



上游搬迁促使募投项目股权转让

中性调低

投资要点:

- 募投项目股权转让, 获 3500 万元投资收益
- 下调未来 3 年盈利预测
- 公司的成长中风险因素相比同类企业要大

报告摘要:

事件:

- 由于中石化战略安排燕化公司将逐步搬迁至河北曹妃甸, 导致项目投资环境发生条件变化, 公司以 12500 万元转让燕山凯美特 60% 的股权, 本次转让将增加投资收益 3500 万元。

点评:

- 调整盈利预测。**由于公司将其持有燕山凯美特 60% 股权转让, 燕山凯美特将不再为企业持续贡献业绩, 投资收益 3500 万元计入本年度对外投资收益, 同时考虑到其他项目的盈利能力的兑现程度, 我们调整了公司 2011-2013 年的业绩, 预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.73、1.20、2.16 元/股。
- 对公司的理解与反思。**公司募投项目的 60% 股权转让, 虽然尚有 3500 万元的投资收益, 但总体上仍然不算成功, 而且公司受制于上游石化企业, 目前, 在我们看来, 这样的依附模式存在着较大的不确定性, 而且难以把握, 无论从公司层面还是投资层面, 也就是说, 公司虽然未来项目的增多可以持续贡献业绩, 但其中包含的风险因素实际上将大于同类加工企业, 所以给予的溢价将会被打折扣。
- 风险分析:**各项目进展低于预期、气源成本增长(这种可能性逐渐增加)及新进入者抢占市场份额(已经存在)、上游石化企业受环保因素影响(但公司已经围绕项目开始实施)。
- 业绩预测与投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73、1.20、2.16 元/股, 对应 PE 为 41X、25X、14X。我们重新评估了公司业绩成长中面临的风险, 以及公司受此事件影响所带来的业绩下调, 结合目前的市场环境(公司股价相对股指的变动幅度), 我们下调公司至中性评级。

主要经营指标	2011E	2012E	2013E	2014E
模型预测 EPS	0.73	1.00	1.35	1.48
主营业务新增净		2466	9768	17843
EPS 合计	0.73	1.20	2.16	2.97
市盈率 (PE)	41.05	24.76	13.78	10.04

化工研究组

分析师:

张延明 (S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 01088085610

zuguangping@hysec.com

联系人:

柴沁虎

电话: 01088085267

Email: chaiqinhu@hysec.com

股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20110630	6912	
20110331	2958	
20110217	593	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券 * 公司研究 * 凯美特气: 化工中的非周期、成长性股 * 002549 * 化工行业 * 张延明》, 2011.8
- 《宏源证券 * 公司研究 * 凯美特气: 节能减排主题下的高增长 * 002549 * 化工行业 * 张延明》, 2011.8
- 《宏源证券 * 公司研究 * 凯美特气: 区域布局谋大势 * 002549 * 化工行业 * 张延明》, 2011.5

模型预测部分（注：不包括新增部分）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	47	460	201	109	营业收入	121	162	293	404
应收款项	29	39	71	98	营业成本	34	59	112	170
存货净额	4	7	13	19	营业税金及附加	0	1	1	2
其他流动资产	2	2	4	6	销售费用	28	32	38	44
流动资产合计	82	509	289	232	管理费用	22	26	41	53
固定资产	254	440	804	1047	财务费用	5	(1)	(2)	(1)
无形资产及其他	8	8	7	7	投资收益	0	35	0	0
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	354	966	1110	1295	营业利润	31	80	102	136
短期借款及交易性金融负债	75	75	75	75	营业外净收支	15	20	36	50
应付款项	21	42	74	108	利润总额	46	100	138	185
其他流动负债	4	6	10	13	所得税费用	5	11	15	20
流动负债合计	100	124	159	196	少数股东损益	(1)	2	3	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	42	87	120	162
其他长期负债	14	14	14	14					
长期负债合计	14	14	14	14	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	114	138	173	211	净利润	42	87	120	162
少数股东权益	60	62	65	68	资产减值准备	(0)	(0)	0	0
股东权益	180	767	873	1017	折旧摊销	13	15	35	58
负债和股东权益总计	354	966	1110	1295	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	5	(1)	(2)	(1)
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(29)	9	(4)	3
每股收益	0.35	0.73	1.00	1.35	其它	(0)	2	3	3
每股红利	0.04	0.08	0.11	0.15	经营活动现金流	26	113	154	226
每股净资产	1.50	6.39	7.28	8.47	资本开支	(42)	(200)	(400)	(300)
ROIC	11%	9%	13%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	23%	11%	14%	16%	投资活动现金流	(42)	(200)	(400)	(300)
毛利率	72%	64%	62%	58%	权益性融资	0	510	0	0
EBIT Margin	30%	27%	34%	33%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	37%	46%	48%	支付股利、利息	(5)	(10)	(13)	(18)
收入增长	8%	34%	80%	38%	其它融资现金流	10	0	0	0
净利润增长率	23%	107%	37%	35%	融资活动现金流	1	500	(13)	(18)
资产负债率	49%	21%	21%	21%	现金净变动	(15)	413	(260)	(92)
息率	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	61	47	460	201
P/E	85.0	41.0	29.9	22.1	货币资金的期末余额	47	460	201	109
P/B	19.9	4.7	4.1	3.5	企业自由现金流	(21)	(136)	(280)	(119)
EV/EBITDA	74.4	62.6	27.6	19.7	权益自由现金流	(11)	(136)	(278)	(118)

资料来源：公司资料和宏源证券预测

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。