50	普通输液
平均			39.01	15.76	65	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

表 8 设备制造上市公司估值水平一览 截止日期: 2010-8-14

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB	备注
002272	川润股份	21.73	35.95	14.77	30	23	5	6	润滑液压设备销售
300097	智云股份	30.55	40.73	23.03	51	40	11	17	0
000925	众合机电	20.94	17.05	7.81	60	34	4	11	机电总包
002337	赛象科技	29.60	31.17	16.37	30	23	4	12	载重子午胎制造系列设备
300056	三维丝	38.83	29.60	17.14	60	39	11	25	0
平均			26.52	12.96	48	31	5	12	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

## 6. 风险提示

### 6.1. 产品价格下降风险

2007年、2008年及2009年,公司主导产品S型气溶胶灭火装置的平均单价分别为每公斤1,070.25元、899.92元及724.51元,单位售价呈下降趋势。虽然公司产品毛利率仍然维持在高位,但如果公司价格继续下降,将会对公司盈利产生一定的影响。

### 6.2. 毛利率下滑风险

本次募集资金投资项目建成达产后,公司S型气溶胶灭火装置年生产能力将由现在得10,000台达到30,000台。如果公司未来不能有效地拓展市场,将导致产品销售规模难以提升,出现产能利用不足或者产销率下降的风险,从而降低募集资金使用效率。

### 6.3. 市场开拓风险

S型气溶胶灭火装置进入市场时间相对较短,其总体市场规模仍较小。公司如不能在技术宣传和市场推广方面采取有效的措施,让用户充分了解公司产品技术优势,将面临市场接受认可度低的风险,给公司市场拓展带来困难。

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-15

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>84.1</b>	<b>106.7</b>	<b>115.8</b>	<b>132.9</b>	<b>167.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	32.4	47.5	54.1	66.3	82.5	营业收入增长率	17.1%	26.8%	8.5%	14.8%	25.7%
营业税费	1.6	1.8	2.1	2.4	3.0	营业利润增长率	34.8%	21.3%	6.7%	11.3%	21.1%
销售费用	12.0	12.7	15.0	17.3	21.7	净利润增长率	8.4%	19.5%	7.7%	11.1%	20.9%
管理费用	15.2	18.7	20.8	23.9	30.1	EBITDA 增长率	34.3%	23.1%	-6.5%	6.9%	29.1%
财务费用	0.5	1.1	-3.8	-7.8	-7.4	EBIT 增长率	31.9%	23.3%	-12.0%	-3.6%	30.0%
资产减值损失	1.2	-0.7	0.4	0.6	0.6	NOPLAT 增长率	6.8%	26.4%	-10.2%	-3.5%	29.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	161.2%	25.7%	29.0%	28.7%	14.8%
投资和汇兑收益	-	-	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	88.0%	26.3%	488.2%	3.7%	4.4%
<b>营业利润</b>	<b>21.1</b>	<b>25.6</b>	<b>27.3</b>	<b>30.4</b>	<b>36.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	毛利率	61.4%	55.5%	53.3%	50.1%	50.6%
<b>利润总额</b>	<b>21.3</b>	<b>25.9</b>	<b>27.7</b>	<b>30.8</b>	<b>37.2</b>	营业利润率	25.1%	24.0%	23.6%	22.9%	22.0%
减: 所得税	3.9	4.2	4.2	4.6	5.6	净利润率	21.3%	20.0%	19.9%	19.2%	18.5%
<b>净利润</b>	<b>17.4</b>	<b>21.7</b>	<b>23.6</b>	<b>26.2</b>	<b>31.6</b>	EBITDA/营业收入	27.1%	26.3%	22.7%	21.1%	21.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>25.7%</b>	<b>25.0%</b>	<b>20.3%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.6%</b>
货币资金	19.7	25.6	433.9	432.8	442.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	35	45	87	155	176
应收帐款	56.9	70.9	77.7	89.2	112.2	流动营业资本周转天数	137	181	179	157	140
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	346	322	973	1,427	1,186
预付帐款	2.2	0.9	0.9	0.9	0.9	应收帐款周转天数	192	212	229	221	212
存货	6.5	4.8	7.4	9.1	11.3	存货周转天数	29	19	19	22	22
其他流动资产	0.7	2.5	0.9	0.9	0.9	总资产周转天数	417	408	1,107	1,621	1,383
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	206	265	311	349	335
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	ROE	24.6%	24.2%	4.5%	4.8%	5.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.2%	16.2%	4.1%	4.2%	4.8%
固定资产	10.7	16.2	39.5	74.7	88.7	ROIC	67.1%	32.5%	23.2%	17.4%	17.5%
在建工程	6.0	7.1	12.0	5.4	-	<b>费用率</b>					
无形资产	1.9	4.6	4.7	5.8	6.8	销售费用率	14.3%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
其他非流动资产	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	管理费用率	18.1%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>资产总额</b>	<b>107.9</b>	<b>134.0</b>	<b>577.7</b>	<b>619.4</b>	<b>664.4</b>	财务费用率	0.6%	1.0%	-3.3%	-5.8%	-4.4%
短期债务	11.5	14.9	10.0	20.0	25.0	三费/营业收入	33.0%	30.4%	27.7%	25.2%	26.6%
应付帐款	13.0	19.3	24.5	30.0	37.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2.1	2.2	3.0	3.6	4.5	资产负债率	34.2%	33.1%	8.7%	11.7%	14.0%
其他流动负债	9.7	7.4	12.2	18.0	25.8	负债权益比	52.0%	49.4%	9.5%	13.2%	16.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.37	2.39	10.49	7.44	6.13
其他非流动负债	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	速动比率	2.19	2.28	10.34	7.31	6.01
<b>负债总额</b>	<b>36.9</b>	<b>44.3</b>	<b>50.2</b>	<b>72.2</b>	<b>93.2</b>	利息保障倍数	42.63	25.25	-6.10	-2.91	-3.97
<b>少数股东权益</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	DPS(元)	-	0.04	0.07	0.08	0.10
留存收益	9.2	27.6	444.9	464.1	487.3	分红比率	0.0%	14.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>股东权益</b>	<b>71.0</b>	<b>89.7</b>	<b>527.5</b>	<b>547.2</b>	<b>571.1</b>	股息收益率	-	-	-	-	-
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	17.4	21.7	23.6	26.2	31.6	EPS(元)	0.22	0.27	0.29	0.32	0.39
加: 折旧和摊销	1.2	1.6	2.8	5.4	6.8	BVPS(元)	0.89	1.12	6.59	6.84	7.14
资产减值准备	1.2	-0.7	0.4	0.6	0.6	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.7	0.4	0.8	-3.8	-7.8	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.4	0.3	0.5	0.6	0.7	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-23.8	-13.2	1.3	-1.5	-9.6	CAGR(%)	14.5%	13.4%	63.9%	192.7%	192.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-10.2</b>	<b>16.4</b>	<b>24.5</b>	<b>23.3</b>	<b>22.5</b>	PEG	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-15.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>-31.3</b>	<b>-35.3</b>	<b>-16.3</b>	ROIC/WACC	13.2	6.4	4.6	3.4	3.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>20.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>413.2</b>	<b>11.4</b>	<b>4.7</b>	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编: 100034