

张志宏 86-755-82960064

zhangzh@cmschina.com.cn

廖振华 86-755-83734406

liaozhenhua@cmschina.com.cn

2009年5月11日

久联发展(002037.SZ)/12.75元

产品线调整基本完成，基建需求和产能释放保证增长

原材料·基础化工

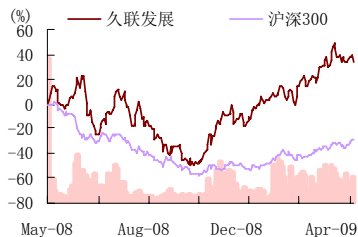
目标估值：14.3元
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2560
总股本(万股)	12100
已上市流通股(万股)	7740
总市值(亿元)	15.9
流通市值(亿元)	10.2
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	7.5
资产负债率	39%
主要股东	贵州久联企业集团
主要股东持股比例	36.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	149	28
相对表现	-8	84	55



久联发展是贵州民爆行业龙头，占据省内 70% 以上的市场份额，但在过去的两年里，公司处于产品线调整期，技改频繁，加上行业政策变更、原材料价格上涨、雪灾和金融危机等因素的影响，业绩一直徘徊不前。去年三季度以来，国家大幅上调了民爆产品价格，而主要原材料价格回落，加上贵州省基建投资加大保障了民爆产品需求，09 年公司将释放新生产线产能，业绩将迎来大幅增长。

- **09Q1 业绩大幅增长，公司步入增长期。**公司 09 年一季度实现营业收入 1.74 亿元、营业利润 1152 万元、净利润 857 万元、归属于母公司净利润 493 万元，分别同比增长 36%、984%、503% 和 226%，实现 EPS0.04 元。虽然去年一季度雪灾导致公司出现亏损，业绩并不可比，但与 07Q1 和 06Q1 比较均大幅增长，表明公司逐步摆脱了前期增速缓慢的困境，步入增长期。
- **产品线调整基本完成，产能释放，渠道将贡献更丰厚利润。**公司基本完成了乳化、粉乳和改性铵油炸药为核心的新产品体系构建，达产情况良好，仅需择机完成铵油向膨化硝铵生产线技改和将炸药混装车产能的扩充至 1.2 万吨。去年提价时，贵州省规定终端销售价格 = 出厂价格 × (1 + 销售费率) + 进货运杂费，销售费率最高为 23%~29%，虽然附加销售费率的情况早已有之，但基准价的提高必将带来绝对提价额的增长，使联营公司盈利提升较有保障。
- **产品提价和原材料价格下跌，核心业务毛利率提升。**母公司 08Q4 和 09Q1 毛利率回升明显，达到 30% 以上。主要由于国家上调产品出厂价和硝铵、石蜡、柴油等主要原材料价格大幅下跌。并且公司将产品价格定在国拨价上限。
- **基建投资和能源基地建设拉动行业增长。**虽然采矿业下滑和部分水利工程完工拖累民爆需求，但 09、10 年省内旺盛的公路和铁路投资将拉懂行业增长，且贵州力争建成南方能源基地，09 年一季度贵州煤炭开采回暖，进一步保障了民爆产品的需求。
- **首次给与“审慎推荐-A”的投资评级。**我们预测公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.57、0.68 和 0.77 元，民爆行业政策壁垒很高，而公司作为区域龙头，市场份额处于垄断地位，加上未来几年国家基建投资将大幅增长，使公司业绩较有保障，具有较好的抵御经济周期的能力，但公司甘肃地区的整合进度仍存在不确定性。我们按照公司 09 年 25 倍的 PE 估值，对应目标价 14.3 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	655	860	1036	1219	1366
同比增长	7%	31%	21%	18%	12%
营业利润(百万元)	71	86	127	146	167
同比增长	-9%	21%	47%	15%	15%
净利润(百万元)	38	38	69	82	93
同比增长	-6%	1%	83%	18%	14%
每股收益(元)	0.34	0.31	0.57	0.68	0.77
PE	37.4	40.8	22.3	18.9	16.5
PB	3.2	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：招商证券

1、母公司产品线调整基本完成，核心业务重回增长

(1) 08Q1 雪灾使 09Q1 业绩可比性不强，但与 07Q1 相比各项指标大幅增长。

公司 09 年一季度实现营业收入 1.74 亿元、营业利润 1152 万元、净利润 857 万元、归属于母公司净利润 493 万元，分别同比增长 36%、984%、503%和 226%，实现 EPS0.04 元。但去年一季度贵州地区遭遇雪灾，严重的影响了公司的产品生产、原材料运输及产品销售，公司生产量不可抗的降低，并使产品单位成本中固定费用摊销增加，当期出现亏损。而今年公司生产正常进行，故同期业绩不具可比性。而与 07 年同期比较，09 年一季度营业收入、营业利润、净利润和归属于母公司净利润分别同比增长 73%、34%、147%和 27%，取得了稳步的增长。

表1、公司历年一季度合并与母公司主营收入和净利润数据

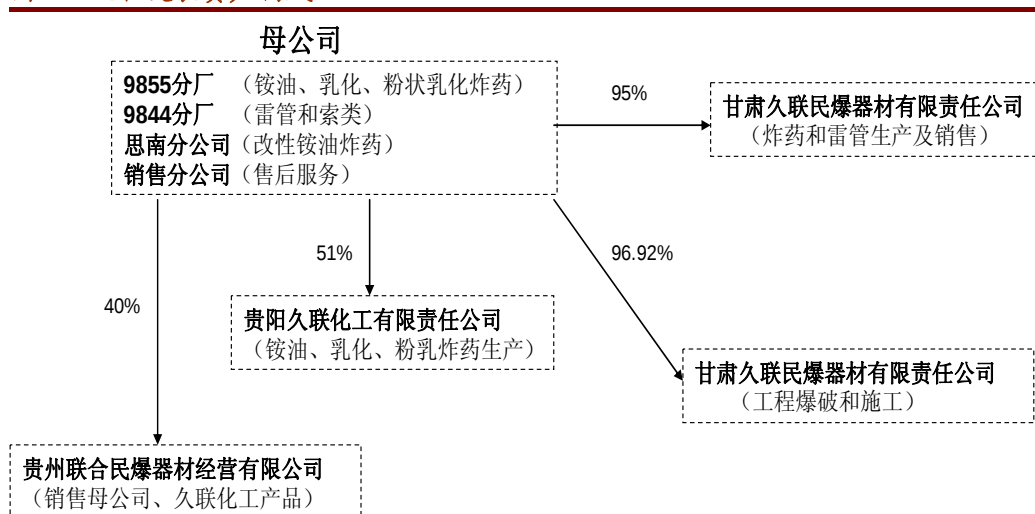
单位：百万元	05Q1	06Q1	07Q1	08Q1	09Q1	09Q1 比 07Q1	09Q1 比 08Q1
合并营业收入	66.6	112.1	100.3	128.1	174.0	73%	36%
合并净利润	2.6	5.5	3.4	(2.1)	8.5	147%	503%
合并归属母公司净利润	1.4	2.6	3.9	(3.9)	4.9	27%	226%
母公司营业收入	28.6	37.1	31.6	31.6	47.7	51%	51%
母公司净利润	1.4	2.7	3.8	(2.1)	13.9	264%	771%
母公司净利润剔除投资收益	(0.4)	0.9	0.7	(4.5)	4.2	500%	194%
母公司毛利率	25.4%	36.3%	29.6%	19.2%	31.4%		

资料来源：公司报表，招商证券研发中心

(2) 经历调整后贵州产品线趋向成熟，提价和产能释放促使母公司业绩高增长。

公司的整体组织结构较为复杂，为生产型母公司+生产型子公司+与竞争对手联营的销售子公司+省外子公司+爆破工程公司的形式（如图 1），而目前母公司三个生产分公司和生产型子公司贵阳久联是久联在省内的全部产能，其中母公司炸药生产线产能 4.5 万吨，贵阳久联 3 万吨。母公司产能不仅占到公司贵州产能的大部分，而且生产线运行也最为成熟和稳定，信息披露也较为充分，因此，我们倾向于先从掌握公司核心业务的母公司的收入和盈利情况大致判断公司的发展趋势。

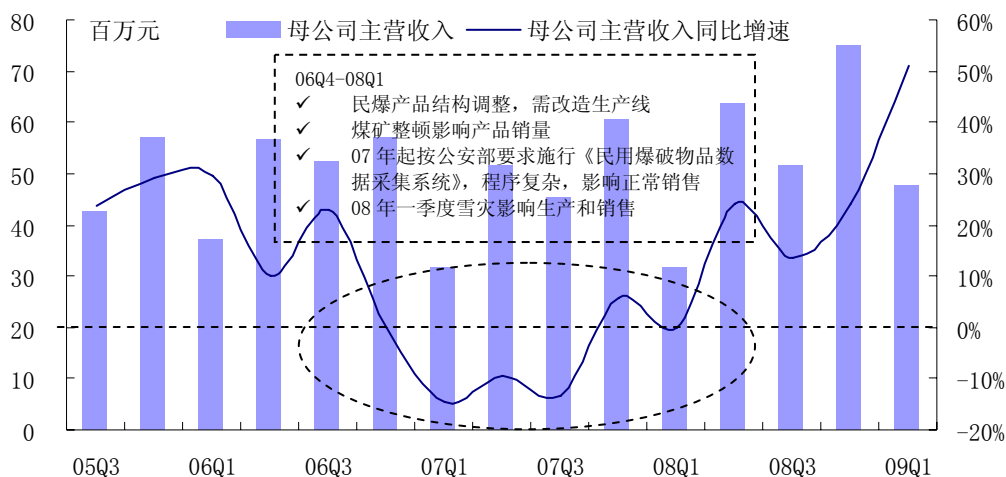
图 1、久联发展资产构成



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

母公司 09Q1 收入较 08Q1、07Q1 和 06Q1 分别增长 51%、51%和 28%，而 08Q4 收入同比也大幅增长，这些可以表明公司终于摆脱了前几年产量和收入徘徊不前的尴尬处境，母公司基本上走完了产品结构调整的艰难时期，走上了产能释放的轨道。

图 2、经历调整后母公司收入重回高增长轨道



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

目前公司思南分公司在 08 年底建成的 12000 吨改性铵油炸药生产线已经投产，我们近期调研公司时了解到：

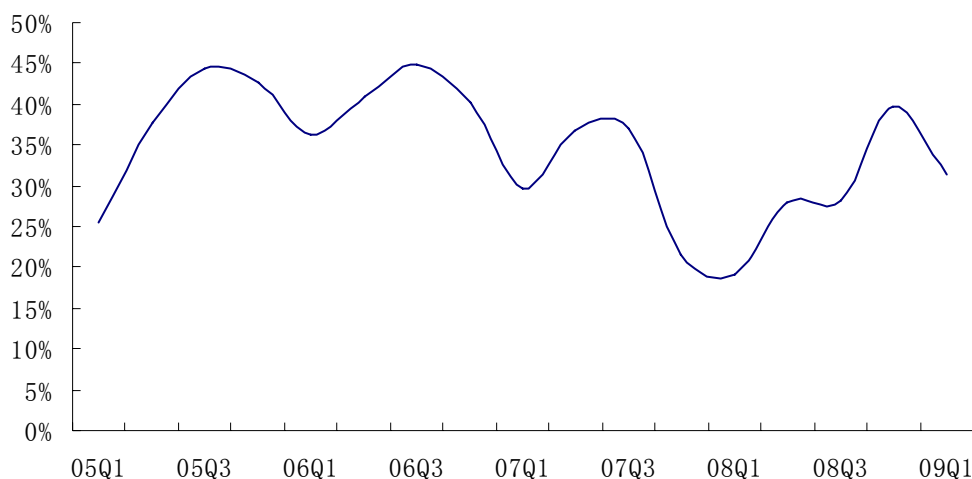
- ✓ 公司在贵州的产品供不应求，销售良好。
- ✓ 9855 分公司 9000 吨乳化炸药生产线和 12000 吨铵油炸药生产线、贵阳久联化工 12000 吨铵油炸药生产线和 10000 吨乳化炸药生产线均开工良好。
- ✓ 9855 分公司 12000 吨 AE 型粉状乳化炸药生产线开工率低于其他两条生产线，但比贵阳久联 8000 吨 HLC 粉乳生产线开工率高，主要由于粉乳炸药作为较新型的炸药品种，客户还不太适应，目前公司正在加大推广力度和技术服务，两条粉乳炸药的产能今后还将进一步释放。
- ✓ 9844 厂 3000 万发刚性药头钝感电雷管、1000 万发导爆管雷管和 1000 万吨导爆索生产线开工正常，正在进行将刚性药头钝感电雷管产能扩充至 5000 万吨的技改。

（3）产品提价和原材料价格下跌，母公司毛利率基本回升至正常水平。

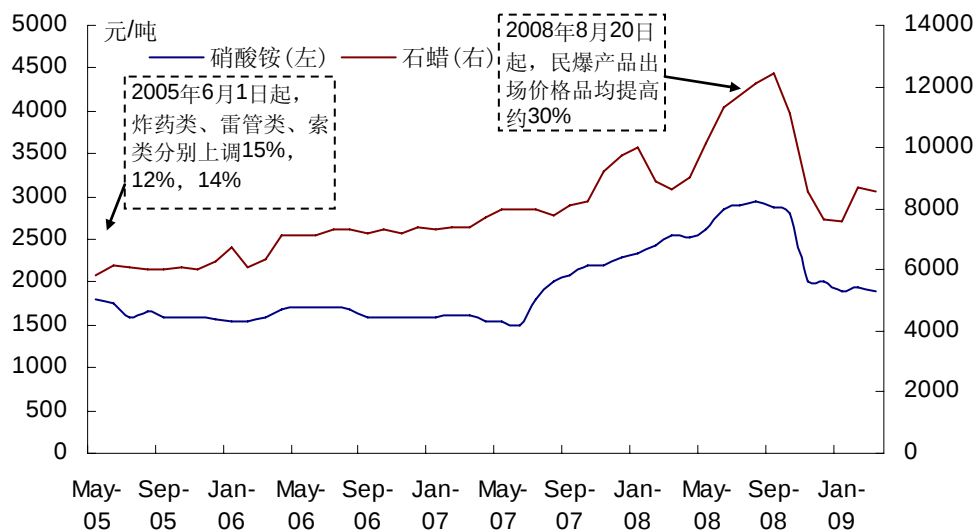
08Q4 和 09Q1 母公司毛利率分别为 39.7%和 31.4%，基本回升至近年来的正常水平，比 08Q3 之前大有改观。主要受益于国家在 08 年 8 月 20 日之后将民爆产品价格上调 30%，并且 08 年四季度之后，硝酸铵、石蜡、柴油、乳化剂等主要原材料的价格都出现了较大幅度的下跌。

（4）提价将使公司通过联合经营公司分享更加丰厚的渠道利润

去年 8 月提价时，贵州省物价局同时规定：民用爆炸物品经营企业销售费率最高为 29%(已含税)。对农民非经营性使用、农村扶贫工程建设项目和交通建设项目的销售费率优惠 6 个百分点即最高按 23%(已含税)执行。经营企业作价公式为：销售价格 = 出厂价格 × (1 + 销售费率) + 进货运杂费。即联营公司下属各物资公司在国拨价上限基础上仍有最高 23%~29%的提价空间。虽然提价前也有附加销售费率的类似规定，导致提价后销售公司毛利率变化不一定很明显，但基准价的提升将使绝对提价额有较大增长。而联营控股了省内多家物资公司，因此，销售渠道将贡献较去年更加可观的利润。

图 3、母公司季度毛利率变化趋势


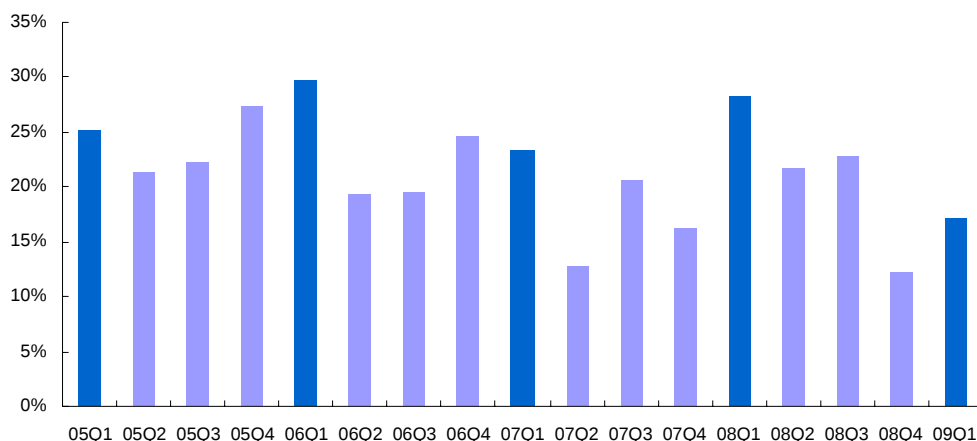
资料来源：公司报表，招商证券研发中心

图 4、硝酸铵和石蜡价格走势


资料来源：CEIC，化工在线，招商证券研发中心

（5）母公司管理和营业费用率显著降低。

08Q4 母公司管理和营业费用率仅为 12.2%，为公司上市以来最低水平，09Q1 的管理和营业费用率也仅为 17.1%，明显低于往年一季度的水平。我们认为除公司销量大幅增长使单位固定费用摊销减小的因素外，公司在提高管理水平和控制费用方面也有所加强。分析 05 年以来各季度的管理和营业费用率，每年一季度的费用率几乎总是处于全年高点，今后各季度费用率低于该水平的可能性很大，因此，今年母公司的管理和营业费用率很可能处于历年来的低点。

图 5、久联发展母公司管理和销售费用率


资料来源：公司报表，招商证券研发中心

（6）新联爆破和甘肃久联或出现暂时亏损，但年内将明显改善。

分析 09Q1 财务报表，计算出母公司净利润减去母公司投资收益的值为 420 万元，将其与合并报表中归属母公司净利润 493 万元比较，我们发现后者与前者的差额非常小，这种情况，仅在 06Q3 出现过，而当时子公司新联爆破公司就出现了亏损。09Q1 该指标的特征预示有子公司经营状况不佳，使用排除法：

- ✓ **久联化工：**经营情况一直较好，甚至好于母公司，历年净利润稳中有增，我们近期调研证实了该子公司的良好经营状况。
- ✓ **联营公司：**固定的毛利率，基本旱涝保收，历来是盈利最好的子公司，在今年母公司的经营业绩提升的情况下，该子公司盈利应该不差。
- ✓ **新联爆破：**一季度一般为爆破工程施工淡季，工程项目稀少可能使公司出现一定亏损，但自 06 年出现亏损以来，经营逐渐改善，盈利提升，趋势向好，加上去年董事会换届以来，新管理层提高该子公司的运营质量非常重视，且在今年基建投资力度加大的背景下，公司承接项目情况大幅好转的概率较大，年内将会逐步体现。
- ✓ **甘肃久联：**从年报披露的经营情况看，08 年净利润大幅下降，我们认为主要由于甘肃地区民爆下游市场中 60% 为矿山开采，而本轮金融危机使采矿尤其是有色金属开采遭受重创，民爆需求放缓，一季度以来情况继续变差致使该子公司出现亏损的可能性较大。除需求下滑风险外，公司收购的各生产线较为落后，目前正大力技改，短期内产能释放有受阻可能，预计 09 年销量与 08 年持平。

2、交通基建和能源投资拉动省内民爆产品需求增长

民爆产品的需求结构为采矿 40%，基建 40% 和水利 20%。我们调研了解到，贵州近期部分水利工程项目陆续完工，短期将对省内民爆产品需求产生一定的负面影响，经济危机对有色金属开采的影响也较为显著。但是，我们预计，贵州省内高速增长的公路、铁路建设投资和煤炭开采业的回暖将为民爆产品需求增长奠定坚实的基础。

（1）公路交通基建投资持续大幅增长。

贵州地形复杂,经济较为落后,基础设施薄弱,2007年,贵州省高速公路仅为924公里,是全国6个高速公路未超过1000公里的省份之一。因此,贵州省在公路交通基建投资持续高速,且有大加速之势,08年实现投资和09年计划投资同比增速分别达到26.1%和22.13%,明显高于历年平均水平。

除贵州省自己的投资外,贵州省划入2005年至2020年国家高速公路网规划的项目供给2332公里,有近1000公里需要在今后两年内开工建设,如果争取2010年省内国家高速公路全部开工,新增投在将达到800亿元左右。这些投资必将拉动民爆产品需求明显增长。

图6、贵州省交通基础设施建设年投资额和同比增速



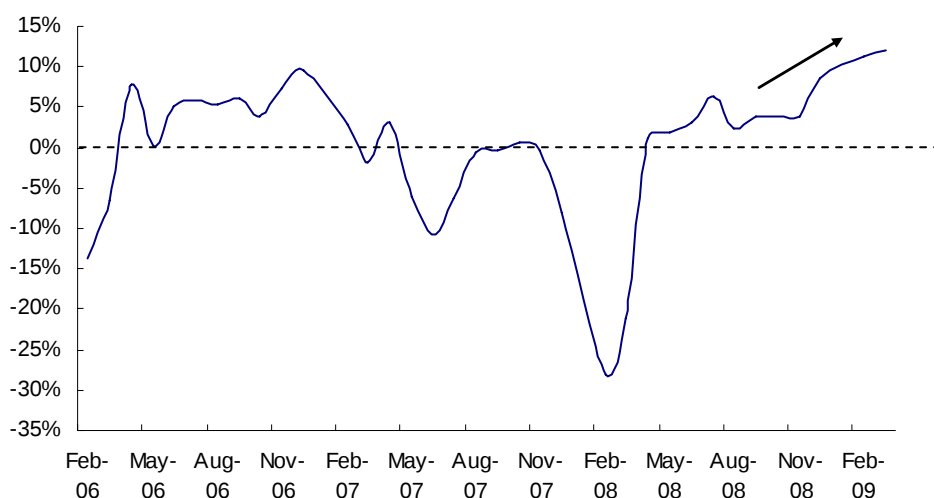
资料来源：全省公路工作会议资料，贵州省政府工作报告，招商证券研发中心

（2）高铁建设加速进行。

除公路投资高速增长外,总投资858亿元的贵阳-广州高速铁路也于去年10月开工建设,贵州境内长度306公里,投资310亿元。此外,贵阳至成都、重庆、长沙、昆明、南宁五条快速铁路已被正式纳入2008年调整的《国家中长期铁路网规划》,2009年上半年,贵州省将力争开工建设贵阳至重庆,贵阳至成都的快速铁路,下半年力争开工建设贵阳至昆明、贵阳至长沙的快速铁路。这4条高速铁路总里程超过1500公里,4条铁路总投资将超过1500亿元。这无疑也将大大拉动民爆产品的需求。

（3）贵州力争2010建成南方能源基地,煤炭开采有望加速。

贵州素有“西南煤海”支撑,煤炭资源丰富和水利资源,为贵州建成南方能源基地和“西电东送”的重要基地奠定了坚实的基础。按照贵州煤炭行业的发展规划,到2010年全省煤炭产量将达到1.5亿吨以上,而2008年贵州省煤炭产量为1.18亿吨,如果要实现2010年的目标,09、10年全省煤炭产量年均增速将达到12.7%,高于历年平均水平。而最新数据也显示,贵州省09年1-2月份和1-3月份累计煤炭产量增速分别达到11.2%和11.9%,有快速回暖的势头,如果这一势头得以延续,民爆行业将受益明显。

图 7、贵州省月度累计原煤产量同比增速


资料来源：中国煤炭资源网，招商证券研发中心

3、盈利预测

我们的盈利预测基于如下基本假设：

- **粉乳炸药处于大力推广阶段，但满负荷尚需时日。**公司 07 年、08 年炸药总产量分别为 6.8 万吨和 7.3 万吨，这两年管类和索类产量均分别为 7000 万发和 5000 万米左右。但完全淘汰铵梯炸药、火雷管和导火索后，公司新建炸药和管索产能大都已满负荷投产，仅有 9855 厂和久联化工共计 2 万吨粉乳炸药由于处于新产品推广阶段而开工不足，目前开工率为 60%左右，但公司正在大力推广该产品，我们预计年内达到平均 70%的开工并不困难，且公司计划将 HLC 粉乳生产线技改扩产至 1.2 万吨产能。此外，该生产线与乳化炸药前阶段部分相同，随时可转产乳化炸药。
- **加紧建设现场混装炸药产能和分公司。**目前混装车归子公司新联爆破工程公司管理，产能 6000 吨，产品自产自用，暂时没有外售，预计 09 年暂不体现为盈利产能，但公司正加紧建设现场混装炸药分公司以加强混装炸药的推广，12000 吨生产能力已获批准。预计明年混装炸药将体现为输出产能，直接贡献盈利。
- **公司电雷管技术先进，产能仍在增长，导爆管雷管省内独此一家。**目前公司刚性药头钝感电雷管产能 3000 万发，非刚性药头电雷管产能 1500 万发，导爆管雷管产能 1000 万发，目前正在进行将刚性药头钝感电雷管产能扩至 5000 万发的技改。
- **技改和当地厂商的竞争使甘肃子公司产品售价较低，且产销量暂难增长。**目前甘肃久联的销售公司还在扩展之中，尚未形成如贵州省内联营公司的垄断地位，市场占有率在 50%左右，因此产品售价与国拨价持平，暂无法向上限浮动。此外由于公司整合的甘肃民爆企业生产线落后，技改仍在持续进行，也影响了产能的释放。因此我们预计，今明年甘肃公司产品产量将基本保持稳定。
- **根据披露和调研信息，我们回溯估算了 07、08 年公司炸药、管类和索类产品的产量、均价及各子公司的毛利率。**并以此为参考依据之一进一步预测了未来三年的收入结构和毛利率。

表 2、久联发展销售收入结构预测

			2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
产量	贵州	粉状乳化炸药 (万吨)			1.4	1.6	1.6
		乳化炸药 (万吨)			1.8	2	2.2
		铵油炸药 (万吨)	4.9	4.7	2.2	2.2	2.2
		改性铵油炸药 (万吨)			0.8	1	1.2
		现场混装炸药 (万吨)			0	0.6	1
		刚性药头钝感电雷管 (万发)			4000	5000	6000
		非刚性药头电雷管 (万发)	6100	5700	1200	1500	1500
		导爆管雷管 (万发)			800	1000	1000
		索类 (万米)	5700	4900	5300	6000	6500
	甘肃	各类炸药 (万吨)	1.9	2.6	2.4	2.6	2.8
		管类 (万发)	1778	1158	2000	2500	3000
		震源药柱 (吨)	683	368	400	400	400
价格	贵州	粉状乳化炸药 (元/吨)			6881	6881	6881
		乳化炸药 (元/吨)			5927	5927	5927
		铵油炸药 (元/吨)	4372	4947	5280	5280	5280
		改性铵油炸药 (元/吨)			5984	5984	5984
		现场混装炸药 (元/吨)			5610	5610	5610
		刚性药头钝感电雷管 (元/发)			1.14	1.14	1.14
		非刚性药头电雷管 (元/发)	0.79	1.1	1.48	1.48	1.48
		导爆管雷管 (元/发)			1.34	1.34	1.34
		索类 (元/米)	0.38	0.45	0.57	0.59	0.57
	甘肃	各类炸药 (元/吨)	4164	4711	5094	5094	5094
		管类 (元/发)	0.75	1.05	1.30	1.30	1.30
		震源药柱 (元/吨)	20000	21800	26000	26000	26000
销售收入 (万元)	贵州	粉状乳化炸药			9633	11010	11010
		乳化炸药			10669	11854	13039
		铵油炸药	21423	23251	11616	11616	11616
		改性铵油炸药			4787	5984	7181
		现场混装炸药			0	3366	5610
		电雷管			4560	5700	6840
		非刚性摇头电雷管	4819	6270	1776	2220	2220
		导爆管雷管			1072	1340	1340
		索类	2166	2205	3021	3540	3705
	甘肃	各类炸药	7911	12250	12226	13245	14263
		管类	1338	1214	2600	3250	3900
		震源药柱	1366	803	1040	1040	1040
分公司数据	母公司收入		18871	22172	31863	39485	44919
	毛利率		30.8%	30.7%	34.5%	34.0%	34.0%
	贵阳久联收入		9885	11734	15864	17144	18265
	毛利率		36.0%	35.0%	38.0%	37.0%	37.0%
	通过联营公司销售的其他公司产品收入		17067	25504	26514	31487	35210
	毛利率		13.2%	17.5%	15.7%	15.3%	15.3%
	新联爆破工程公司收入		5124	5708	7420	8904	10685
	毛利率		21.40%	20.30%	20.00%	20.00%	20.00%
	甘肃久联销售收入		10615	14266	15866	17535	19203
	毛利率		29.7%	24.6%	26.0%	26.0%	26.0%
	合并总收入		65529	85989	103633	121854	136587
	合并毛利率		30.3%	31.0%	31.7%	31.4%	31.4%

资料来源：招商证券研发中心

注：1. 联营公司包销母公司和久联在贵州销售的所有产品，根据贵州省物价局规定，终端销售价格=出厂价格×（1+销售费率）+进货运杂费，实际已较大幅度超过国拨价上浮 15% 的限制。2. 假设 07、08 年通过联营公司销售久联产品的收入=（母公司收入+贵阳久联收入-省外收入）×（1+联营公司毛利率）。

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	655	860	1036	1219	1366
营业成本	457	593	707	836	937
营业税金及附加	6	8	10	12	14
营业费用	28	39	44	51	57
管理费用	88	124	145	171	188
财务费用	5	8	8	8	8
资产减值损失	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	5	5	6
营业利润	71	86	127	146	167
营业外收入	7	8	3	3	3
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	75	91	130	149	170
所得税	19	21	25	27	31
净利润	55	71	105	122	139
少数股东损益	18	33	36	40	46
母公司所有者净利润	38	38	69	82	93
EPS（元）	0.34	0.31	0.57	0.68	0.77

资料来源：招商证券研发中心

4、估值与投资建议

我们预测公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.57，0.68 和 0.77 元，民爆行业政策壁垒很高，而公司作为区域龙头，市场份额处于垄断地位，加上未来几年国家基建投资将大幅增长，使公司业绩较有保障，具有较好的抵御经济周期的能力，但公司甘肃地区的整合进度仍存在不确定性。我们按照公司 09 年 25 倍的 PE 估值，对应目标价 14.3 元，首次给与“审慎推荐-A”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	369	468	570	685	818
现金	174	210	316	386	483
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	5	6	7	8
应收款项	87	113	105	123	138
其它应收款	30	30	36	43	48
存货	51	74	71	84	94
其他	21	37	35	42	47
非流动资产	423	468	489	527	546
长期股权投资	13	7	7	7	7
固定资产	234	252	249	256	258
无形资产	113	120	120	120	108
其他	63	90	113	144	174
资产总计	792	937	1059	1212	1364
流动负债	274	357	395	449	490
短期借款	105	144	150	160	170
应付账款	50	79	64	75	84
预收账款	13	23	42	50	56
其他	105	111	139	163	179
长期负债	4	5	5	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	5	5	6	6
负债合计	278	361	399	455	496
股本	110	121	121	121	121
资本公积金	235	224	224	224	224
留存收益	88	128	177	234	299
少数股东权益	81	102	138	178	224
母公司所有者权益	433	473	522	579	644
负债及权益合计	792	937	1059	1212	1364

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	62	85	167	145	177
净利润			69	82	93
折旧摊销			23	23	35
财务费用			8	8	8
投资收益			(5)	(5)	(6)
营运资金变动			38	(3)	(6)
其它			34	41	53
投资活动现金流	(103)	(59)	(43)	(60)	(60)
资本支出			(50)	(60)	(60)
其他投资			7	0	0
筹资活动现金流	(36)	10	(18)	(16)	(20)
借款变动			6	10	10
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(21)	(25)	(28)
其他			(3)	(1)	(2)
现金净增加额	(77)	36	107	70	97

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	655	860	1036	1219	1366
营业成本	457	593	707	836	937
营业税金及附加	6	8	10	12	14
营业费用	28	39	44	51	57
管理费用	88	124	145	171	188
财务费用	5	8	8	8	8
资产减值损失	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	5	5	6
营业利润	71	86	127	146	167
营业外收入	7	8	3	3	3
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	75	91	130	149	170
所得税	19	21	25	27	31
净利润	55	71	105	122	139
少数股东损益	18	33	36	40	46
母公司所有者净利润	38	38	69	82	93
EPS (元)	0.34	0.31	0.57	0.68	0.77

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	31%	21%	18%	12%
营业利润	-9%	21%	47%	15%	15%
净利润	-6%	1%	83%	18%	14%
获利能力					
毛利率	30.3%	31.0%	31.7%	31.4%	31.4%
净利率	5.7%	4.4%	6.7%	6.7%	6.8%
ROE	8.7%	8.0%	13.3%	14.1%	14.5%
ROIC	9.1%	10.1%	13.5%	13.7%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	38.6%	37.7%	37.5%	36.3%
净负债比率	13.3%	15.3%	14.2%	13.2%	12.5%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	9.9	9.5	9.8	10.8	10.6
应收帐款周转率	8.5	8.6	9.5	10.7	10.4
应付帐款周转率	10.9	9.2	9.9	12.0	11.7
每股资料(元)					
每股收益	0.34	0.31	0.57	0.68	0.77
每股经营现金	0.57	0.70	1.38	1.20	1.46
每股净资产	3.93	3.91	4.31	4.78	5.32
每股股利	0.05	0.10	0.17	0.20	0.23
估值比率					
PE	37.4	40.8	22.3	18.9	16.5
PB	3.2	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	18.7	15.4	11.2	10.0	8.4

分析师简介

张志宏，北京大学生物化学专业硕士，3 年医药、化工行业研究经历，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

廖振华，上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。