

评级：强烈推荐**化工原材料****公司深度报告**

第一创业研究所
王皓宇 S1080209110061
联系人：张伟保
电 话：0755-82485029
邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

齐翔腾达（002408）

—— 甲乙酮涨价风波再起，未来看好丁二烯

交易数据

52周内股价区间（元）	24.33-78.88
总市值（百万元）	14,067.63
流通股（百万股）	160.20
流通股比率（%）	34.3%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	2,603.44
每股净资产	5.57
市净率	5.40
资产负债率	5.8%

相关报告

2011-03-17 《日本大地震对九大行业的影响》 重大事件点评

2011-03-28 《甲乙酮量价齐升，让公司业绩飞一会》 深度报告

2011-04-06 《10 年业绩符合预期，11 年业绩有望超预期》 年报点评

2011-04-18 《迈向飞黄腾达的好日子》 深度报告

2011-04-21 《一季度符合预期，二季度值得期待》 季报点评

2011-06-07 《甲乙酮涨价风波再起，未来看好丁二烯》 深度报告

报告摘要

● 甲乙酮涨价风波再起，4 万吨新增产能投放恰逢其时

甲乙酮经过 5 月份无量下跌之后，近期受日本甲乙酮下游企业复工以及国际甲乙酮价格大涨，市场信心突增再次掀起涨价风波。我们认为，随着下游需求的增加以及即将到来的大规模检修，甲乙酮价格仍有上涨动力，近期的中枢价格将在 16000 元/吨左右。公司新增 4 万吨甲乙酮产能预计将在 6 月份投产，恰逢甲乙酮涨价之时，直接受益甲乙酮涨价带来的利好。

● 丁二烯将成为公司未来新的利润增长点

公司利用超募资金投资的 10 万吨/年丁二烯项目最快将于年底达产。丁二烯生产主要控制在三大油企手中，十二五期间产能增速在 9% 左右，而受益于汽车需求的高速增长以及轮胎替换需求，下游需求增速将达到 11% 左右，未来丁二烯景气度将进一步上行。我们即使按照丁二烯当前价格 23000 元/吨计算，预计 12 年能为公司新增销售收入 21 亿元左右，贡献净利润 4 亿元以上，增厚 EPS0.9 元左右，成为公司新的利润来源。

● 稀土顺丁橡胶将为公司带来业绩和估值双提升

公司通过与哈尔滨博实公司合作，投资 5 万吨/年稀土顺丁橡胶生产。稀土顺丁橡胶生产工艺完全复制公司控股子公司投资的俄罗斯生产企业成熟生产工艺，12 年底实现工业化生产是大概率事件，保守预计未来 5 万吨稀土顺丁橡胶的年化利润在 10000 万元左右，成为公司新的利润来源，而且公司作为第一家工业化生产顺丁橡胶企业，其估值也将大大提升。

● **维持“强烈推荐”评级。**预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.61 元、和 2.26 元、2.89 元，按照最新股价 30.10 元，对应的 PE 分别为 18 倍、13 倍和 10 倍，目前公司估值处于低位。短期来看，由于日本地震导致东南亚地区的甲乙酮供不应求，甲乙酮价格看高一线；长期来看公司有丁二烯和稀土顺丁橡胶提供持续增长动力，继续维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**1，原材料供应不足风险；2，甲乙酮价格大幅波动风险；3，募投项目进展低于预期风险。



目 录

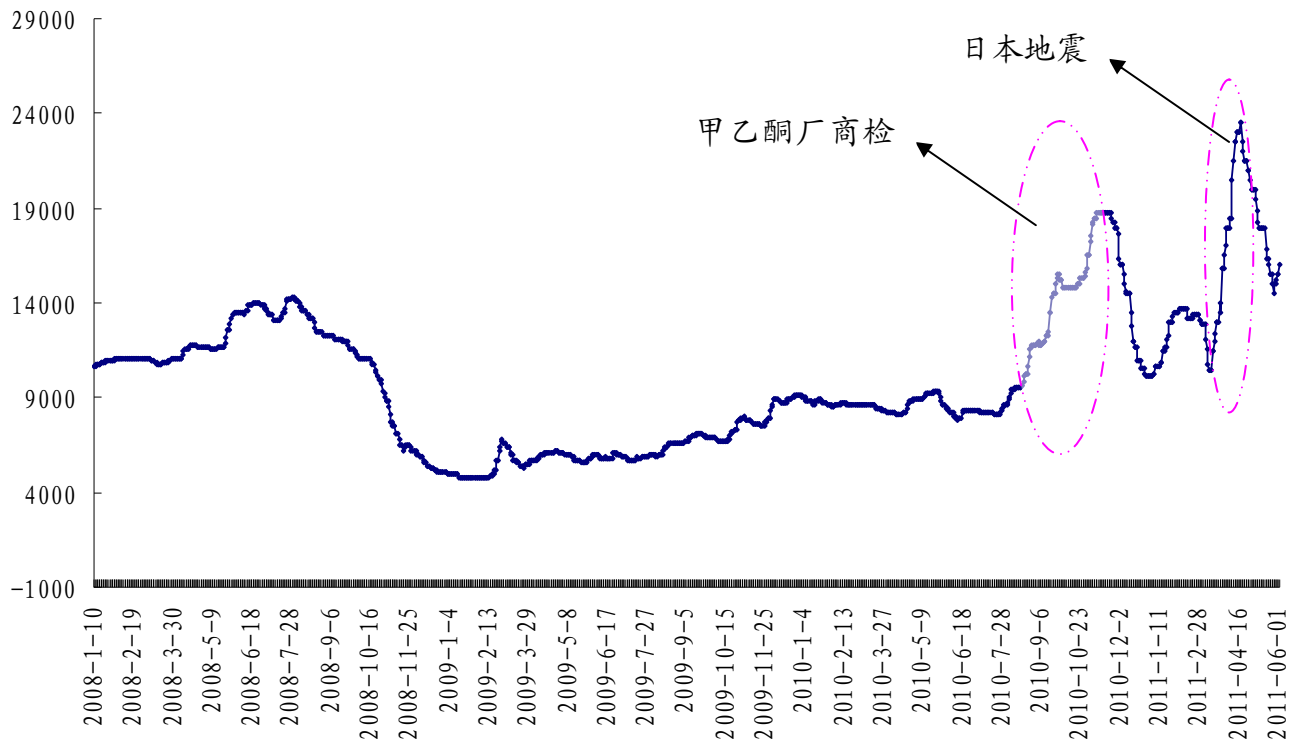
1、 甲乙酮涨价风波再起	3
1.1、 国际甲乙酮供应吃紧，价格大涨	4
1.2、 国内甲乙酮出口有望再创新高.....	6
1.3、 受上述因素影响，国内甲乙酮价格再次上涨	6
1.4、 国内甲乙酮企业检修为价格上涨提供动力	7
1.5、 公司 4 万吨甲乙酮新增产能投放恰逢其时	8
2、 丁二烯成为公司未来最大看点	8
2.1、 丁二烯供不应求，行业进入高景气周期.....	8
2.2、 投资丁二烯，打造橡胶产业链.....	10
3、 稀土顺丁橡胶将带来利润和估值双提升	12
3.1、 顺丁橡胶长期供不应求，稀土顺丁橡胶尚属国内空白	12
3.2、 稀土顺丁橡胶为公司带来利润和估值双提升	13
4、 盈利预测	14
4.1、 基本假设.....	14
4.2、 公司盈利预测.....	16
5、 风险提示	16



1、 乙酰酮涨价风波再起

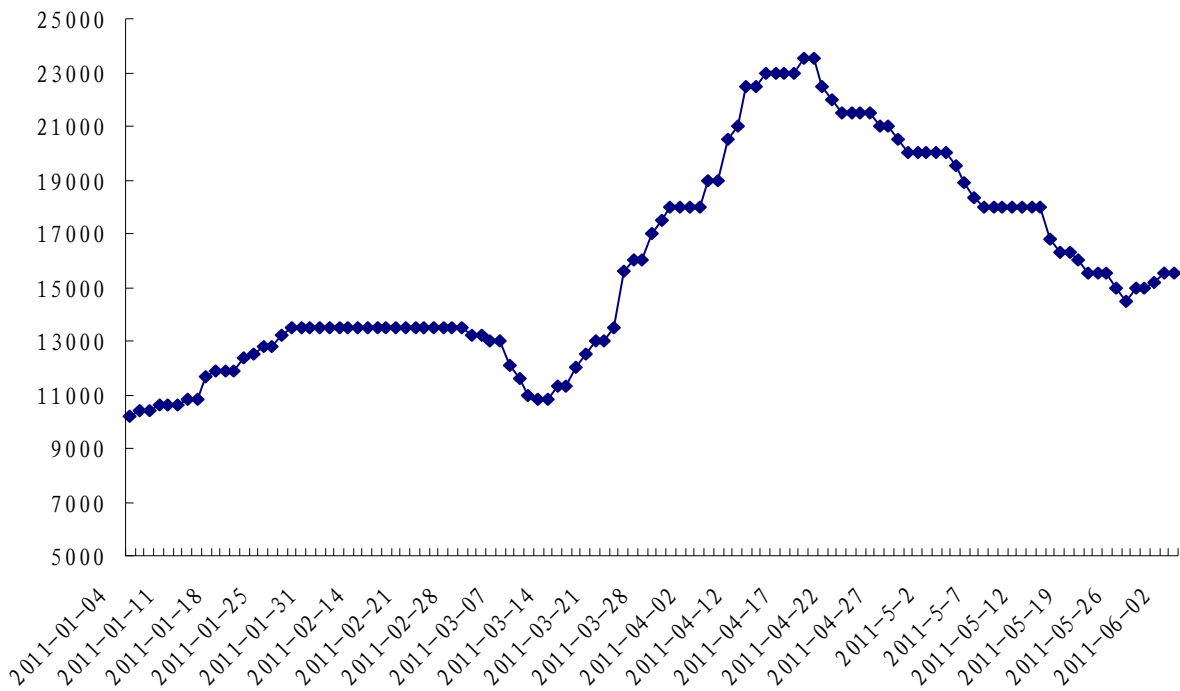
乙酰酮全球供需基本平衡，乙酰酮价格和供需变化表现出高度相关相关。在10年9月份至12月份由于全球集中检修以及运输受阻，导致乙酰酮供给偏紧，乙酰酮价格从9月初的8500元/吨上涨至12月份的18000元/吨，涨幅高达112%。在日本地震之后，导致全球乙酰酮缺口增大，国内乙酰酮价格再次走高，从地震前的10800元/吨一路上涨至目前的23500元/吨，涨幅达到了117.6%，由此可见，在供需平衡的天平上，乙酰酮价格敏感性极高。

图1：国内乙酰酮价格近三年走势图（华东地区，单位：元/吨）



数据来源：隆众石化、第一创业研究所

图2：国内乙酰酮价格最近半年走势图（华东地区，单位：元/吨）

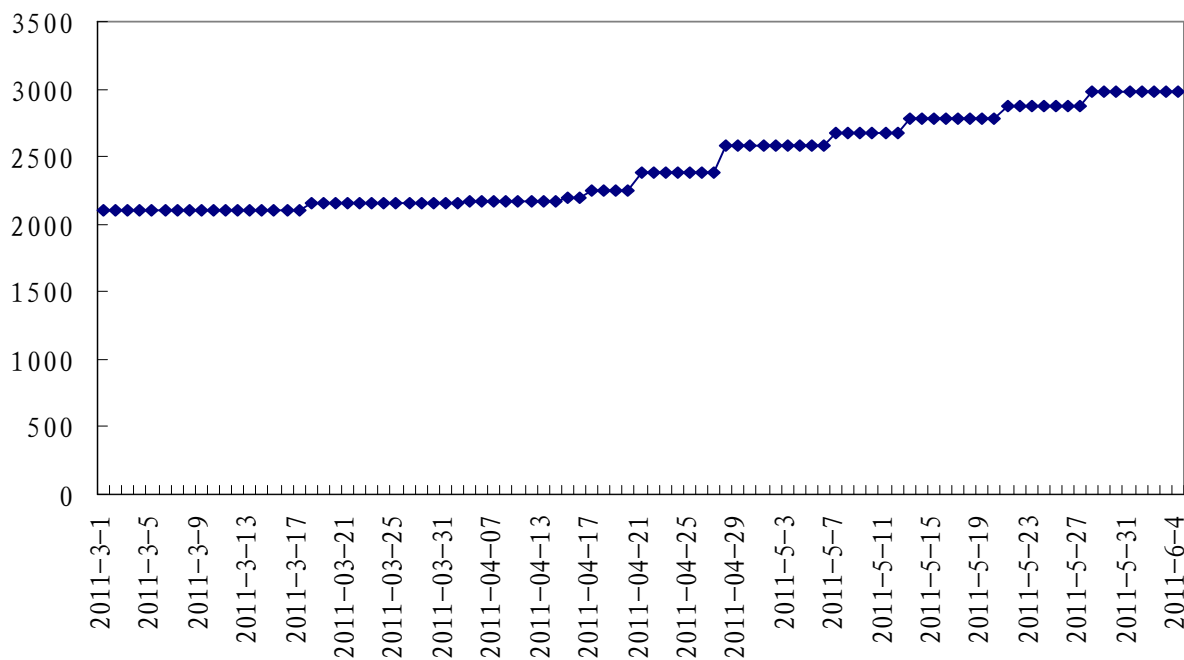


数据来源：隆众石化、第一创业研究所

1.1、国际甲乙酮供应吃紧，价格大涨

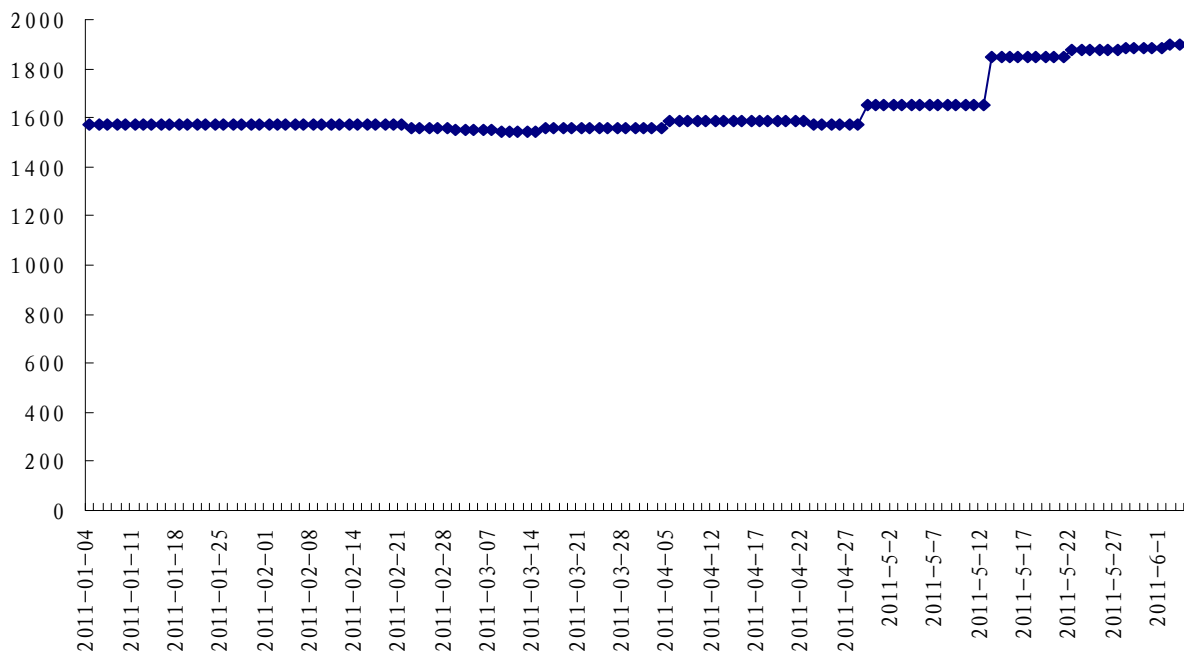
由于欧美市场对下游产品质量的要求较为严格，使用别的产品替代甲乙酮效果不佳，因此整体对丁酮的需求依旧比较高，而近期由于日本甲乙酮下游企业复产以及日本韩国前期所备有的大量库存现货（进口）货源逐渐消化，开始从欧美市场采购甲乙酮，再加上美国密西西比洪水至埃克森炼厂原油加工量降低至 5-6 成，直接影响原料液化气供应，欧美当地市场供应出现紧张，美国丁酮价格最近半月内上涨 11.2% 至 2980 美元/吨，西北欧甲乙酮价格上涨 15.3% 至 1900 欧元/吨。SD 西北欧甲乙酮价格从地震前的 1545 欧元/吨上涨至目前的 1585 欧元/吨，仅上涨 2.59%；FOB 鹿特丹甲乙酮从震前的 2050 美元/吨上涨至目前的 2220 美元/吨，也仅上涨 8.29%。

图 3：美国地区近期甲乙酮价格大涨（单位：美元/吨）



数据来源：隆众石化、第一创业研究所

图 4：西北欧地区近期甲乙酮价格大涨（单位：欧元/吨）



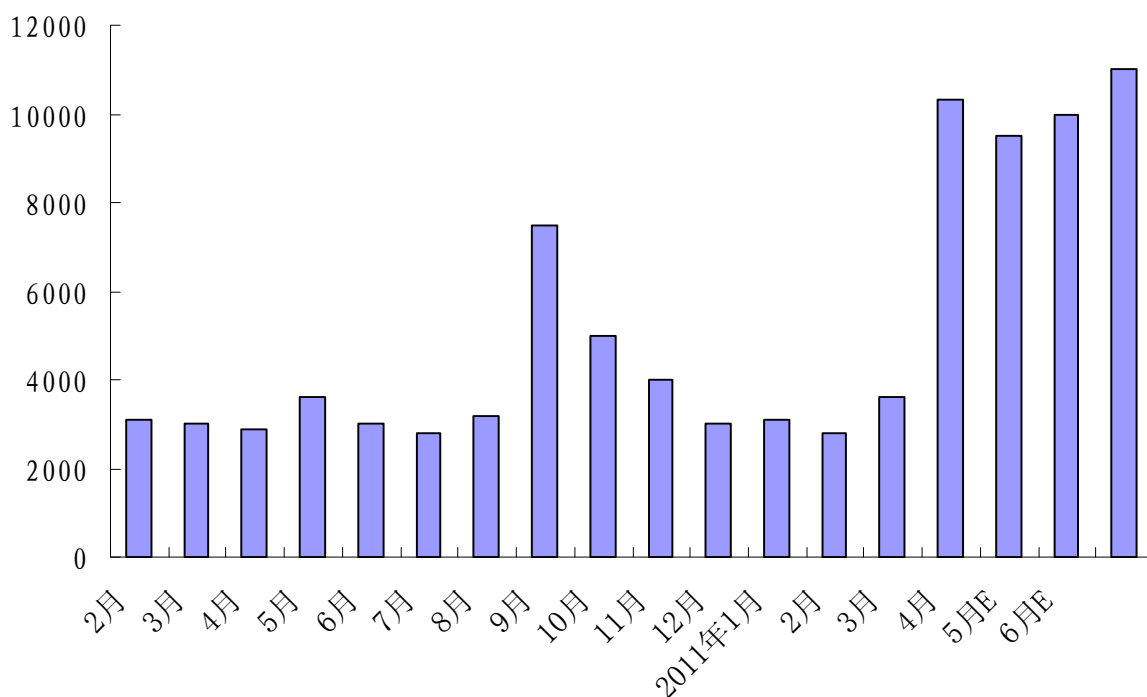
数据来源：隆众石化、第一创业研究所



1.2、国内甲乙酮出口有望再创新高

日地震之后，国内甲乙酮出口不断创新高，国内正常月份出口量在 3000 吨左右，据隆众石化统计，地震发生之后的三月份出口量急剧放大到 10320 吨，四月份由于甲乙酮价格过高，出口有所下降，4 月份出口 9100 吨，5 月份尚未统计处开，预计 5 月份出口量在 1 万吨左右。随着日本、韩国前期所备有的大量库存现货(进口)货源逐渐消化以及日本部分甲乙酮下游企业复工(如日本宇部工业公司近日宣布，计划 6 月初恢复丁酮的生产)，国内 6 月份甲乙酮出口将再次放大，其中齐翔腾达 5 月底至 6 月上旬仅半月已确定出口订单 7000 吨，6 月份国内甲乙酮出口量有望再创地震以来新高。

图 5：6 月份国内甲乙酮出口有望再创新高（单位：吨）

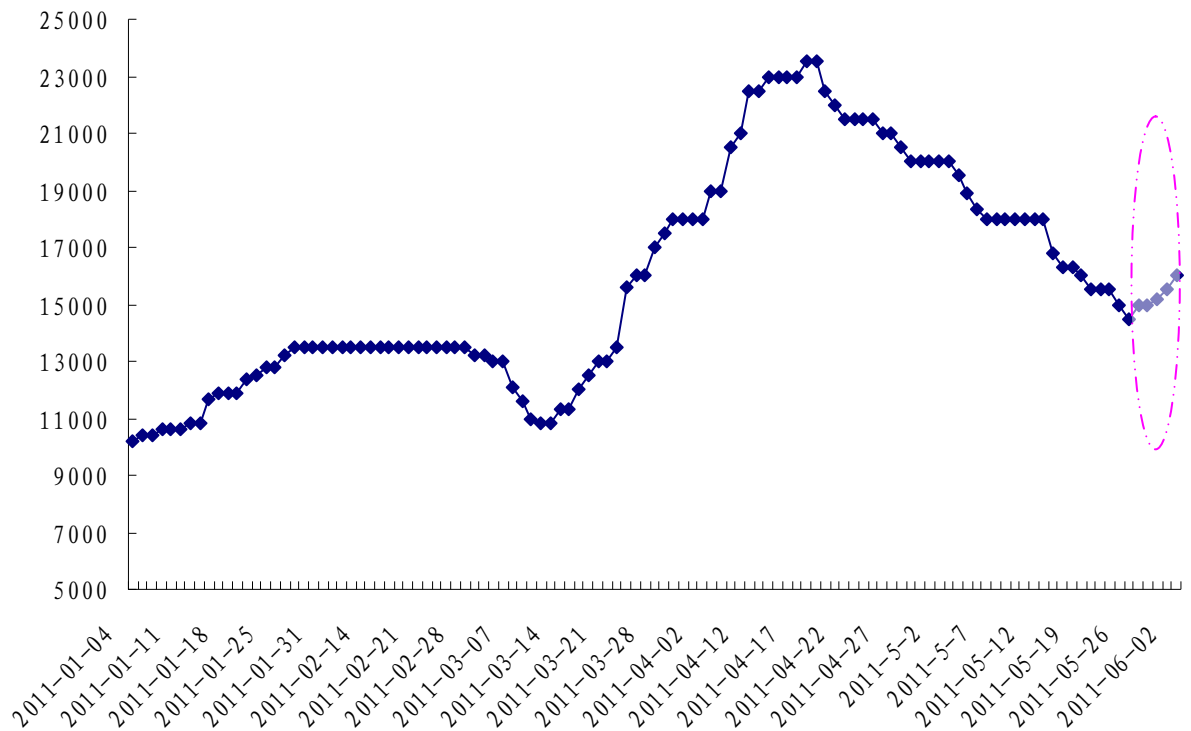


数据来源：隆众石化、第一创业研究所整理

1.3、受上述因素影响，国内甲乙酮价格再次上涨

受国际部分市场供货紧张、日本甲乙酮下游企业复工，需求量增加以及国内出口形势良好影响，国内市场对甲乙酮再次燃气信心，国内甲乙酮价格在国际市场一片上涨声中上扬，由 5 月底的 14500 元/吨上涨至当前的 16500 元/吨，仅一周就上涨 13.7%。随着日本、韩国消耗前期所储备现货逐渐消耗，原料缺口将逐渐显现，进而转向将国内大量进口，甲乙酮价格将受下游需求增加以及出口不断放大的刺激下继续走高。

图 6：国内华北地区甲乙酮价格出现上涨（单位：元/吨）



数据来源：隆众石化、第一创业研究所

1.4、国内甲乙酮企业检修为价格上涨提供动力

6、7月份国内丁酮供应面临收紧，兰州、齐翔（黄岛8万吨/年）、哈炼几乎同时在本月20日开始检修一个月左右，部分检修甚至近两个月的时间，抚顺石化5万吨产能目前也仅维持一条2.5万吨生产线运行，四家总产能共计22.5万吨，装置检修可能导致届时产量减少近一半，而且由于原料供应不足，河北中捷3万吨产能仅能维持5-6成开工率。即使仍处于下游需求淡季，丁酮市场现货供应量也不容乐观，甲乙酮价格在供给偏紧状况下仍有上涨动力。

表1：国内近期甲乙酮价差不断扩大（单位：元/吨）

检修企业	检修时间	涉及产能(万吨)	停产时间	备注
兰州石化	6月份	6	一个月左右	两条生产线轮流检修
齐翔腾达	6月下旬	8	40多天	青岛炼化进修一个多月，8万吨生产线无原料供应停产
哈炼化	6月份	3	一个月左右	——
抚顺石化	6月初	5.5	一个月左右	目前仅维持一条2.5万吨生产线
合计		22.5		

数据来源：隆众石化、第一创业研究所



1.5、公司 4 万吨甲乙酮新增产能投放恰逢其时

公司新增 4 万吨甲乙酮项目进展有望超市场预期,公司为抓住目前甲乙酮高盈利时机,正全力缩短工期,预计新增产能将在 6 月份投产,恰逢甲乙酮涨价之时。按照我们预计的甲乙酮中枢价格 16000 元/吨,4 万吨新增产能将为公司净利 8000 万元左右,增厚 EPS0.17 元。另外,公司黄岛 8 万吨甲乙酮产能,由于原料供应短缺将在 6 月下旬不得不停产 40 多天检修,一方面公司前期超负荷生产增加库存降低停产带来的损失,另一方面新增 4 万吨产能投产也进一步降低了停产带来订单无法完成的潜在失约风险。因此,公司 4 万吨新增产能投放不但增加了公司的盈利能力,还降低了黄岛 8 项目停产检修带来的风险。

2、丁二烯成为公司未来最大看点

2.1、丁二烯供不应求,行业进入高景气周期

丁二烯是一种重要的聚合物单体,能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂,是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料。从下游需求看,生产合成丁苯橡胶、顺丁橡胶、ABS 树脂、SBS 弹性体占丁二烯需求总量的 90%以上。丁二烯生产主要有大型炼化所得,生产主要集中在中石油和中石化以及中还有三大炼油企业,产能供给 210 多万吨。

图 7: 全球甲乙酮消费结构图

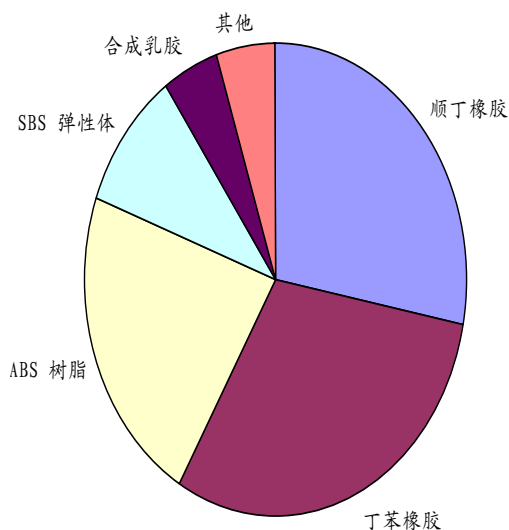
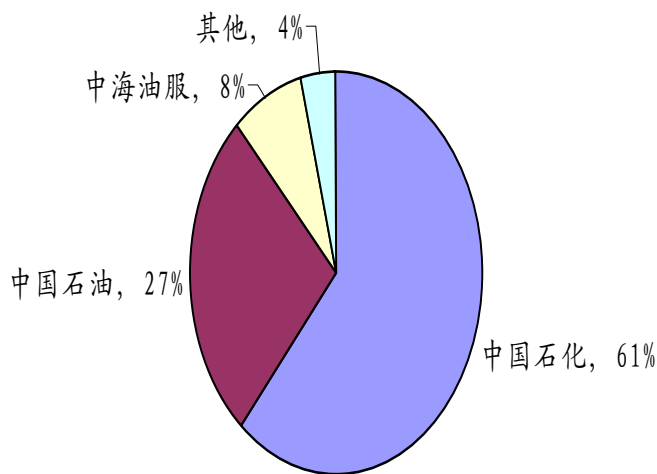


图 8: 丁二烯生产企业占比构成图

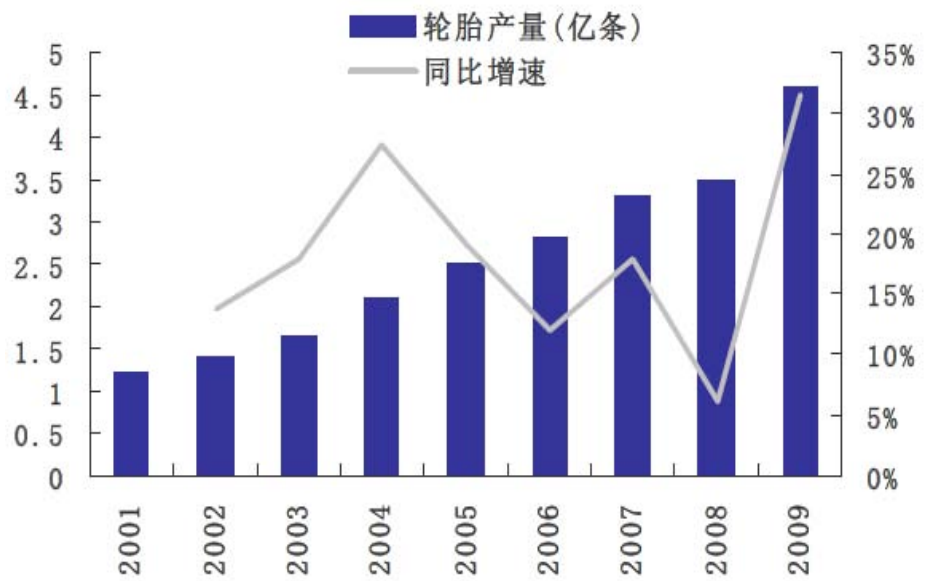


数据来源: 橡胶工业协会、第一创业证券研究所整理

近年来由于我国汽车工业发展迅速,生产轮胎所需橡胶需求旺盛,进而带动了丁二烯产业的高速发展。据中国汽车工业协会统计,2009 年我国汽车产量为 1379.1 万辆,同比增长 48%,过去五年复合增长率高达 23%,汽车工业的迅速发展,带动了轮胎等相关产业的高速发展。

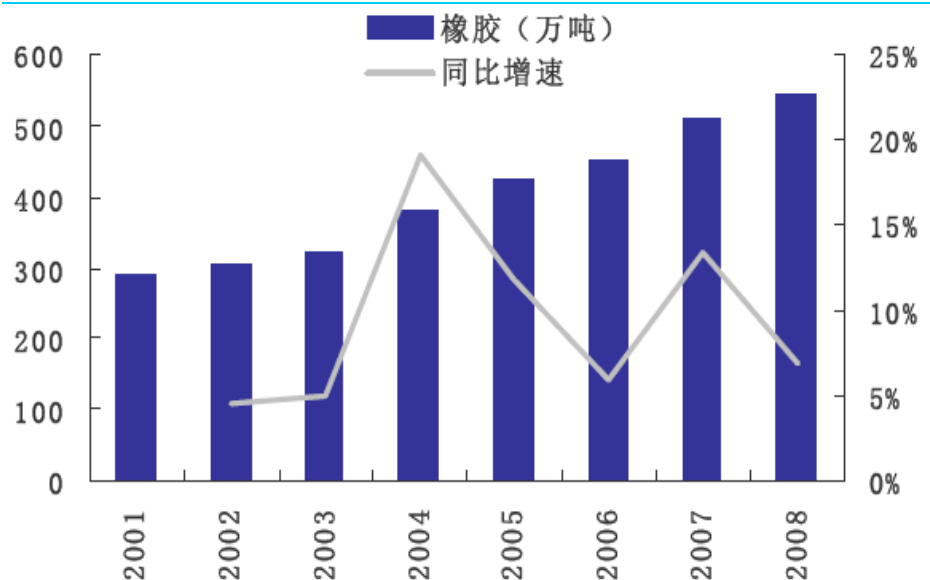


图 9：08 年以来我国轮胎产量高速增长



数据来源：Wind、第一创业证券研究所

图 10：我国橡胶产量稳步增长

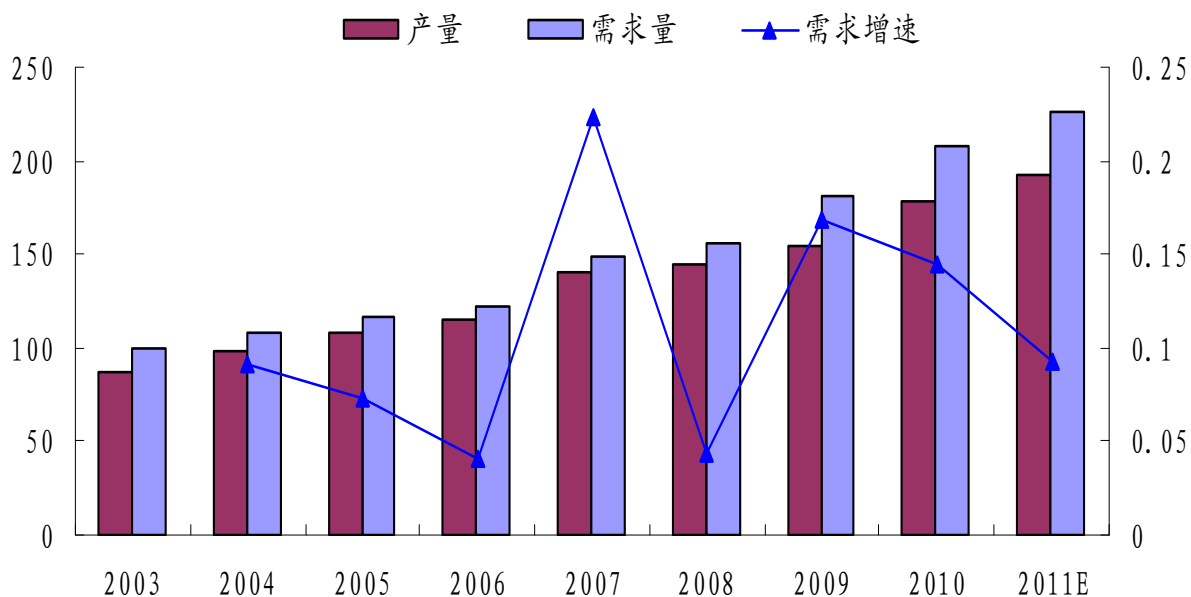


数据来源：Wind、第一创业证券研究所

下游橡胶需求的高速增长将导致丁二烯供需缺口进一步加大，丁二烯行业进入高景气周期。根据目前国内计划扩产丁二烯的产来看，未来五年国内将新增丁二烯仅 90 万吨，复合增速接近 9%，而下游橡胶未来五年的复合增速将高达 11% 以上，下游需求的进一步放大将加大国内丁二烯的供给缺口，我们长期看好丁二烯行业进入高景气周期。



图 11: 我国丁二烯产量供不应求，缺口将不断放大

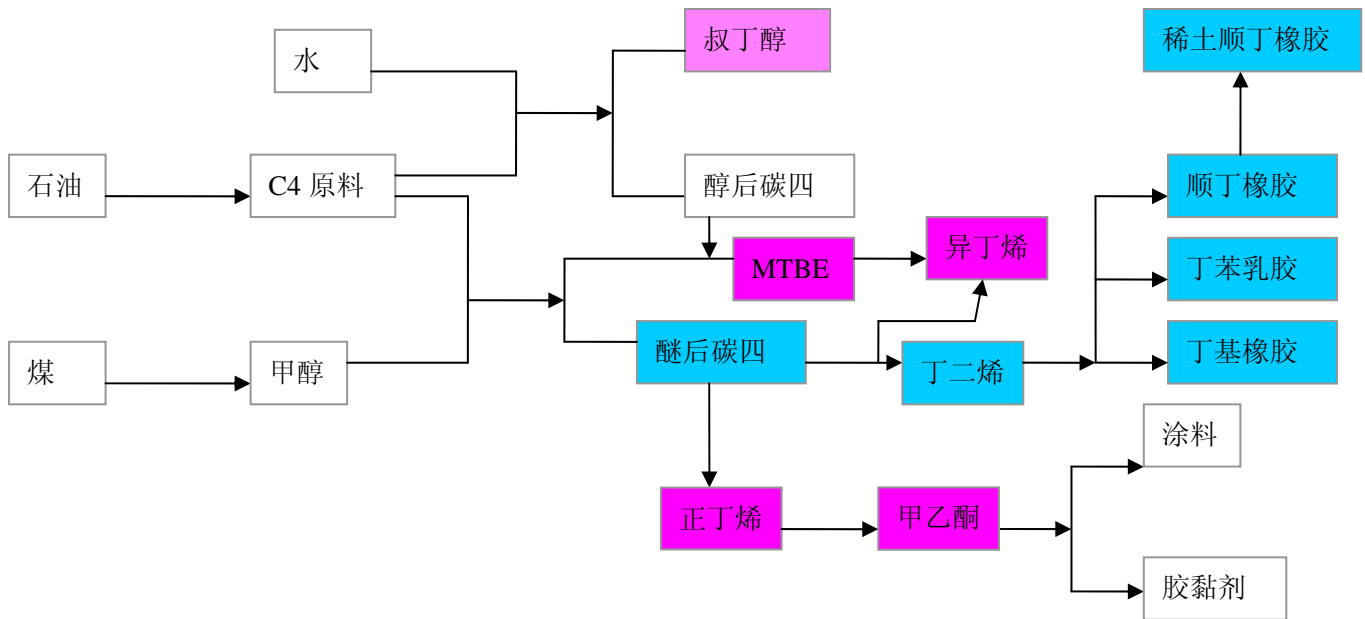


数据来源：中国统计年鉴、第一创业证券研究所整理

2.2、投资丁二烯，打造橡胶产业链

投资 10 万吨丁二烯，解决顺丁橡胶原料问题，完善了 C4 深加工支链。公司于 2010 年 11 月发布公告，使用超募资金 29,315 万元建设年产 7 万吨丁二烯项目，项目建设期一年，后来又追加投资至 10 万吨丁二烯。丁二烯既是公司的产品，又是一种重要的聚合物单体，能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂，是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料。公司投资该项目，为公司后来投资建设稀土顺丁橡胶，拓展橡胶产业链解决了上游原料问题，完善了公司碳四深加工的橡胶支链产业链。

图 12: 投资丁二烯打造橡胶产业链



数据来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所整理

注：蓝色为公司将要打造的橡胶产业链，红色为公司现有其他产品

公司收购有山化工解决丁二烯生产原料供给问题，进一步完善上游产业链。公司于 2010 年 12 月底发布公告，使用 3220 万元超募资金收购天津有山化工 70% 的股权，并使用不超过 5120 万元的超募资金向有山化工增资建设碳四综合利用工程改扩建 6 万吨/年的丁烯项目。此次收购将增加公司 MTBE 权益产能 2.1 万吨，更为重要的是有山化工每年副产 13.8 万吨醚后碳四原料扩建后将为公司提供 6 万吨/年的丁烯原料，延伸了乙酰酮上游原料产业链，为公司未来降低乙酰酮生产成本打下了基础。我们按照目前丁烯的价格，6 万吨丁烯能为公司节省成本 42000 万左右。

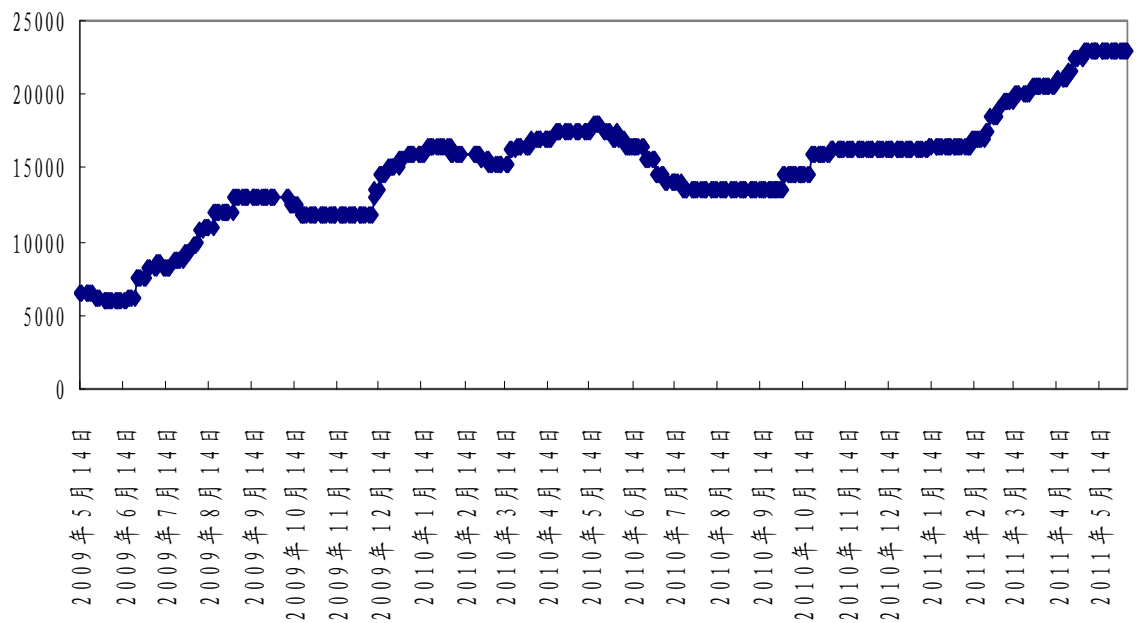
收购翔达化工，拓展丁苯乳胶业务。公司于 2010 年 12 月底发布公告，使用超募资金 5194 万元收购母公司旗下翔达公司 100% 的股权，公司新增 2 万吨/年丁苯乳胶，且产能仍有扩大计划，拓展了公司在丁苯乳胶方面的生产和销售，丁苯乳胶将成为公司一个新的利润增长点。按照公司公告的 09 年净利润 811.82 万元估算，增厚公司业绩 0.024 元。公司收购翔达之后，完善了丁二烯下游产业链，同时也降低了丁苯乳胶的生产成本，其盈利能力将大大增强。

丁二烯将成为公司未来新的利润增长点。公司投资的 10 万吨丁二烯项目进展顺利，预计 11 年底投产。公司当时做可研报告时，丁二烯价格处于低位只有 16000 元/吨左右，公司按照 18000 元/吨的价位，10 万吨丁二烯将为公司贡献净利润 9500 多万元。但



是我们认为公司当时过于保守，由于下游需求旺盛以及国内丁二烯供应缺口较大，丁二烯价格已经上涨到目前的 23500 元/吨。根据前文我们所判断的丁二烯高景气周期，我们认为未来丁二烯价格合理价格应该在 24000 元/吨左右，在此假设下，预计 12 年能为公司新增销售收入 21 亿元左右，贡献净利润 4 亿元以上，增厚 EPS0.9 元左右，成为公司新的利润来源。

图 13：华东地区丁二烯价格走势（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

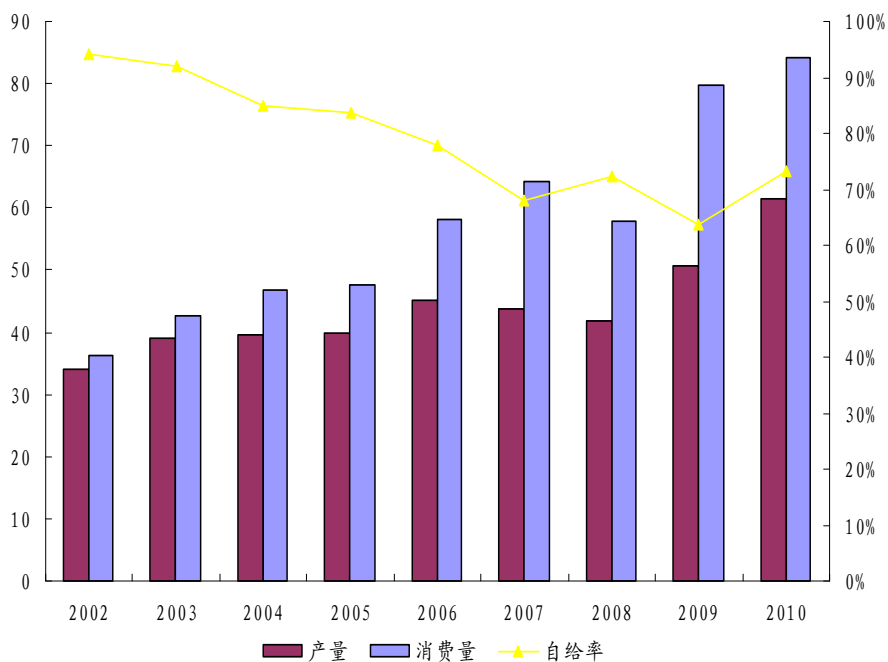
3、稀土顺丁橡胶将带来利润和估值双提升

3.1、顺丁橡胶长期供不应求，稀土顺丁橡胶尚属国内空白

顺丁橡胶供不应求，进口替代空间广阔。顺丁橡胶一般分为镍系顺丁橡胶、钴系顺丁橡胶、钛系顺丁橡胶和稀土系顺丁橡胶，顺丁橡胶最主要的消费领域是轮胎行业，占顺丁橡胶总需求量的 64.9%。从我国的顺丁橡胶产能来看，截止 09 年为 62.9 万吨，考虑到未来三年的扩产规划，至 2013 年总产能将达到 87.9 万吨，如以 85% 的行业开工率计算，则总产量为 75 万吨，供需缺口为 35 万吨，自给率为 68%，进口替代的空间依然广阔。



图 14: 我国顺丁橡胶供不应求



数据来源：中国统计年鉴、第一创业研究所整理

稀土顺丁橡胶工业化生产尚属国内空白。稀土顺丁橡胶是顺丁橡胶中链结构规整度最高，性能最好的胶种，具有比普通顺丁橡胶抗湿滑能力强，轮胎安全性能高；滚动阻力小轮胎省油；耐磨耗、抗疲劳、耐老化轮胎寿命长等优点。我国于1962年就开始进行开发稀土顺丁橡胶，是世界上最早开发顺丁橡胶的国家之一，我国并于1983年进行了千吨级工业化试验，但受制于汽车工业和高速公路的发展，一直未能实现工业化生产。

国内稀土顺丁橡胶需求旺盛，需求基本全靠进口满足。据Lanxess预测，未来五年，稀土顺丁橡胶的全球增长率将达到10%以上，至2014年全球稀土顺丁橡胶的需求量将达到55万吨。而我国的稀土橡胶需求未来五年的复合增长率更是高达24%，至2014年，我国的需求量将达到6.5万吨，由于目前国内尚无工业化生产企业，如果未来公司也不能突破该技术，将只有通过进口来满足需求。

3.2、稀土顺丁橡胶为公司带来利润和估值双提升

公司于2010年12月底发布公告，公司使用超募资金1.4亿元与哈尔滨博实合资（公司51%股权）建设5万吨/年稀土顺丁橡胶项目，建设期为2年。

稀土顺丁橡胶有望成为公司新的利润增长点并提高公司估值。稀土顺丁橡胶生产在国内尚处于工业化起步阶段，从工艺包到施工建设经验并不丰富，再加上以前国外对稀土顺丁橡胶生产实行技术封锁，国内除公司外并无其他公司投资建设该项目。公司通



过与哈尔滨博实公司合作，引进国外工艺数据包，如果公司能够挖到经验丰富的技术人员参与项目建设，有望突破该技术成为国内第一家工业化生产顺丁橡胶企业。稀土顺丁橡胶生产工艺完全复制公司控股子公司投资的俄罗斯生产企业成熟生产工艺，12年底实现工业化生产是大概率事件，预计13年将为公司贡献利润10000万元左右，将成为公司新的利润来源，而且公司作为第一家工业化生产顺丁橡胶企业，其估值也将大大提升。

4、盈利预测

4.1、基本假设

- (1) 乙酰酮受日本地震影响，价格上涨短期内趋势难改，11年乙酰酮价格维持在高位，假设11年乙酰酮平均价格在14000元/吨、12年和13年乙酰酮平均价格为13000元/吨；
- (2) 假设公司4万吨乙酰酮扩家项目进展顺利，二季度顺利开工，11年为公司贡献2万吨乙酰酮；
- (3) 假设公司C4原料供应充足，本部和黄岛项目产能利用率都能达到100%以上；

表 2: 公司分产品销售收入和毛利率预测



主营产品	2009	2010	2011E	2012E	2013E
甲乙酮					
产量 (万吨)	12.17	12.5	15	18	20
单价 (元/吨)	7785	10000	14000	13500	13000
收入 (百万元)	947.43	1250	2100	1890	2600
成本 (百万元)	776.11	981.96	1127.68	1437.84	1984.30
毛利率	22.72%	25.89%	38%	27%	30%
MTBE					
产量 (万吨)	0.8	2.9	3	3.5	3.5
单价 (元/吨)	5300	5800	5900	6000	6000
收入 (百万元)	42.4	168.2	177	210	210
成本 (百万元)	32.79	118.03	129.64	152.46	133.65
毛利率	27.04%	28.19%	28%	27%	28%
异丁烯					
产量 (万吨)	2.61	2.8	3	3.2	3.5
单价 (元/吨)	9337	10000	11000	11000	11000
收入 (百万元)	243.70	280	330	352	385
成本 (百万元)	215.95	214.86	238.45	264.81	319.55
毛利率	16.40%	17.50%	17%	17%	17%
叔丁醇					
产量 (万吨)	1.26	1.3	1.5	1.8	2
单价 (元/吨)	4900	5200	5600	5700	5700
收入 (百万元)	61.74	67.6	84	102.6	114
成本 (百万元)	36.49	39.32	48.97	59.82	61.35
毛利率	44.24%	45.12%	45%	45%	45%
丁苯乳胶					
产量 (万吨)		2	2	2.5	2.8
单价 (元/吨)		16000	15000	14000	14000
收入 (百万元)		320	300	350	392
成本 (百万元)		234.75	200.50	250.64	261.34
毛利率		19%	18%	17%	17%
丁二烯					
产量 (万吨)				9	9
单价 (元/吨)				24000	24000
收入 (百万元)				2160	2160
成本 (百万元)				1512	1512
毛利率				30%	30%
稀土顺丁橡胶					
产量 (万吨)					3.0
单价 (元/吨)					29000
收入 (百万元)					870
成本 (百万元)					479
毛利率					45%
其他					



	收入 (百万元)	2.2	273.8	304.5	337.1	344
	成本 (百万元)	1.8	191.97	223.6	241.6	289.3
	毛利率	21.52%	23.63%	22.76%	22.15%	21.70%
合计						
	收入 (百万元)	1297.47	2359.60	3295.50	5401.70	7075.00
	成本 (百万元)	1001.40	1780.89	1968.84	2407.17	3049.49
	综合毛利率	23.57%	26.72%	29.87%	26.51%	26.43%

数据来源：第一创业研究所

4.2、公司盈利预测

表 3：齐翔腾达主要财务指标预测

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	129,748	235,958	329,548	540,162	707,500
同比 (%)	16.3%	81.9%	39.7%	63.9%	31.0%
营业毛利	29,604	59,823	99,760	140,331	178,439
同比 (%)	11.8%	102.1%	66.8%	40.7%	27.2%
归属母公司净利润	17,352	41,999	75,391	105,577	134,908
同比 (%)	20.8%	142.0%	79.5%	40.0%	27.8%
总股本 (万股)	46,720.8	46,720.8	46,716.0	46,716.0	46,716.0
每股收益 (元)	0.37	0.90	1.61	2.26	2.89
ROE	36.1%	16.1%	22.8%	24.2%	23.6%
P/E (倍)	81.1	33.5	18.7	13.3	10.4

数据来源：第一创业研究所

5、风险提示

- 1、C4 原材料供应不足风险；
- 2、公司募投项目进展低于预期风险；
- 3、 甲乙酮价格出现大幅波动风险；
- 4、 宏观经济环境发生变化导致下游需求下降风险。



表 4: 齐翔腾达盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,281.9	2,961.2	4,175.6	5,656.7	一、营业收入	2,359.6	3,295.5	5,401.6	7,075.0
货币资金	1,887.0	2,043.5	2,578.8	3,550.1	减: 营业成本	1,761.4	2,297.9	3,998.3	5,290.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.1	21.2	29.8	37.9
应收款项	170.4	327.1	563.0	741.3	销售费用	38.5	40.8	66.9	87.7
预付款项	122.4	244.7	432.1	569.0	管理费用	41.3	48.6	64.1	74.0
存货	89.4	345.8	601.6	796.2	财务费用	-6.5	-7.4	0.3	-0.8
其他流动资产	12.6	0.1	0.1	0.1	资产减值损失	3.6	4.6	6.0	4.6
非流动资产	481.4	609.8	541.7	473.5	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	453.6	489.8	432.4	375.1	二、营业利润	504.4	889.8	1,236.1	1,581.1
在建工程	7.8	13.9	14.4	14.8	加: 营业外收入	3.9	4.5	4.7	4.8
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.4	0.2	0.2	0.2
无形及递延性资产	18.3	104.4	93.1	81.8	三、利润总额	507.9	894.1	1,240.6	1,585.7
其它非流动资产	1.7	1.7	1.7	1.7	减: 所得税费用	87.9	141.5	186.1	237.8
资产总计	2,763.3	3,571.0	4,717.3	6,130.2	四、净利润	420.0	752.6	1,054.5	1,347.8
流动负债	159.9	185.0	276.8	341.9	归属母公司净利润	420.0	753.9	1,055.8	1,349.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	-1.3	-1.3	-1.3
应付账款	41.9	72.5	128.1	168.9	五、总股本(百万股)	467.2	467.2	467.2	467.2
预收帐款	33.9	58.0	95.9	125.6	EPS(元)	0.90	1.61	2.26	2.89
其它流动负债	84.1	54.5	52.8	47.4					
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	81.9%	39.7%	63.9%	31.0%
负债合计	159.9	185.0	276.8	341.9	营业毛利	102.1%	66.8%	40.7%	27.2%
少数股东权益	0.0	77.1	75.8	74.5	主业盈利	106.8%	76.9%	40.1%	27.6%
股本	259.6	467.2	467.2	467.2	母公司净利	142.0%	79.5%	40.0%	27.8%
资本公积与其它	1,871.4	1,600.4	1,600.4	1,600.4	获利能力				
留存收益	472.4	1,241.3	2,297.1	3,646.2	毛利率	25.4%	30.3%	26.0%	25.2%
股东权益合计	2,603.4	3,308.9	4,364.7	5,713.8	主业盈利/收入	21.2%	26.9%	23.0%	22.4%
负债和股东权益	2,763.3	3,571.0	4,717.3	6,130.2	ROS	17.8%	22.8%	19.5%	19.1%
					ROE	16.1%	22.8%	24.2%	23.6%
					ROIC	16.1%	22.7%	24.2%	23.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	5.8%	5.2%	5.9%	5.6%
经营活动现金流	340.1	358.5	536.2	970.9	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
净利润	420.0	752.6	1,054.5	1,347.8	速动比率	13.64	14.14	12.91	14.22
折旧摊销	64.1	71.2	74.6	73.2	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
财务费用	-6.5	-7.4	0.3	-0.8	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.85	0.92	1.15	1.15
营运资金变动	-137.6	-473.8	-593.3	-449.3	应收款天数	26.00	35.74	37.52	37.72
其它变动	0.2	15.8	0.0	0.0	存货天数	18.27	54.18	54.16	54.18
投资活动现金流	-44.6	-201.2	-0.4	-0.4	每股指标(元)				
资本支出	-46.7	-170.0	-0.4	-0.4	主业盈利/股本	1.07	1.90	2.66	3.39
长期投资	0.0	-51.9	0.0	0.0	每股经营现金流	0.73	0.77	1.15	2.08
其它变动	2.1	20.8	0.0	0.0	每股净资产	5.57	6.92	9.18	12.07
筹资活动现金流	1,414.9	-0.5	-0.3	0.8	估值比率				
债务融资	-248.0	0.0	0.0	0.0	P/E	33.50	18.66	13.32	10.43
权益融资	1,788.7	0.0	0.0	0.0	P/B	5.40	4.35	3.28	2.49
其它变动	-125.8	-0.5	-0.3	0.8	P/S	5.96	4.27	2.60	1.99
汇率变动影响	-1.5	-0.3	0.0	0.0	EV/EBITDA	10.65	12.68	8.88	6.51
现金净增加额	1,708.9	156.5	535.4	971.3					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120