

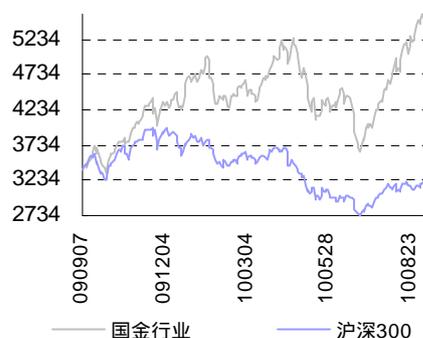
上市定价(人民币): 30.80-34.65元

目标价格(人民币): 23.10-26.95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)	33.93
发行A股数量(百万股)	16.60
总股本(百万股)	66.24
国金其它专用设备指数	5515.36
沪深300指数	2975.09
中小板指数	6678.84



硫磺回收专家，业务规模将不断扩大

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.454	0.556	0.770	1.067	1.325
每股净资产(元)	1.84	2.58	11.20	12.10	13.42
每股经营性现金流(元)	0.84	0.05	1.41	1.10	1.47
市盈率(倍)	N/A	N/A	44.09	31.81	25.61
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	19.32%	22.27%	38.54%	38.58%	24.24%
净资产收益率(%)	33.03%	28.77%	6.87%	8.81%	9.87%
总股本(百万股)	49.64	49.64	66.24	66.24	66.24

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

- 公司主要从事以炼油、煤化工项目为主的工程设计和总承包业务，先后完成200多个硫磺回收、常减压、催化裂化、加氢等项目，是硫磺回收细分领域龙头企业。
- 硫磺回收既能减少大气污染，又能一定程度解决我国硫磺资源稀缺，对外依存度高达90%的问题，意义重大。未来5-10年，国内规划中的炼油与煤化工项目投资在1.4万亿元，我们测算可回收硫磺在600-650万吨，硫磺回收市场规模将达到280-420亿元。公司目前已累计设计78套硫磺回收装置，拥有国内领先的无在线炉回收工艺技术，实现了硫磺回收技术、工程设计、设备等大型化和国产化，盈利能力强，未来发展前景广阔。
- 此次募集资金一方面解决公司运营资金不足的问题，有利于公司获得更多较大投资的总承包项目；另一方面投入节能减排工程技术研发与应用中心建设项目，使公司未来的业务向储油、低压瓦斯、污水处理等石化领域延伸。
- 我们预计公司2010-2012年主营业务收入分别为241、311、478百万元，归属于母公司净利润51、71、88百万元，每股收益0.77、1.07、1.33元。根据可比公司情况，给予公司2010年30-35倍PE，合理区间为23.10-26.95元。根据中小板新进化工类上市公司情况，结合目前市场状况，预计公司上市首日价格区间为30.80-34.65元。

刘波

分析师 SAC 执业编号: S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介-主要从事炼油化工项目的工程设计与承包	4
EPC 模式：设计为基础，总承包为核心	5
硫磺回收是公司核心业务	5
硫磺回收意义重大，主要在炼油与煤化工领域	5
准入门槛高，工程质量与服务水平是竞争关键	8
经验与技术是公司最大优势	8
高毛利率的秘密	10
未来发展方向：延伸到其他石化领域+海外市场拓展	10
募集资金用于扩大工程总承包业务并将公司业务延伸到其他石化领域	10
海外市场是另一业绩增长点	12
股票估值和定价	12
附录：三张报表预测摘要	15

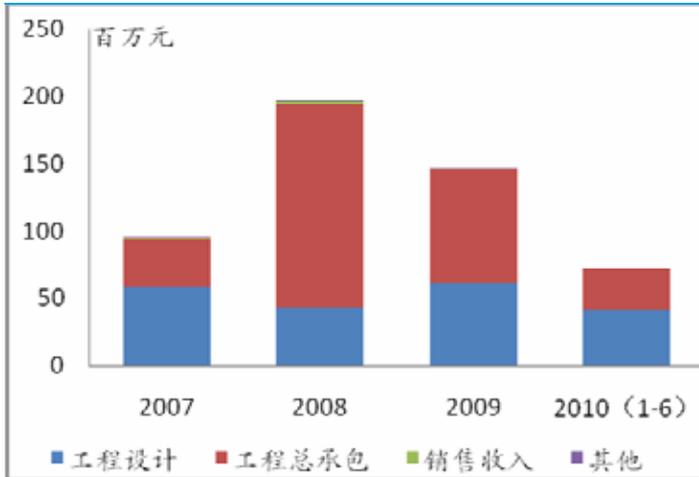
图表目录

图表 1：报告期内营业收入情况	4
图表 2：报告期内毛利情况	4
图表 3：公司股本结构	4
图表 4：公司在行业中排名（2008）	4
图表 5：报告期内设计业务与总承包业务收入及毛利率情况	5
图表 6：我国硫磺对外依存度高	6
图表 7：国内原油加工能力与加工量	6
图表 8：近几年炼油扩产项目计划	7
图表 9：《煤化工产业中长期发展规划》对部分产品产能规划	8
图表 10：硫磺回收一直是公司核心业务	9
图表 11：公司回收装置相关技术指标	9
图表 12：近年来公司部分大型装置项目	9
图表 13：同行公司情况比较	10
图表 14：募集资金投向	10
图表 15：公司目前正在履行的主要总承包项目	11
图表 16：应用中心主要研发方向	12
图表 17：公司部分海外市场项目	12
图表 18：收入预测表	13
图表 19：可比公司估值情况	14
图表 20：中小板化工类新股上市首日情况	15

公司简介-主要从事炼油化工项目的工程设计与承包

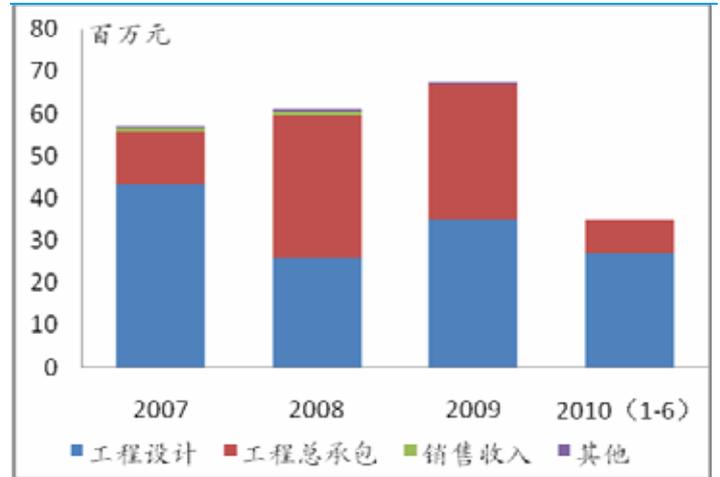
- 公司主要从事以炼油化工项目为主的工程设计和总承包业务，服务的具体行业集中在炼油、油品储运、无机有机化工以及煤化工等领域。先后完成 200 多套硫磺回收、常减压、催化裂化、加氢、延迟焦化等各类装置的工程设计和工程总承包。

图表 1：报告期内营业收入情况



来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 2：报告期内毛利情况



图表 3：公司股本结构

	发行前		发行后	
	数量 (股)	占比	数量 (股)	占比
人和投资	15,548,857	31.33	15,548,857	23.47
曲思秋	2,255,061	4.54	2,255,061	3.4
华运环保	2,000,000	4.03	2,000,000	3.02
福锐科技	1,500,000	3.02	1,500,000	2.26
新惠鲁自动化	500,000	1.01	500,000	0.76
其余 84 名自然人股东	27,840,138	56.07	27,840,138	42.03
社会公众股	-	-	16,600,000	25.06
总股本	49,644,056	100	66,244,056	100

来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 4：公司在行业中排名 (2008)

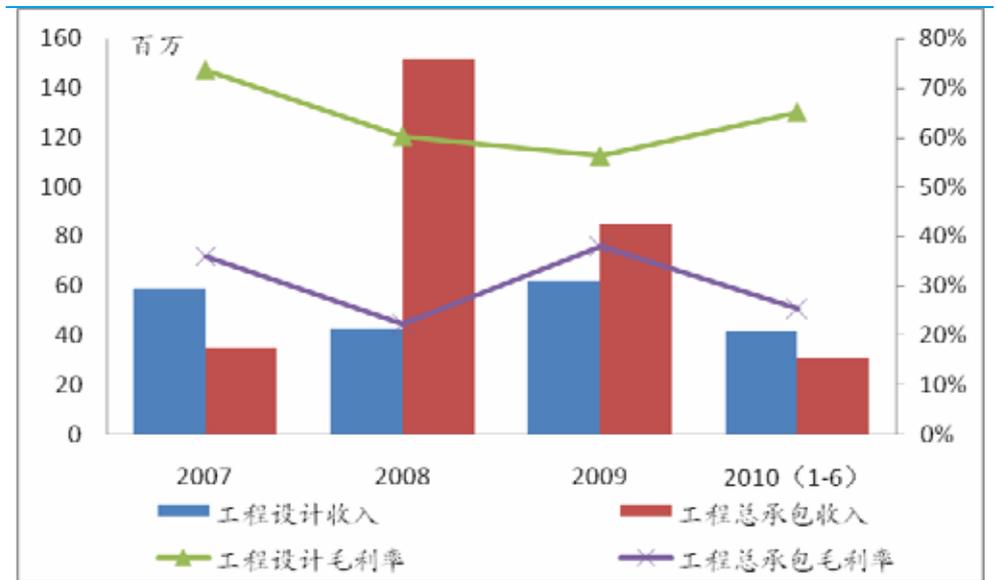
排名指标	入围单位数	本公司排名
人均完成合同额超过 100 万元	22	19
完成境内工程总承包合同额过亿元	32	27
营业收入过亿元	51	36
人均营业收入过 70 万元	28	16
人均纳税超过平均值 4.17 万元	22	4
科技活动费/营业收入 3%	51	19
科技活动费投入过千万元	25	21
科技成果转让收入/营业收入 2%	27	3
累计拥有专利 10 项以上	29	20

来源：公司招股书。国金证券研究所

EPC 模式：设计为基础，总承包为核心

- 工程总承包公司通常有两种经营模式：EPC(设计-采购-施工)模式与 D-B（施工总承包）模式。公司确立的为以设计优势拉动工程总承包业务的战略发展模式，即 E+EPC 模式。
- 技术与经验是公司设计业务领先的基础。公司目前已取得实用新型专利 20 项，已申请受理专利 10 项（包括实用新型专利 1 项、发明专利 9 项），并获得多个国家、省市级工程设计类奖项。除了在硫磺回收领域，公司在常减压、催化裂化、沥青等石化装置的设计技术上均达到国内领先水平。
- 2007 年以来，公司总承包业务快速发展。目前已累计签订总承包项目合同金额近 10 亿元，在手订单超过 6 亿元。公司总承包业务最大的特点在于以设计为主导，在前期设计阶段充分拟定采购与施工思路，打下控制成本的基础。总包业务毛利率虽不如设计业务高，但项目价值高，是公司未来业绩增长的核心推动。

图表 5：报告期内设计业务与总承包业务收入及毛利率情况



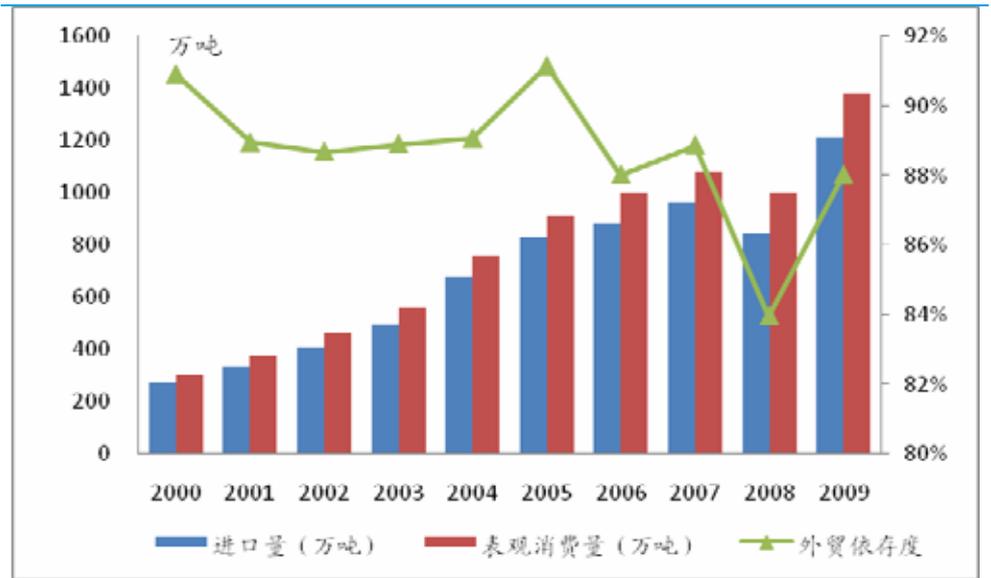
来源：公司招股书。国金证券研究所

硫磺回收是公司核心业务

硫磺回收意义重大，主要在炼油与煤化工领域

- 硫磺回收一大意义在于**环保减排**。二氧化硫是我国大气环境的主要污染源之一。2008 年我国 SO₂ 及 H₂S 排放量达 2,321.2 万吨，从 2005 年开始我国排放量已居世界第一。国家“十一五”计划明确提出，2010 年相比 2005 年，节能环保方面单位 GDP 能耗降低 20%，二氧化硫排放降低 10%，化学需氧量总量降低 10%。
- 另一大意义在于**提高经济效益**。硫磺作为一种关键化工原料，最终用途主要在生产磷肥、化纤、燃料等领域。世界范围内，回收硫磺已占到硫磺总产量的 96%。我国是世界最大的硫磺进口国，对外依存度达 90%，国际硫磺的价格波动对国内磷肥等产品产生重大的影响。因而，硫磺回收装置的建成，可一定程度上降低我国硫磺资源稀缺的程度，降低对进口的依赖，具有良好的经济效益。

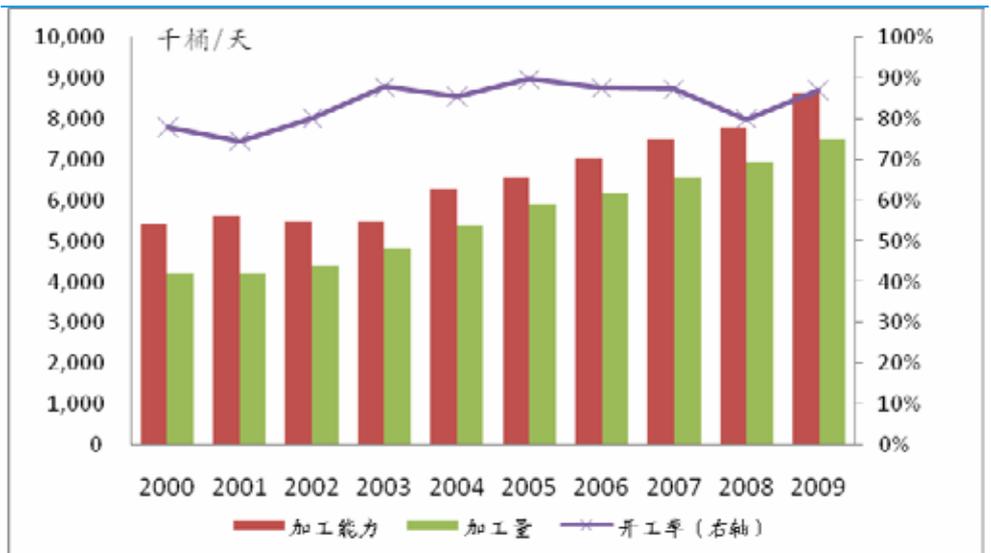
图表 6：我国硫磺对外依存度高



来源：百川。海关统计。国金证券研究所

- 目前硫磺回收主要集中在炼油领域与煤化工领域。
- 从全球范围来看，目前世界上低硫原油（含硫量在 0.5%以下）仅占 17%，含硫原油（含硫量 0.5%~2.0%）占 30.8%，而高硫原油（含硫量在 2.0%以上）的比例已高达 58%，这种趋势还在不断扩大。专家预计，全球原油含硫量将从 2000 年的 1.14%增大到 2010 年的 1.19%，到 2015 年，预计将达到 1.25%。在此背景下，炼油企业提高硫回收装置的工艺与处理能力成为关键。
- 数量上测算，据 BP 统计，2009 年中国平均每天炼油产能为 864 万桶，而产量为 752 万桶，以每吨原油含 1%硫计算，一年硫回收能力为 400 万吨。未来国内炼油装置还将不断扩产，带来巨大的硫回收需求。

图表 7：国内原油加工能力与加工量



来源：BP Statistical Review of World Energy。国金证券研究所

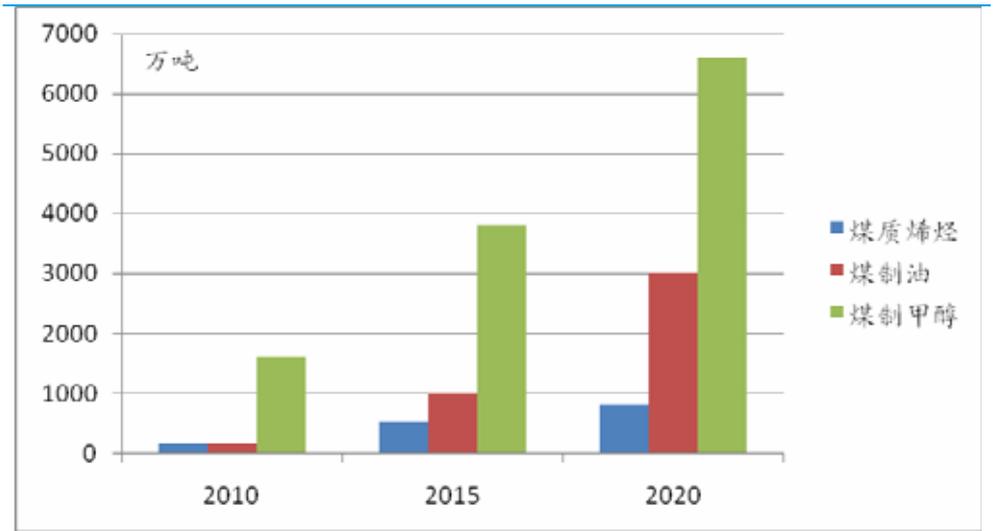
图表 8：近几年炼油扩产项目计划

单位：万吨	2010	2011	2012	2013	建成后产能
吉林石化	300				300
辽阳石化	400				400
内蒙呼炼			350		350
天津炼油厂	1,000				1,000
大港石化	500				500
石家庄炼厂			300		300
华北石化				500	500
洛阳石化	200				200
武汉石化			800		800
长岭炼厂		500			500
九江石化				150	150
安徽安庆		250			250
甘肃庆阳炼油厂	180				180
宁夏石化		350			350
塔河石化厂	350				350
广州南沙	1,500				1,500
广西钦州炼厂	1,000			1,000	2,000
揭阳				2,000	2,000
茂名石化			1,200		1,200
东兴炼厂				1,500	1,500
福建泉州炼厂	500	700			1,200
福建炼厂					0
惠州石化		1,000			1,000
北海石化			1,000		1,000
四川石化	1,000				1,000

来源：国金证券研究所

- 在煤化工领域，我国作为主要产煤国，有较强资源优势。据行业内统计，国内煤炭总体含硫在 0.9%。根据《煤化工产业中长期发展规划》规划产能测算，国内 2015 年煤化工部分产品对于硫回收的产能需求在 50 万吨左右。

图表 9：《煤化工产业中长期发展规划》对部分产品产能规划



来源：国金证券研究所

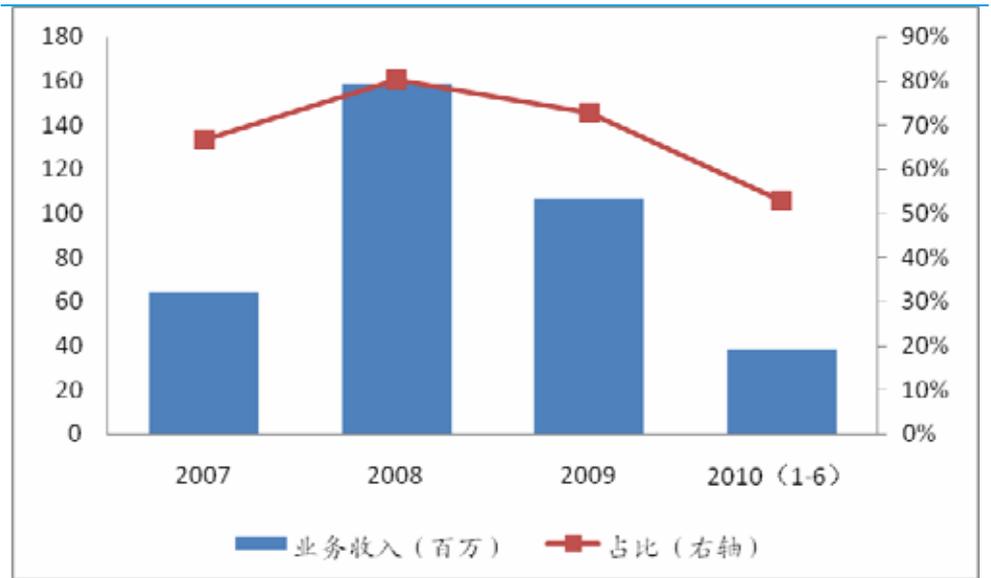
- 两者合计，未来 5-10 年，国内规划中的炼油与煤化工项目投资在 1.4 万亿元，我们测算可回收硫磺在 600-650 万吨，硫磺回收市场规模将达到 280-420 亿元。

准入门槛高，工程质量与服务水平是竞争关键

- 石油化工、煤化工等行业企业经营规模大，其项目固定资产投资额高，可达百亿以上。根据《工程设计资质标准》通常只有持甲级以上资质并有相应业务经验的工程公司才有资格参与上述行业的项目投标，无形中形成了高行业准入门槛。
- 对于投资巨大，且高温高压、易燃易爆、有毒有害的石化项目，任何一部分装置的可靠性和稳定性要求都极高。竞争的关键因素体现为工程质量和水平。工程质量主要指项目建设的达标性、装置运行的可靠性；而服务水平则表现为在项目建设达标、装置运行可靠的前提下，工程公司在为客户节省成本、节约资源、土地资源占用、延长设施使用寿命等方面所达到的高度。

经验与技术是公司最大优势

图表 10：硫磺回收一直是公司核心业务



来源：公司招股书。国金证券研究所

- **经验丰富，技术突出。**公司自上世纪 80 年代就开始硫磺回收技术的研究与设计工作，累计承担设计、总承包硫磺回收装置 78 套，是国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司。报告期内共有 32 套装置应用于石化行业，12 套应用于煤化工行业。目前公司设计的硫磺回收装置按设计能力每年可回收硫磺约 158.4 万吨，相应实现每年 SO₂ 减排 316.8 万吨，是《国家能源发展“十一五”规划》中制定的“十一五”期间 SO₂ 减排量 840 万吨的 38%。
- 公司自主开发了无在线炉硫磺回收工艺技术，实现了硫磺回收技术、工程设计、设备等大型化和国产化，达到国内领先、国际先进的水平，并通过技术攻关，成功将无在线炉硫磺回收工艺应用于煤化工领域，逐步改变了我国煤化工行业硫磺回收依赖进口技术的局面。

图表 11：公司回收装置相关技术指标

指标	硫磺产品合格率	排放废气达标率	总硫回收率
	100%	100%	99.90%

来源：公司招股书。国金证券研究所

- **地缘优势，服务实时。**公司所在地山东省石化行业发达，有齐鲁石化、胜利油田、青岛大炼油以及众多的地方炼油与化工企业，依托公司对省内企业相关新建与扩产改造项目情况熟悉程度，可为客户提供及时、相对低成本的服务。

图表 12：近年来公司部分大型装置项目

时间	项目名称	装置规模 (万吨/年)
2004	中国石化海南炼油化工有限公司炼化续建工程硫磺回收装置	8
2005	大连西太平洋石油化工有限公司硫磺回收装置	8
2006	大连西太平洋石油化工有限公司尾气处理单元	10
2007	中国石化齐鲁分公司硫磺回收装置	8
2007	中化泉州石化有限公司硫磺回收装置 (基础设计)	28
2008	中国石油四川石化有限公司 1,000 万吨/年炼油项目硫磺回收装置	10
2009	中化泉州石化公司 28 万吨/年硫磺回收联合装置 (工程总承包)	28
2010	中国石油广西石化含硫原油加工配套工程硫磺回收联合装置	26

来源：公司招股书。国金证券研究所

高毛利率的秘密

图表 13：同行公司情况比较

公司	主要业务领域	综合毛利率情况			业务亮点
		2009	2008	2007	
东华科技	煤制甲醇、甲乙酮、磷复肥、钛白、硫酸、水处理等	17.23	17.97	18.64	国内唯一一家拥有 Texco、Shell、GSP 三种煤气化技术以及工程设计业绩的工程公司；从科研院所转制而来，其在化工行业具备了很深的技术、人才的积淀
中国海诚	涉及食品饮料、造纸、家电、轻化工、烟草、新型建材等几乎全部轻工行业	12.9	13.47	15.05	技术门槛较高的造纸生产线设计等领域，处于市场垄断地位
三维工程	炼油化工项目为主，目前主要为硫磺回收业务	45.78	30.96	59.66	硫磺回收已建立品牌，储备多项关键技术

来源：国金证券研究所

- 与同行相比，公司的毛利率水平较高，原因主要在于两点：首先，按照《工程勘察设计收费标准》，设计费用受到收费基价、专业调整系数以及工程复杂程度调整系数等因素影响。石化项目多为易燃易爆、高温高毒，因此专业调整系数较高，为 1.2（仅低于核项目与隧道工程项目），加上硫磺回收装置非标准设计费率也达到最高水平 16%-20%，因而公司收费标准较高，毛利率高。
- 其次，在公司目前主要收入来源硫磺回收领域，公司拥有品牌、经验、技术等多方面核心优势，在项目承揽时定价能力较强。因而我们也要指出，随着未来公司承包业务的做大，以及向非硫磺回收领域的延伸，毛利率将会出现一定程度的下降。

未来发展方向：延伸到其他石化领域+海外市场拓展

募集资金用于扩大工程总承包业务并将公司业务延伸到其他石化领域

- 公司此次拟向社会公开发行人 1,660 万股普通股，募集资金主要投向以下项目：

图表 14：募集资金投向

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	节能减排工程技术研发与应用中心建设项目	5,915
2	补充流动资金用于扩大工程总承包业务	11,775

来源：公司招股书。国金证券研究所

- 目前工程总承包项目平均垫付资金约为合同标的额的 20%~25%，规模与融资能力限制了公司承接更多大的项目，此次募集资金到位后，公司总承包项目的承揽和运营能力都将得到进一步增强，预计未来公司工程总承包业务规模将持续快速增长。

图表 15：公司目前正在履行的主要总承包项目

项目名称	合同额 (万元)	签订时间
神华集团包头煤制烯烃项目硫磺回收装置	9,538	2008 年 7 月
中国石油广西石化硫磺回收联合装置	12,000	2007 年 12 月
中化泉州石化公司 28 万吨/年硫磺回收联合装置	52,514	2009 年 7 月
大唐能源化工有限责任公司煤制气项目净化分厂硫回收装置总承包	3,423	2009 年 8 月
中国石化齐鲁分公司液化气及丙烯罐区安全隐患治理项目	4,361	2010 年 6 月
中国石化齐鲁分公司催化干气回收乙烯项目	4,400	2010 年 7 月
中国石化齐鲁分公司第一污水处理场含盐污水系列达标升级改造	900	2010 年 5 月

来源：公司招股书。国金证券研究所

- 而建立研发与应用中心旨在完善公司技术创新体系，对具有重要应用前景的技术方向进行系统化、配套化、工程化开发。除了开发 15 万吨以上超大型硫磺回收装置以外，公司计划将业务延伸至污水处理、低压瓦斯回收等多个石化领域。这些项目将成为公司未来新的业绩增长点。

图表 16：应用中心主要研发方向

项目	主要研究方向
适用于石化行业 15 万吨/年以上的超大型硫磺回收成套技术	超大型硫磺回收工艺及其关键配套专用设备、平面布置优化技术、相应的安全仪表系统（SIS）和程序软件以及专用催化剂
适用于煤化工行业的硫磺回收技术	采用伴烧、原料气加热、富氧等技术的组合工艺；适用于煤化工硫磺回收的制硫炉和尾气炉火嘴；对 CO ₂ 共吸收率更低的溶剂；在制硫炉内分解 HCN 的专用催化剂。
石化行业低压瓦斯回收技术	开发地面火炬，开发系列化橡胶膜干式气柜
石化污水深度处理与回用技术	污水中 COD _{Cr} 降低深度处理技术；石化企业周围地下水源污染防治及处理；石油化工企业污水处理场产生的剩余活性污泥、浮渣、油泥深度处理；石油化工装置节水减排。
开发污水汽提、硫磺回收、胺液再生组合工艺技术	根据蒸汽资源的情况采取不同的热源，开发更适合硫磺回收装置要求的胺液再生工艺开发酸性水汽提装置连锁控制系统。
零散高硫气体新型灵活净化与资源化回收技术、配套催化剂及其设备	油田偏远地区零散高硫天然气吸附催化脱硫剂及其资源化利用新技术，车用天然气、液化气精脱硫技术，新型吸附催化脱硫剂的放大平台
硫铁矿资源综合利用新技术	新的硫铁矿一体式资源化利用新技术
碳一化学及替代燃料技术开发	清洁能源替代、MTO、MTP、生物燃料等

来源：公司招股书。国金证券研究所

海外市场是另一业绩增长点

- 2009 年 11 月《对外承包工程资格管理办法》实施后，公司获得对外承包工程资格证书。凭借技术实力与业界品牌，公司已成功完成泰国 CS₂ 项目的硫磺回收装置设计工作，目前还有多个项目正在实施。海外市场项目将成为公司未来另一大业绩增长点。

图表 17：公司部分海外市场项目

合同签订方	合同标的等
泰国 CS ₂ 项目	硫磺回收装置设计工作
哈萨克斯坦中亚石油化工厂	1,000 千吨/年炼油工程项目的设计合同（合同总价款 5,388 万元）
南非 Imbani Holdings (Pty) Limited	加蓬共和国 300 万吨/年炼油工程建设项目：一期工程包括新建 300 万吨/年常减压蒸馏装置等，二期工程将炼油能力提高到 500 万吨/年
中海油	加拿大油砂沥青采改输一体化的可行性研究

来源：公司招股书。国金证券研究所

股票估值和定价

- 主要假设
 - 公司期间费用率保持稳定；
 - 所得税率维持 15%；

- 公司 2010 年收入按照公司披露的尚在履行的合同金额确定，2011 年、2012 年收入参考尚在履行的合同，分项分年收入假设见收入预测表。

图表 18：收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程设计						
销售收入 (百万元)	58.89	42.47	61.76	69.82	88.00	115.00
增长率 (YOY)		-27.89%	45.43%	13.06%	26.04%	30.68%
毛利率	73.54%	60.28%	56.29%	65.00%	62.00%	62.00%
销售成本 (百万元)	15.58	16.87	26.99	24.44	33.44	43.70
增长率 (YOY)		8.25%	60.04%	-9.47%	36.84%	30.68%
毛利 (百万元)	43.31	25.60	34.76	45.38	54.56	71.30
增长率 (YOY)		-40.89%	35.80%	30.55%	20.22%	30.68%
占总销售额比重	61.59%	21.53%	42.05%	28.95%	28.30%	24.06%
占主营业务利润比重	75.93%	41.92%	51.71%	55.13%	50.91%	49.14%
工程总承包						
销售收入 (百万元)	34.40	151.80	84.78	168.36	220.00	360.00
增长率 (YOY)		341.28%	-44.15%	98.60%	30.67%	63.64%
毛利率	35.79%	22.22%	37.94%	25.39%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	22.09	118.07	52.61	133.23	169.20	288.00
增长率 (YOY)		434.53%	-55.44%	153.23%	27.00%	70.21%
毛利 (百万元)	12.31	33.73	32.16	35.13	50.80	72.00
增长率 (YOY)		173.96%	-4.64%	9.23%	44.59%	41.73%
占总销售额比重	35.98%	76.96%	57.73%	69.81%	70.74%	75.31%
占主营业务利润比重	21.59%	55.23%	47.84%	42.68%	47.41%	49.62%
其他						
销售收入 (百万元)	2.32	2.97	0.32	3.00	3.00	3.00
增长率 (YOY)		28.00%	-89.36%	847.57%	0.00%	0.00%
毛利率	61.08%	58.51%	94.45%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	0.90	1.23	0.02	1.20	1.20	1.20
增长率 (YOY)		36.44%	-98.58%	6729.32%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	1.42	1.74	0.30	1.80	1.80	1.80
增长率 (YOY)		22.61%	-82.82%	501.95%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	2.43%	1.51%	0.22%	1.24%	0.96%	0.63%
占主营业务利润比重	2.49%	2.85%	0.44%	2.19%	1.68%	1.24%
销售总收入 (百万元)	95.61	197.24	146.85	241.18	311.00	478.00
销售总成本 (百万元)	38.57	136.17	79.62	158.86	203.84	332.90
毛利 (百万元)	57.04	61.07	67.23	82.32	107.16	145.10
平均毛利率	59.66%	30.96%	45.78%	34.13%	34.46%	30.36%

来源：国金证券研究所

- 基于上述假设，我们预计公司 2010~2012 年主营业务收入分别为 241、311、478 百万元，归属于母公司净利润 51、71、88 百万元，每股收益 0.77、1.067、1.325 元。

图表 19：可比公司估值情况

	股票代码	9月6日收盘价	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
东华科技	002140	24.45	0.67	0.93	1.26	36.43	26.24	19.36
中国海诚	002116	21.46	0.61	0.76	0.87	35.42	28.18	24.67
上海佳豪	300008	26.38	0.64	0.84	1.16	41.06	31.40	22.79
平均						37.64	28.61	22.27
三维工程			0.77	1.07	1.33			

来源：国金证券研究所

- 目前国内尚没有同类上市公司，我们选取上述工程承包类企业作为比照，考虑到公司业务与上述公司的差异，给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，合理区间为 23.10-26.95 元。
- 根据中小板新进化工类上市公司情况，结合目前市场状况，我们预计公司上市首日价格区间为 30.80-34.65 元。

图表 20：中小板化工类新股上市首日情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	上市首日开盘价 (元)	上市首日涨跌幅%
002455.SZ	百川股份	2010-8-3	33.28	33.00	64.95
002453.SZ	天马精化	2010-7-20	40.43	20.10	45.92
002450.SZ	康得新	2010-7-16	52.59	19.01	41.20
002442.SZ	龙星化工	2010-7-6	36.76	13.50	20.88
002440.SZ	闰土股份	2010-7-6	30.29	28.10	-5.13
002409.SZ	雅克科技	2010-5-25	46.88	30.56	8.83
002407.SZ	多氟多	2010-5-18	59.68	39	-5.03
002408.SZ	齐翔腾达	2010-5-18	43.10	26.88	-7.55
002391.SZ	长青股份	2010-4-16	50	76.1	45.10
002389.SZ	南洋科技	2010-4-13	50.85	89	172.67
002386.SZ	天原集团	2010-4-9	39.38	25.6	91.99
002382.SZ	蓝帆股份	2010-4-2	47.03	55.2	66.31
002360.SZ	同德化工	2010-3-3	32.85	35.9	62.18
平均			43.32		46.33

来源：聚源数据，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	96	197	147	241	311	478
增长率		106.3%	-25.5%	64.2%	28.9%	53.7%
主营业务成本	-39	-136	-80	-159	-204	-333
% 销售收入	40.3%	69.0%	54.2%	65.9%	65.5%	69.6%
毛利	57	61	67	82	107	145
% 销售收入	59.7%	31.0%	45.8%	34.1%	34.5%	30.4%
营业税金及附加	-4	-7	-5	-8	-11	-15
% 销售收入	4.2%	3.7%	3.2%	3.5%	3.5%	3.2%
营业费用	-1	-1	-1	-2	-2	-4
% 销售收入	1.0%	0.7%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-9	-11	-15	-19	-25	-38
% 销售收入	9.3%	5.7%	10.1%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	43	41	46	53	69	88
% 销售收入	45.3%	20.8%	31.4%	21.8%	22.2%	18.4%
财务费用	0	0	0	7	14	16
% 销售收入	-0.2%	0.0%	0.0%	-3.0%	-4.6%	-3.2%
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	43	40	44	60	83	103
营业利润率	44.5%	20.5%	29.7%	24.9%	26.7%	21.6%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	42	40	44	60	83	103
利润率	44.2%	20.5%	29.7%	24.9%	26.7%	21.6%
所得税	-17	-10	-7	-9	-12	-15
所得税率	40.3%	25.5%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	25	30	37	51	71	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	25	30	37	51	71	88
净利率	26.4%	15.3%	25.1%	21.1%	22.7%	18.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	25	30	37	51	71	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	3	5	3	4	4
非经营收益	1	0	0	0	0	0
营运资金变动	8	9	-39	40	-2	6
经营活动现金净流	38	42	3	93	73	98
资本开支	-1	-1	-1	-30	-22	-8
投资	0	1	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1	0	-1	-31	-22	-8
股权募资	0	23	0	563	-11	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-39	-48	-2	0	0	0
筹资活动现金净流	-39	-25	-2	563	-11	1
现金净流量	-3	16	0	626	39	91

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	25	41	41	667	706	797
应收款项	50	53	84	82	106	163
存货	4	5	11	10	12	20
其他流动资产	1	2	1	5	5	7
流动资产	79	101	138	763	829	987
% 总资产	63.5%	69.6%	76.6%	91.6%	90.4%	91.5%
长期投资	1	0	0	1	0	0
固定资产	43	42	40	64	82	85
% 总资产	34.2%	28.9%	22.2%	7.6%	8.9%	7.9%
无形资产	1	1	1	3	4	5
非流动资产	45	44	42	70	88	92
% 总资产	36.5%	30.4%	23.4%	8.4%	9.6%	8.5%
资产总计	125	145	180	832	917	1,078
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	17	43	37	62	80	131
其他流动负债	31	11	15	28	36	58
流动负债	48	53	52	90	116	188
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	48	53	52	90	116	189
普通股股东权益	77	91	128	742	802	889
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	125	145	180	832	917	1,078

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.381	0.454	0.556	0.770	1.067	1.325
每股净资产	2.553	1.836	2.577	11.203	12.099	13.424
每股经营现金净流	1.255	0.841	0.053	1.409	1.097	1.473
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	32.93%	33.03%	28.77%	6.87%	8.81%	9.87%
总资产收益率	20.26%	20.82%	20.42%	6.12%	7.70%	8.14%
投入资本收益率	33.73%	33.58%	30.48%	6.03%	7.31%	8.38%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	106.29%	-25.55%	64.24%	28.95%	53.70%
EBIT增长率	N/A	-5.22%	12.46%	14.07%	30.88%	27.33%
净利润增长率	N/A	19.32%	22.27%	38.54%	38.58%	24.24%
总资产增长率	N/A	16.10%	24.67%	361.96%	10.21%	17.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.0	93.0	165.4	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	17.7	11.3	36.4	22.0	22.0	22.0
应付账款周转天数	39.3	52.7	146.3	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	162.4	77.3	99.7	87.2	86.9	57.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.40%	-45.26%	-32.13%	-89.83%	-88.09%	-89.47%
EBIT利息保障倍数	-234.5	-650.2	-2,772.7	-7.2	-4.8	-5.7
资产负债率	38.47%	36.96%	29.01%	10.85%	12.64%	17.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

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：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室