

滚滚红尘

新股分析报告

上市首日定价区间:

5.40 - 6.20 元

报告日期: 2011-06-18

报告关键点:

- 📖 子午线轮胎市场广阔
- 📖 公司竞争优势突出
- 📖 合理价值区间: 5.4元-6.2元

报告摘要:

- 公司简介: 公司以“全钢载重子午线轮胎生产制造技术软件”为基础,其特有非专利技术覆盖了全钢、半钢、工程胎及轮胎循环利用等多种业务领域。公司的收入来源还包括向外输出较为成熟的轮胎生产技术和翻新旧胎及材料的轮胎循环销售业务两大部分。公司2008年,2009年,2010年营业收入分别为18.75亿元,25.47亿元和40.5亿元。净利润分别为0.26亿元,1.24亿元,1.13亿元,复合增长率为107.5%。
- 子午线轮胎市场广阔: 中国轮胎行业起步虽晚,但发展迅速,目前已成为全球增长最快的轮胎市场。汽车工业和交通运输业的发展都将对轮胎产生大量需求,特别是高档汽车和高速公路的飞速发展,将明显提高子午胎的市场需求。预计到2015年末,国内轮胎需求量将达到4.2亿条。全球轮胎市场目前正处于恢复发展期,2011年和2012年全球轮胎需求量预计将达到13.77亿条和14.64亿条。
- 公司竞争优势突出: 公司在生产工艺及配方技术方面的优势明显,拥有包括全钢子午胎技术、半钢子午胎技术、工程子午胎技术、翻新胎及翻新材料技术等四大类,涵盖配方、密炼、压延、成型等轮胎生产制造全流程的专有技术。公司在国内率先创建了“产业链循环经济发展模式”,在生产环节,公司通过管控一体化网络系统,实现了对轮胎全生命周期信息的追溯,保证了产品质量均一性;在销售环节,公司在国内已经完成30个省市替换胎市场布局;在循环利用环节,公司通过轮胎翻新、提供翻新材料等循环利用业务,促进了新胎的销售,而新胎的销售又带动了轮胎循环利用业务的发展。
- 盈利预测: 我们预测公司2011、2012和2013年摊薄后的每股收益分别为0.42元、0.69元和0.82元。按2011年摊薄EPS0.42元,公司的合理价值区间为5.4—6.2元。
- 风险提示: 出口退税政策风险,贸易壁垒风险

发行数据

总股本(万股)	28,000
发行数量(万股)	9,800
网下发行(万股)	1,960
网上发行(万股)	7,840
保荐机构	西南证券股份有限公司
发行日期	2011-06-22
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

其他股东	42.58%
杜玉岱	11.84%
软控股份有限公司	8.13%
三橡有限公司	7.18%
青岛雁山集团有限公司	6.10%
陈金霞	6.10%
孙戈	5.29%
何东翰	4.64%
延金芬	4.07%
吴凡	4.07%

刘军

 021-68766167
 执业证书编号
谭志勇
 021-68765172
 执业证书编号

首席行业分析师

 liujun@essence.com.cn
 S1450511020010
行业分析师
 tanzy2@essence.com.cn
 S1450511020017

报告联系人

贾鹏

 021-68765906
 jiapeng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,546.8	4,050.2	5,378.7	6,529.7	7,868.3
Growth(%)	35.8%	59.0%	32.8%	21.4%	20.5%
净利润	124.4	113.3	156.7	261.6	310.7
Growth(%)	372.9%	-8.9%	38.4%	66.9%	18.8%
毛利率(%)	12.8%	8.4%	9.8%	10.8%	10.6%
净利润率(%)	4.9%	2.8%	2.9%	4.0%	3.9%
每股收益(元)	0.33	0.30	0.42	0.69	0.82
每股净资产(元)	2.64	2.94	4.81	5.44	6.19
净资产收益率(%)	12.5%	10.2%	9.6%	14.1%	14.8%
ROIC(%)	16.2%	12.9%	9.7%	10.1%	10.7%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 基本情况

赛轮股份以“全钢载重子午线轮胎生产制造技术软件”为基础，其特有非专利技术覆盖了全钢、半钢、工程胎及轮胎循环利用等多种业务领域。经自主研发，公司在行业中率先拥有了全流程信息化生产技术，有效提高了生产效率。除经营轮胎生产销售业务之外，公司的收入来源还包括向外输出较为成熟的轮胎生产技术和翻新旧胎及材料的轮胎循环销售业务两大部分。

公司是行业内首家采用信息化技术控制生产全过程的企业，也是独具产学研特色的高新技术企业。目前，公司拥有国内企业中最大的子午线轮胎技术输出规模。公司成立 8 年来，在子午线轮胎产值、产量、出口交货量以及销售收入等方面均取得了优良的业绩。根据中国橡胶工业协会轮胎分会公布的 43 家会员企业 2010 年统计数据，公司相关指标排名情况如下：

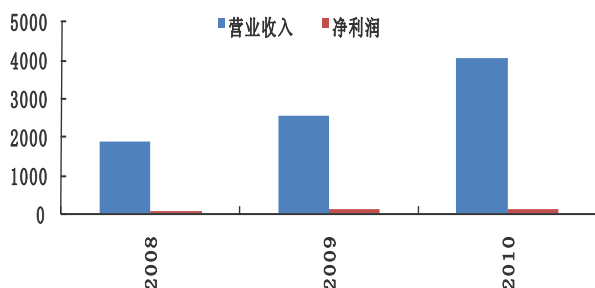
表1: 企业在行业内排名

分类	分类轮胎产值	子午线轮胎产量	子午线轮胎出口交货量	销售收入
33 家内资会员企业中排名	10	5	5	11
43 家会员企业中排名	13	10	7	15

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

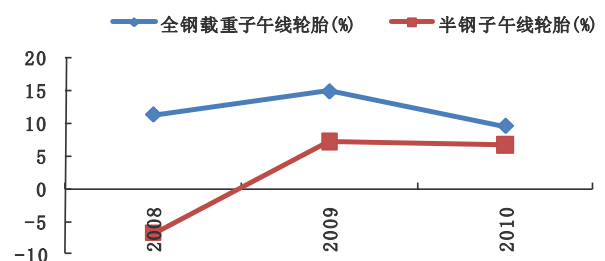
公司 2008 年, 2009 年, 2010 年营业收入分别为 18.75 亿元, 25.47 亿元和 40.5 亿元。净利润分别为 0.26 亿元, 1.24 亿元, 1.13 亿元, 复合增长率为 107.5%。

图 1 营业收入及净利润 百万元



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 2 产品毛利率

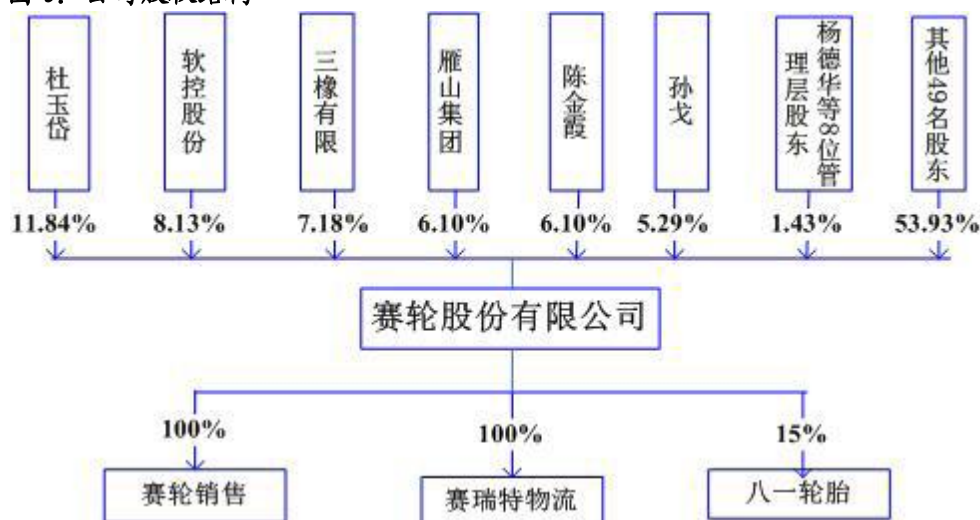


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

1.2. 股权结构

公司发行前总股本为 28,000 万股，拟向社会公开发行普通股不超过 9,800 万股。公司股权结构较为分散。

图 3：公司股权结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

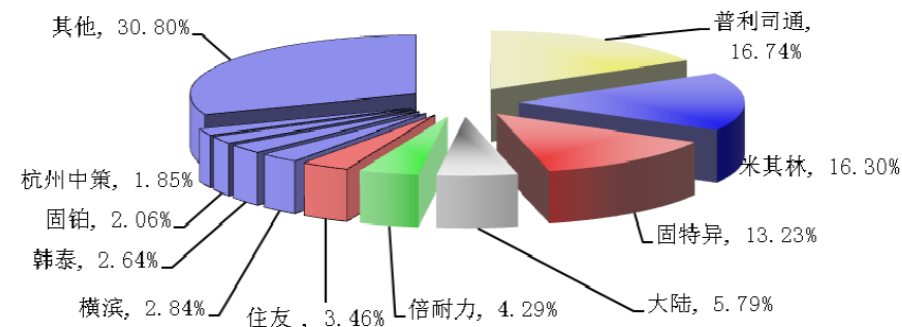
2. 子午线轮胎市场迅速扩大

轮胎是地面车辆最重要的一部分，能减少不规则路面造成的震荡，保护车轮，改善驾驶性能。轮胎按结构可分为斜交轮胎和子午线轮胎。子午线轮胎由于节能、安全、寿命长、舒适等优势，已经成为目前轮胎市场的主流产品。子午线轮胎又可细分为全钢丝子午线轮胎和半钢丝子午线轮胎两大类。全钢丝子午线轮胎的胎体和带束层均由钢丝帘线构成，主要应用在载重轮胎上；半钢丝子午线轮胎的胎体由纤维帘布构成，带束层由钢丝帘线构成，主要应用于轿车轮胎和轻卡轮胎上。

自1845年制造出生胶实心轮胎，世界轮胎工业至今已有160多年历史了。1885年，邓禄普发明有内胎的充气轮胎，成为世界轮胎的第一次技术革命；1948年，米其林发明了子午线轮胎，成为轮胎的第二次技术革命。目前，世界轮胎产业已进入稳定发展期，发达国家已基本完成轮胎的子午化。

由于以子午胎为代表的轮胎工业属于技术密集型同时也是劳动密集型产业，世界轮胎行业市场集中度较高，行业排名前三的普利司通、米其林、固特异占据了约46%左右的市场份额，行业前10名企业的市场份额约为69%。轮胎行业的格局也较为稳定，从1996年至2010年间，行业排名前三的企业市场份额一直保持在40%以上，而行业75强的收入占比一直保持在96%-98%之间。随着发达国家劳动力成本增加和各国产业政策的变化，全球轮胎工业的发展重心和投资热点正在向发展中国家转移。一方面，亚洲是轮胎生产原材料天然橡胶的重要产地；另一方面，中国轮胎产业已经具备一定规模。因此，我国将成为国际轮胎产业转移的重点地区。从2003年至2009年我国轮胎出口量的年均增长率达27.35%。

图 4：2010 年全球轮胎市场份额分布

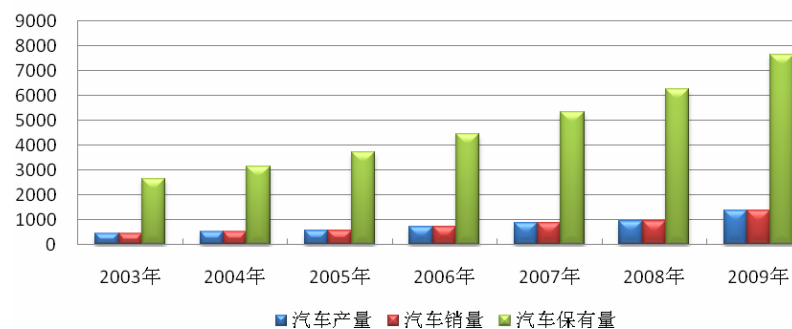
2010年全球轮胎市场份额分布


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

中国轮胎行业起步虽晚，但发展迅速，目前已成为全球增长最快的轮胎市场。交通运输业、汽车行业和轮胎行业紧密相连，此两行业的增长带动了轮胎行业的迅猛发展。高速公路总里程的扩展、城市化进程加快将极大地促进交通运输业的发展；同时，汽车工业作为国民经济的重要产业，国家将继续培育以私人消费市场为主的汽车市场，从而拉动与其密切相关的轮胎行业的发展。

据“十一五”规划，国家将优先发展交通运输业。2010年末，我国公路网总里程达到398.4万公里，五年新增63.9万公里，其中高速公路7.4万公里，位居世界第二位。高速公路总里程的扩展将极大地促进交通运输业的发展，也将促进我国轮胎工业的高速发展。

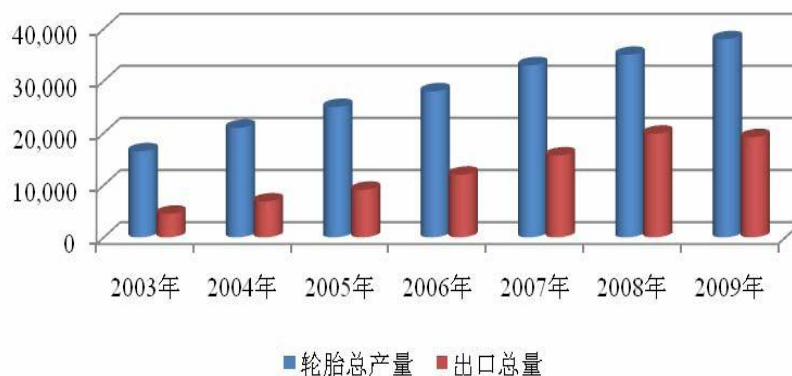
汽车工业方面，2010年中国汽车产销量分别为1,826.47万辆和1,806.19万辆，分别同比增长32.44%和32.37%，不仅蝉联世界第一，而且创全球历史新高。尽管如此，我国汽车的千人保有量还远低于发达国家，且我国汽车工业仍处于成长期，未来还有很大潜力。不断增长的汽车保有量，将为轮胎市场的发展提供广阔空间。2003-2009年的汽车产销量及保有量如下图所示：

图 5：中国汽车产销量及保有量
2003-2009年中国汽车产销量及保有量


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

近年来我国轮胎产业保持了较快的增长速度。受以汽车工业和交通运输业为代表的下游行业发展的带动，预计到2015年末，国内轮胎需求量将达到4.2亿条。据中国橡胶工业协会统计，2003-2009年我国轮胎总产量和总出口情况如下：

图 6：轮胎总产量及出口量

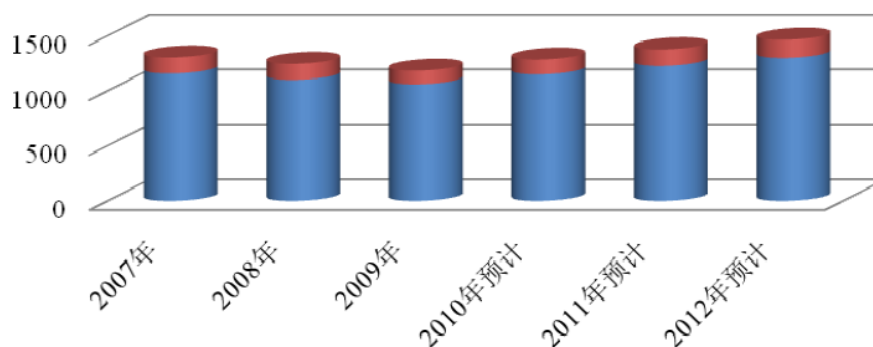


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

汽车工业和交通运输业的发展都将对轮胎产生大量需求，特别是高档汽车和高速公路的飞速发展，将明显提高子午胎的市场需求。据石油和化学工业规划院副总工程师李家伟预计，到2015年末，国内轮胎需求量将达到4.2亿条。从全球市场看，全球轮胎市场目前正处于恢复发展期，2011年和2012年全球轮胎需求量预计将达到13.77亿条和14.64亿条。

图 7：全球需求预测

2010-2012年全球市场需求预测



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

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		2007	2008	2009
盈利能力	ROE	5.0%	12.5%	10.2%
	毛利率	8.7%	12.8%	8.4%
	期间费用率	7.0%	6.8%	5.2%
偿债能力	流动比率	0.70	0.79	0.86
	速动比率	0.44	0.57	0.55

	资产负债率	73.7%	66.5%	71.8%
营运能力	应收账款周 转率	13.96	13.04	18.28
	存货周转率	6.71	6.62	6.57
	每股经营活 动现金流	0.20	1.01	-1.03
成长能力	EPS	0.07	0.33	0.30

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. 技术及研发优势

轮胎制造企业中，生产工艺及配方技术属于最核心的技术。公司在生产工艺及配方技术方面的优势明显，拥有包括全钢子午胎技术、半钢子午胎技术、工程子午胎技术、翻新胎及翻新材料技术等四大类，涵盖配方、密炼、压延、成型等轮胎生产制造全流程的专有技术。

公司坚持产学研结合，与青岛科技大学、山东省橡胶行业技术中心、国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心等高等院校、科研院所建立了长期科研合作关系。公司所处的青岛一直被誉为中国的橡胶城，在青岛周边地区已经形成以橡胶生产为中心的产业集群，在人才、信息、物流、采购等各方面具有明显的地域优势。

3.2.2. 管理优势

公司率先在轮胎行业建立管控一体化网络系统，以信息技术与工业化应用、行业经验相融合，实现对轮胎研发、经营、生产等全过程的集成控制管理。通过对生产关键环节信息的自动采集、存储分析和工艺流程远程实时集中监控，实现可持续的工艺优化和产品研发，确保生产的每一条轮胎全程信息追溯，将轮胎生产过程中的不确定因素排除、保障产品质量的均一性和可追溯性。信息化的应用大大减少了生产过程中的人为因素干扰，降低了生产成本，提高了产品质量，从而保证了产品质量的稳定性和均一性。

3.2.3. 产业链优势

公司在国内率先创建了“产业链循环经济发展模式”，具体可以归纳为如下产业链条：产学研结合的技术研发机制——技术研发及技术输出——信息化管理生产轮胎产品——国内外市场营销网络建设——轮胎循环利用产业。

在研发及技术转让环节，公司通过自主研发、合作开发等模式，提高科研实力及技术水平；同时，将已经成熟的工艺技术进行向外输出。在生产环节，公司通过管控一体化网络系统，实现了对轮胎全生命周期信息的追溯，保证了产品质量均一性。在销售环节，公司在国内已经完成30个省市替换胎市场布局，并采取细分市场战略，以技术优势扩大国内市场份额。在国际市场，与高端经销商结成战略联盟，带动公司快速稳定发展。在循环利用环节，公司通过轮胎翻新、提供翻新材料等循环利用业务，促进了新胎的销售，而新胎的销售又带动了轮胎循环利用业务的发展，达到了“以旧促新，以新带旧”的目的，最终提升了公司整体竞争力及品牌知名度，实现了循环利用商业模式创新。

4. 募投项目分析

为充分发挥公司的核心竞争力，公司2010年第二次临时股东大会审议批准，拟将本次公开发行股票所募集的资金全部投资于以下项目的建设：

表3：募投项目

单位：万元

序号	项目名称	项目备案情况	备案号	项目总投资	已投入资金	募集资金投入
1	技术研发中心项目	青岛经济技术开发区发展和改革委员会	青开发发改【2008】第25号；青开发改审[2009]106号；青开发改审[2011]18号	5,000	-	5,000
2	年产1,000万条半钢子午胎项目	青岛市发展和改革委员会	青发改工业备【2008】21号	107,353	52,066.94	55,286.06
合计				112,353	52,066.94	60,286.06

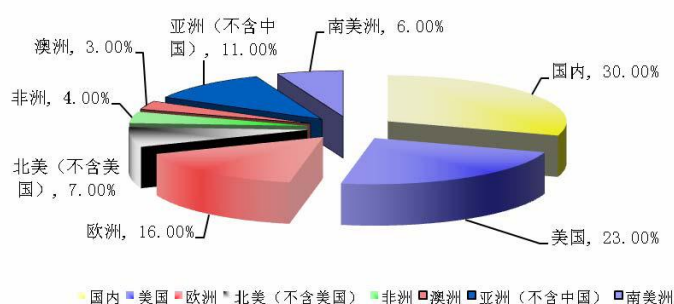
数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

技术研发中心建成后将拥有先进的试验仪器和设备，包括从国外引进的轮胎滚动阻力试验机、轮胎噪声试验机、动态粘弹谱仪等，能显著增强公司的技术研发能力。

年产1,000万条半钢子午胎项目总投资预算为107,353万元，预计在2011年末达到1,000万条的产能。此项目达产后，公司将结合公司发展战略及市场状况确定是否进行半钢胎产能扩张，同时还会根据不同区域产品结构的盈利能力及战略布局等因素适当调配半钢胎的具体市场分布。预计达产后市场布局及产品结构如下图所示：

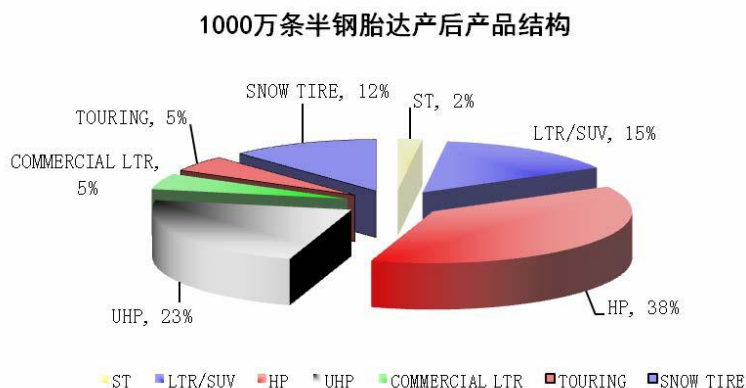
图8：达产后市场布局

2012年半钢项目达产后市场布局



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 9: 达产后产品结构



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

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 2011、2012 和 2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.42 元、0.69 元和 0.82 元。

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 家主板上市公司, 另一个是轮胎类上市公司。预测 2011 公司摊薄计算的 EPS 为 0.42 元, 公司的合理价值区间为 5.4-6.2 元。

表 5 主板上市公司估值水平一览

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10	备注
601199	江南水务	18.80	54.26	16.90	58	自来水
601158	重庆水务	6.98	51.67	39.60	35	0
601233	桐昆股份	27.00	11.82	8.16	12	涤纶长丝
601113	华鼎锦纶	14.00	19.98	11.69	41	锦纶丝 DTY
601311	骆驼股份	18.60	19.27	9.90	30	汽车起动电池
平均			44.31	32.32	34	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

表 6 轮胎类上市公司估值水平一览 截止日期: 2011-6-16

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10A	PE 11E	PS	PB	备注
600469	风神股份	11.44	13.65	1.88	25	17	0	2	子午胎
002073	软控股份	21.95	41.55	24.95	39	28	8	7	成型机系统
000599	青岛双星	5.79	7.74	0.63	11	11	0	2	轮胎
600182	S 佳通	9.37	11.60	2.98	36	28	1	6	轮胎
600660	福耀玻璃	9.93	40.42	21.01	11	10	2	3	汽车用玻璃
平均			31.35	15.72	20	16	3	4	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 原材料价格风险

天然橡胶作为轮胎生产的主要原材料，占公司轮胎产品生产成本的30-40%左右，近年来其价格受气候、供需、汇率等因素的影响，呈大幅波动态势。公司为应对天然橡胶、合成橡胶等原材料价格的上涨采取了一系列的应对措施，例如调整产品销售价格、调整产品结构、降低天然橡胶用量与采购成本等多种措施。但若未来天然橡胶、合成橡胶价格继续上涨，公司将面临由此带来的产品生产成本上升的风险。

6.2. 出口退税政策风险

公司享受国家对于生产企业出口货物增值税“免、抵、退”的税收优惠政策，近三年，公司出口销售收入平均占同期营业收入的31.19%。2007年，财政部、国家税务总局发布《关于调低部分商品出口退税率的通知》，使得当年公司出口的轮胎的退税率由原来的13%下调至5%，少退增值税593.95万元。2008年轮胎出口退税率由5%提高到9%。虽然公司可以针对出口退税变化情况调整公司的出口产品的价格，但今后出口退税政策变动仍可能对公司利润产生一定影响。

6.3. 贸易壁垒风险

2001年以来，美国、澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印度等国家以及欧盟地区对我国的轮胎出口发起过反倾销调查或者通过提高准入门槛限制了我国轮胎的出口。虽然，公司依托技术、产品优势在一定程度上避免了技术壁垒的限制，如通过美国DOT认证、欧盟ECE认证、巴西INMETRO认证等权威认证，有助于公司产品跨越技术壁垒，顺利进入国际市场；公司S605全钢胎通过美国SmartWay认证（中国仅有2个品牌产品获此认证），为提高公司产品在美国市场的竞争力打下基础；并通过主动调整、开拓市场，在一定程度上减少了贸易保护政策对公司出口业务的影响。但是，不排除各国继续采取更加严厉的贸易保护措施，从而使我国轮胎行业出口面临市场准入标准不断提高的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/6/15		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2,546.8	4,050.2	5,378.7	6,529.7	7,868.3	营业收入增长率	35.8%	59.0%	32.8%	21.4%	20.5%
减: 营业成本	2,221.5	3,711.9	4,851.6	5,824.5	7,034.3	营业利润增长率	398.4%	-12.2%	62.2%	68.9%	18.2%
营业税费	5.0	1.4	2.7	3.3	3.9	净利润增长率	372.9%	-8.9%	38.4%	66.9%	18.8%
销售费用	72.5	95.7	134.5	163.2	196.7	EBITDA 增长率	140.0%	6.9%	20.8%	46.4%	14.2%
管理费用	67.3	87.9	156.0	163.2	196.7	EBIT 增长率	240.2%	-13.6%	55.6%	60.5%	16.3%
财务费用	32.3	25.9	32.1	34.5	33.6	NOPLAT 增长率	219.7%	-11.2%	44.7%	58.9%	16.8%
资产减值损失	6.5	3.0	-	-	-	投资资本增长率	11.4%	93.5%	51.4%	10.2%	8.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	91.5%	11.4%	63.7%	13.1%	13.8%
投资和汇兑收益	-0.1	0.1	-	-	-						
营业利润	141.7	124.5	201.9	341.0	403.1	利润率					
加: 营业外净收支	4.9	5.8	3.0	1.0	3.0	毛利率	12.8%	8.4%	9.8%	10.8%	10.6%
利润总额	146.5	130.3	204.9	342.0	406.1	营业利润率	5.6%	3.1%	3.8%	5.2%	5.1%
减: 所得税	22.2	17.0	30.7	51.3	60.9	净利润率	4.9%	2.8%	2.9%	4.0%	3.9%
净利润	124.4	113.3	156.7	261.6	310.7	EBITDA/营业收入	9.9%	6.6%	6.0%	7.3%	6.9%
资产负债表						EBIT/营业收入	6.8%	3.7%	4.4%	5.8%	5.6%
货币资金	510.8	559.1	430.3	522.4	629.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	105	100	91	77
应收账款	265.6	231.3	501.0	608.2	732.9	流动营业资本周转天数	-21	12	65	85	84
应收票据	166.9	466.4	589.4	715.6	862.3	流动资产周转天数	176	170	170	169	168
预付账款	133.7	211.4	216.2	222.0	229.1	应收账款周转天数	28	20	22	27	27
存货	409.4	817.4	1,063.4	1,276.6	1,541.8	存货周转天数	54	55	63	65	64
其他流动资产	50.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	351	308	285	268	251
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	145	141	175	183	166
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	30.0	60.0	-	-	-	ROE	12.5%	10.2%	9.6%	14.1%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	2.9%	3.8%	5.6%	5.9%
固定资产	997.6	1,370.0	1,627.7	1,681.0	1,677.9	ROIC	16.2%	12.9%	9.7%	10.1%	10.7%
在建工程	300.5	81.9	81.9	81.9	81.9	费用率					
无形资产	43.5	56.3	52.5	49.0	45.7	销售费用率	2.8%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	72.2	92.8	5.0	5.0	5.0	管理费用率	2.6%	2.2%	2.9%	2.5%	2.5%
资产总额	2,980.3	3,946.5	4,567.5	5,161.7	5,806.1	财务费用率	1.3%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
短期债务	537.7	1,437.1	1,162.7	1,246.8	1,269.9	三费/营业收入	6.8%	5.2%	6.0%	5.5%	5.4%
应付账款	760.5	885.6	1,355.8	1,627.7	1,965.7	偿债能力					
应付票据	472.4	357.1	-	-	-	资产负债率	66.5%	71.8%	60.2%	60.2%	59.7%
其他流动负债	60.1	-50.5	38.0	38.0	39.0	负债权益比	198.7%	255.2%	151.2%	151.0%	148.1%
长期借款	-	170.0	170.0	170.0	170.0	流动比率	0.79	0.86	1.09	1.15	1.22
其他非流动负债	28.8	20.6	20.6	20.6	20.6	速动比率	0.57	0.55	0.68	0.71	0.75
负债总额	1,982.5	2,835.5	2,749.1	3,105.1	3,466.3	利息保障倍数	5.39	5.80	7.29	10.89	13.01
少数股东权益	-	-	17.4	46.5	81.0	分红指标					
股本	280.0	280.0	378.0	378.0	378.0	DPS(元)	-	-	0.15	0.14	0.16
留存收益	717.8	831.0	1,422.9	1,632.2	1,880.8	分红比率	0.0%	0.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	997.8	1,111.0	1,818.3	2,056.7	2,339.8	股息收益率					
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	124.4	113.3	156.7	261.6	310.7	EPS(元)	0.33	0.30	0.41	0.69	0.82
加: 折旧和摊销	102.0	165.0	91.0	100.2	106.3	BVPS(元)	2.64	2.94	4.81	5.44	6.19
资产减值准备	4.3	-2.4	-	-	-	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	28.2	33.0	32.7	32.1	34.5	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	0.1	-0.1	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	17.4	29.1	34.5	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	93.6	-657.1	-347.9	-180.5	-204.5	CAGR(%)	32.7%	45.0%	75.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	381.1	-390.4	-50.7	244.9	280.6	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-322.8	-474.7	-290.0	-150.0	-100.0	ROIC/WACC	3.7	3.0	2.2	2.3	2.5
融资活动产生现金流量	272.7	915.8	216.0	-2.8	-72.5	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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;
增持 — 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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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: 200123

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