

政策支持，销售制胜！

研究结论

- **国内农药需求将保持稳定。**国内农药市场需求与 GDP 相关性较小，而与农产品种植面积更为相关。从目前国内情况和政策导向来看，农产品种植面积将保持稳定，再加上近几年病虫害发病面积一直呈上升趋势，预计未来几年国内的农药总需求将保持稳定增长。
- **农药制剂行业集中度可能迅速提高。**2007 年年底至今，国家陆续出台了一系列利于农药制剂行业整合的政策，其中提高新药注册费用以及对新建企业注册资本和环保投入的法规提高了农药制剂行业的进入门槛，影响了农药制剂行业的竞争格局，诺普信等龙头企业将从中受益，借鉴医药商业企业的经验，农药制剂行业的集中度有望迅速提高。
- **诺普信是国内规模最大的农药制剂企业。**公司注册地为深圳，产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大系列，是目前国内规模最大的农药制剂企业，也是国内最大的水基化制剂研发和生产基地，募投项目投产后，公司将拥有水基化制剂生产能力近 4 万吨，外加其它剂型生产能力，2009 年底公司将拥有各种剂型生产能力 6 万吨。
- **诺普信销售网络下沉策略得当，新增销售人员效果将在 2009 年释放。**诺普信针对我国幅员辽阔，地理条件、气候条件差异性较大，农作物种类繁多，病虫害发生情况千差万别等特点，积极施行销售网络下沉策略。我们认为该策略将提高公司的品牌影响力，5000 家基层中心店、50000 家直接服务零售店等目标一旦达成将大幅提高公司的销售能力。我们认为随着新招销售人员的逐步到位，其效益将在 2009 年开始体现。
- **短期内，诺普信毛利率将有所提高。**由于农民对农药制剂需求的低弹性诺普信的制剂价格将保持稳定，但由于受油价大幅下跌的影响，其原药成本可能下降。再考虑到新药注册成本提高后，制剂市场新药推出速度可能会受影响，进而可能推高新药毛利，由于公司在 2008 年抓住时机注册了 200 个左右新产品，近期内其新药推出速度将不受注册费用提高的影响，因此，我们预期诺普信毛利将有所提高。
- **预计公司 08 年、09 年和 10 年 EPS 分别为 0.55 元、0.82 元和 1.15 元，给予增持评级。**
- **风险因素：**销售网络下沉未收到预期效果，使得公司业绩未能如期增长。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

庄琰

化工行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2009 年 1 月 8 日) 19.48 元

目标价格 (12 个月) 22 元

总股本/A 股 (万股) 15600/15600

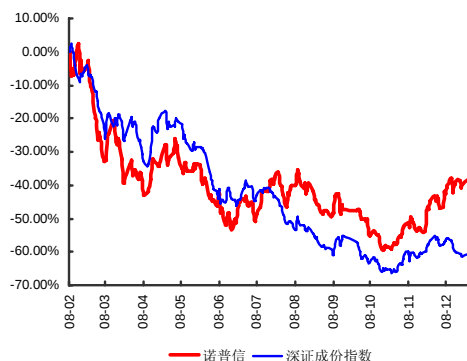
A 股市值 (百万元) 3038.88

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2009 年 1 月 9 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	15.53%	26.01%	-29.48%
相对表现 (%)	27.63%	28.08%	32.23%

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	722	1112	1335	1735
同比(%)	131%	54%	20%	30%
净利润	63	86	128	180
同比(%)	112%	35%	49%	41%
毛利率(%)	34.1%	35.0%	37.6%	36.5%
ROE(%)	34.9%	16.1%	19.4%	21.4%
每股收益(元)	0.41	0.55	0.82	1.15
P/E	47.68	35.33	23.63	16.82
P/B	16.63	5.68	4.58	3.60
EV/EBITDA	26	21	14	10

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

诺普信公司基本情况良好	3
市场份额可能迅速提高	4
公司市场份额的扩大可借鉴医药商业行业的整合	4
销售网络下沉效果可期	6
制剂产品价格将保持稳定，毛利有望提高	8
国内农药市场总体需求将保持稳定	9
估值与投资建议	11
风险因素分析	12
投资评级说明	14

图表目录

图 1 医药商业企业集中度不断提高	6
图 2 诺普信基层销售网络构建图	7
图 3 学习曲线	7
图 4 农药在农业生产成本中占比很小	8
图 5 农药制剂价格较为稳定（单位）	8
图 6. 农药需求与国内农作物种植面积相关性较高	10
图 7 中国农产品种植面积保持稳定	9
图 8. 病虫害发病面积不断增加，其增速与种植面积增速相关	11
图 9. 病虫害面积扩大与农药销售增速也有一定的相关性	10
表 1 诺普信三大品牌体系	3
表 2 诺普信全资、控股子公司情况	4
表 3 2007 年以来国家公布的农药行业重要政策规章	4
表 4 截止 2006 年底，部分制剂公司“三证”产品数量	9
表 5. WACC 敏感性分析	11
表 6 从单个员工效益角度来看公司 2009 年 EPS 弹性较大	11
附表：公司财务报表	13

诺普信公司基本情况良好

公司是华南地区最大的农药企业，国内规模最大、品种最全的农药制剂厂家，拥有全国最大的农药水基化制剂研发及产业化基地。

目前公司拥有各种剂型生产能力近 3 万吨，年产 2 万吨水基化环保型农药制剂产业化项目和西北生产基地环保型农药制剂项目完成后，公司生产能力将达到 6 万吨。

我们认为诺普信最大的优势在于其良好的销售网络以及良好的市场信息反馈机制。

截至 2007 年 12 月 31 日，公司拥有 912 名营销人员，在全国共设立 81 个销售片区及 317 个销售分区，通过 1,900 多家经销商及 36,000 多家零售店销售公司产品。此外，公司与经销商、基层零售店合作建立产品销售、技术推广、售后服务、信息反馈“四位一体”的基层中心店 1,350 家。待公司的募投项目：全国性基层销售网络建立后，公司将拥有销售人员 1800 名左右、“四位一体”的基层中心店 5,000 家、直接服务零售店 50,000 家、示范农户 5,000 个。

在市场信息反馈方面，公司建立了客户短信平台和业务员短信平台、片区每周需求预测系统、订单和缺货信息系统等。公司设产品经理岗，产品经理和技术研发人员协同合作，市场部的产品经理通过市场调研及时了解全国病虫害的发生情况，并建立专门的市场信息收集平台，收集一线人员的市场信息和质量投诉，提出新产品开发及品质改善需求。经立项委员会审议通过后，经过一系列的研发流程如药效筛选、配方确定、剂型研制、技术参数建立、标准制定、新产品质量和效果鉴定等，并进入法定登记程序。同时，研究所将研发出来的样品反馈给市场部进行评估并进行上市前策划、市场定位、布局、成本和毛利核算、定价和宣传推广准备。

公司实施多品牌战略，构建了诺普信、瑞德丰、标正三个品牌，在多品牌战略下，实行精细化专业运营，将制剂产品的生产、营销分开运作。2008 年前三季度，诺普信实现销售收入 9.57 亿，净利润 8 千万。

表 1 诺普信三大品牌体系

品牌体系	品牌定位	公司	产品策略	目标市场	公司业务分工与联系
诺普信体系	全国性中高档品牌	诺普信农化	新化合物领先应用，创新性技术与配方优先使用，高档产品投放	全国各区	决策中心、管理中心、研发中心、运营中心，诺普信新产品登记、产品生产
		诺普信农资			销售诺普信品牌产品
瑞德丰体系	全国性中档品牌	东莞瑞德丰	中档、较成熟产品	全国各区	新产品登记、产品生产
		瑞德丰农资			销售瑞德丰品牌产品
标正体系	大北方区域品牌	陕西标正	适用北方作物	西北、华北、东北	标正新产品登记、产品生产
		西安标正			销售标正品牌产品
		渭南标正			提供生产经营厂房、仓库

资料来源：招股说明书

目前公司共有 5 家全资子公司、3 家控股子公司，其中诺普信农资、东莞瑞德丰和深圳瑞德丰是主要利润来源。

表 2 诺普信全资、控股子公司情况

子公司名称	业务性质	经营范围	营业收入（08 年中）	净利润（08 年中）	持股比例
全资子公司	诺普信农资	销售 销售诺普信品牌农药产品	3.11 亿元	0.165 亿元	100.00%
	东莞瑞德丰	生产 生产“瑞德丰”品牌农药产品	2.81 亿元	0.118 亿元	100.00%
	深圳瑞德丰	销售 销售“瑞德丰”品牌农药产品	3.16 亿元	0.159 亿元	100.00%
	成都皇牌作物科学	生产 农药、肥料的加工复配	388 万元	(238) 万元	100.00%
	成都皇牌农资	生产、销售 农资产品批发与销售、代购、代销；塑胶产品的生产与销售	2008 年 6 月 26 日成立，未实现销售收入		100.00%
控股子公司	陕西标正	生产、销售 农药生产、销售	0.80 亿元	570 万元	98.40%
	渭南标正	研究 农化产品研究	26 万元	(12 万元)	90.00%
	西安标正	销售 农药销售	0.81 亿元	344 万元	90.00%

资料来源：公司公告

市场份额可能迅速提高

公司市场份额的扩大可借鉴医药商业行业的整合

我国的农药制剂企业存在家数多、规模小、市场杂乱等问题，诺普信作为国内最大的制剂企业，其市场份额也仅为 2.5% 左右。近年来，国家为了整顿市场的无序状态，出台了一系列利于农药制剂行业整合的政策。

表 3 2007 年以来国家公布的农药行业重要政策规章

名称	发布时间	发布单位	主要内容
修订《农药管理条例实施办法》的决定	2007-12-8	农业部	农药临时登记证的累积有效期由四年缩短到三年
农药标签和说明书管理办法	2007-12-8	农业部	规范了农药标签和说明书的管理，进一步明确了标签应当标注的内容和不得标注的内容，同时规定农药名称应当标注在标签的显著位置，商标标注的单字面积不得大于产品名称标注的单字面积
农药名称登记核准和管理规定	2007-12-8	农业部	从 2008 年 1 月 8 日起，停止批准商品名称；自 2008 年 7 月 1 日起，生产的农药产品一律不得使用商品名称
农药登记资料规定	2007-12-8	农业部	提高农药登记门槛，减少临时登记与正式登记的差距，尤其是提高了临时登记在农药残留方面的要求，以确保农产品质量安全；对于已批准正式登记的产品，在其申请续展时，应按新规定补充所缺少的试验资料或综合报告，以便对其进行再评价
规范农药名称的公告	2007-12-12	农业部，发改委	农药名称一律使用通用名称或简化通用名称，直接使用的卫生农药以功能描述词语和剂型作为产品名称
农药产品有效成分含量管理公告	2007-12-12	农业部，发改委	规范了农药产品的有效成分含量，即有效成分和剂型相同产品的有效成分含量的设定梯度不得超过 5 个；添加渗透剂或增效剂的农药产品，有效成分含量不得降低

停止甲胺磷等五种高毒农药的生产、流通、使用	2008-1-9	农业部，发改委，工商局	停止甲胺磷等五种高毒农药的生产、流通、使用
关于进一步加强农药行业管理工作的通知	2008-2-2	发改委	自 2008 年 3 月 1 起，新开办的农药企业核准资金最低要求为：原药企业注册资金不低于 5000 万元，投资规模不低于 5000 万元（不含土地使用费），其中环保投资不低于投资规模的 15%；制剂（加工、复配）（包括鼠药、卫生用药）企业注册资金不低于 3000 万元，投资规模不低于 2000 万元（不含土地使用费），环保投资应不低于投资规模的 8%。不再受理分装企业、乳油和微乳剂制剂加工企业核准。制剂（加工、复配）企业新增原药生产，须重新核准。
《有机磷类农药工业水污染物排放标准》（二次征求意见稿）	2008-11-14	环保部	执行更为严格的水污染排放标准，新建企业 2008 年 7 月 1 日起执行，现有企业 2010 年 7 月 1 日起执行。

资料来源：农业部，发改委，环保部，东方证券研究所

上述政策的实施将导致：

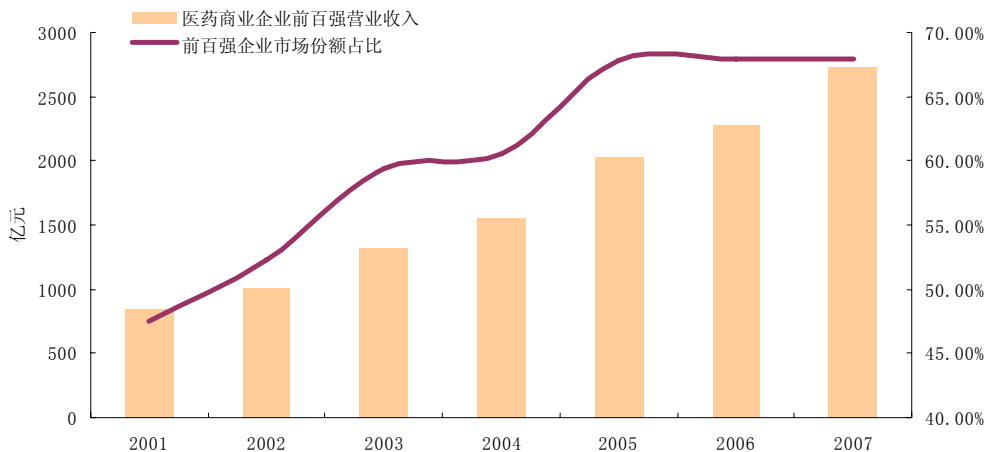
- 新药注册成本的大幅上升（由原来的 8-9 万元上升到现在的 50-60 万元）
- 预计农药产品名称可由目前的 1.6 万个减少到 1700 个，农药登记的数量也将明显减少，“一药多名”、产品数量多等问题将得到解决，农药标签也将得到进一步规范。
- 新建企业门槛提高（制剂企业注册资本由 500 万提高到 1000 万）
- 环保要求更为严格，环保投入提高（环保投入比例为 8%，新的更严格的规定将继续推出）

从上述政策的政策效果来看，农药制剂行业的门槛将大大提高，尤其是在新药注册和环保要求方面。新药注册成本上升后，小型企业将基本无力进行大规模的新产品申报；而对新建企业资本金以及环保投入的限制基本上杜绝了小型企业企图进入农药制剂行业的可能，而后续可能出台的更严格环保规定，将使制剂行业内的竞争天秤向大型企业倾斜。

从农药制剂行业的盈利模式和竞争状况上来看，其与医药行业有一定的相似性。两者都存在对象分散，行业竞争激烈近乎完全竞争市场等特点。而且与农药制剂行业相似，医药行业也存在家数多、规模小、行业秩序混乱等现象。国家曾针对医药行业的这些现象出台了一系列政策，使得医药行业的集中度得以提高。

仅以医药商业子行业为例，为遏制药品种购销中的不正之风，2001 年开始，《医疗机构药品集中采购监督管理暂行办法》开始实施。办法实施后，医疗机构购买药品由原来的各自为政的方式改为由各地政府组织医疗机构通过药品集中采购组织，以招投标的形式购进所需药品。

虽然这个政策只是一个过度政策，在执行过程中也产生了各种各样的问题，但在国家实施药品集中采购之后，大型医药商业企业的市场份额提升很快，前百强企业的市场份额占比由 2001 年的 47.52% 迅速攀升为 2007 年的 67.91%，而更迅速的，医药商业前十强企业的市场份额更是由 2000 年的 21% 提高到 2003 年的近 40%。

图 1 医药商业企业集中度不断提高


数据来源：东方证券研究所

我们认为集中招标采购的最大意义在于直接提高了准入门槛,与目前国家对农药制剂行业的政策效果相同。农药制剂行业有望在未来几年实现如医药商业行业一样的行业整合,行业内的龙头企业如诺普信等的市场份额有望迅速提高。

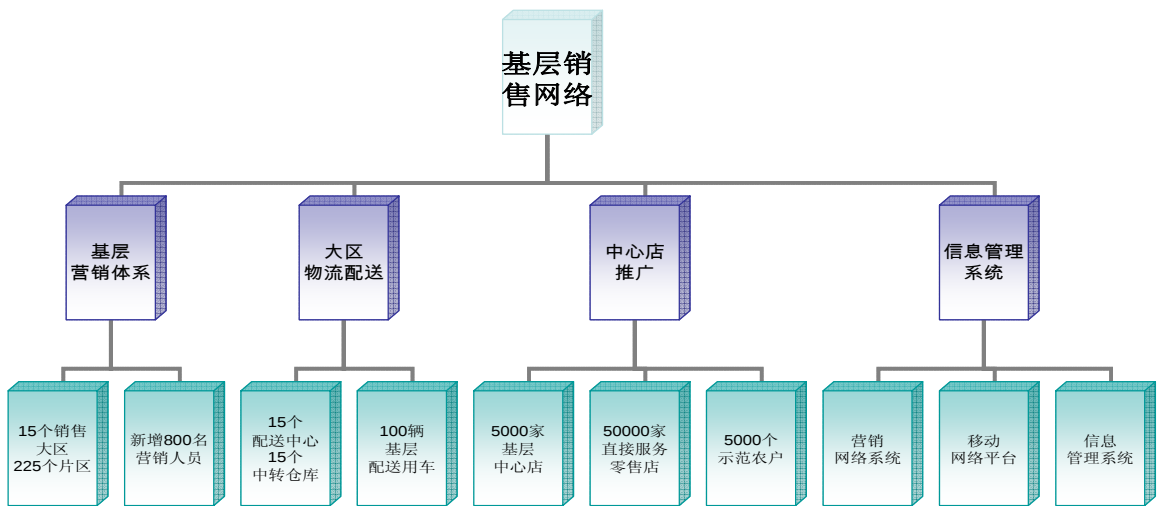
销售网络下沉效果可期

我国幅员辽阔,地理条件、气候条件差异性较大,农作物种类繁多,病虫害发生情况千差万别,农村经济发展参差不齐,农户的用药水平、用药习惯互不相同,因而不同地区的用药需求也各有特点。国内农药制剂市场具有高度分散性、区域性、多变性等特点,目前同一区域市场往往需要多品种的杀虫剂、杀菌剂、除草剂等农药制剂,而农户在购买农药时则主要依靠用药经验和厂家的技术指导。

农药制剂市场的特点决定了销售服务环节中的重要性,销售人员对基层农户的用药指导以及推广是扩大制剂品牌影响力进而最终扩大市场份额的最主要途径。

目前,诺普信正斥资 6130 万元用于构建一个全国性的农药制剂营销、推广、服务网络体系,预计于 2009 年 11 月完成。

图 2 诺普信基层销售网络构建图



资料来源：公司招股说明书

覆盖度更高的全国性销售网络的建立将加强公司对市场的渗透力度。

销售大区、片区的更细致划分将使公司的策略和服务更有针对性，可根据不同地区的不同地域特点安排不同的农药进行销售。

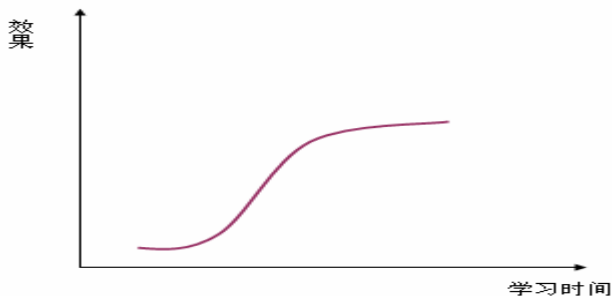
配送中心和中转仓的建立能加快公司对突发事件的反应速度，100 辆基层配送车虽然数量不多，但能有效填补物流公司无法配送到的乡村一级单位的空白，而且也极大的提高了公司物流的相对自主性。

中心店的推广项目能有效扩大公司的影响力。在农村市场，信息相对闭塞，家门口的示范作用很大，公司将销售网络下沉的战略将加深公司的品牌认可度。

而信息管理系统的建立将节约公司的管理成本，提高公司的管理效率。近年来，随着公司业务的不拓展，管理费用一直居高不下，高效率信息管理系统的建立将对公司的管理产生长期性的影响。

我们认为在公司基层网络的一系列动作中将在 2009 直接给公司带来效益的是新增员工部分，我们假设在 2008 年公司已经招募了计划新增员工的全部，总计 800 人（考虑到销售网络的建立必然需要以人员的先期投入为前提）。

图 3 学习曲线



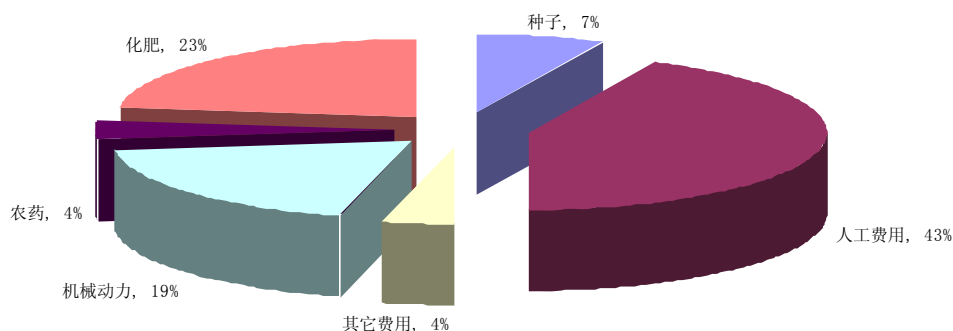
资料来源：东方证券研究所整理

根据学习曲线，新员工的技能熟练程度将不断提高，而且在达到成熟前将有一个快速提高的过程。我们认为很多投资在前期都是很难看到显著效果，诺普信新招员工的效益应该也存在和学习曲线类似的情况：其效益在经过前期积累后会有一个快速上升阶段。

制剂产品价格将保持稳定，毛利有望提高

由于农药制剂在农业生产成本中所占的比重较小，而其所能挽回的损失却不可估量，而且农民在购买农药时基本采用少量、多次的方式。因此农民往往会对曾经使用过且有良好效果的农药品牌产生一定的品牌依赖，而对农药制剂的价格并不敏感。

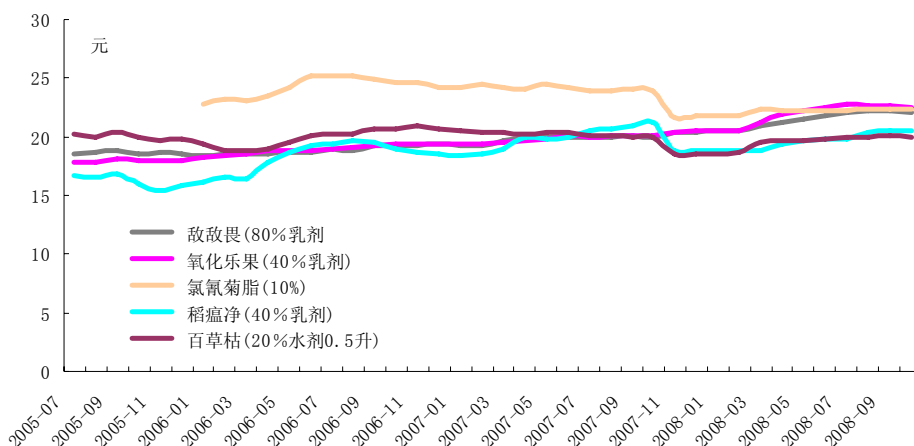
图 4 农药在农业生产成本中占比很小



数据来源：东方证券研究所

从历史数据来看，农药制剂的价格稳定性较好。而受国际油价大幅下跌的影响，石化链化学品价格纷纷跟随深跌，部分农药原药价格也受到一定影响，从而可部分降低诺普信的生产成本。

图 5 农药制剂价格较为稳定（单位）



数据来源：中国石油和化工经济数据快报

而且随着新药注册成本的提高，未来数年内注册的新药数量也将会减少，上市的新药数量也将相应

减少。而一般新药上市后，毛利都会较老剂型要高，新药数量的减少将减慢旧农药剂型毛利降低的速度，且有可能在一定程度上推高新药的毛利。

诺普信一直在新药注册方面领先同行，截止 2007 年 12 月底，诺普信“三证”产品已达 395 个，估计其 2008 年注册新药数量在 200 个左右，新药数量的优势很可能会进一步提高诺普信的毛利水平。

表 4 截止 2006 年底，部分制剂公司“三证”产品数量

公司名称	2006 年销售收入（万元）	“三证”产品数	产品类型
诺普信	44,409.35	324	单纯制剂
广西田园生化股份有限公司	31,513.30	93	单纯制剂
青岛海利尔药业有限公司	28,650.30	114	制剂为主
江西正邦化工有限公司	14,800.00	52	单纯制剂
海南正业集团有限公司	8,086.40	66	单纯制剂

资料来源：公司招股说明书

国内农药市场总体需求将保持稳定

我国农化产品的需求近年来迅速增加，其中农药原药的表观消费量由 2001 年的 50 万吨猛增到 2007 年 131 万吨左右，年均复合增长率为 16.2%。从历史数据来看，国内的农药需求与农作物的种植面积相关性较高。而从国家目前的政策导向和国内的实际情况来看，农产品种植面积将继续保持稳定。我们认为 2009 年国内的农药需求将继续保持稳定。

图 6. 农药需求与国内农作物种植面积相关性较高

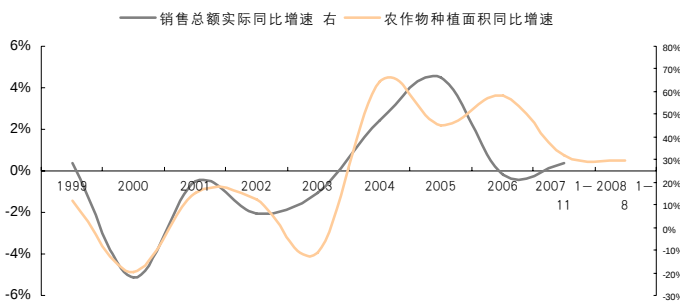
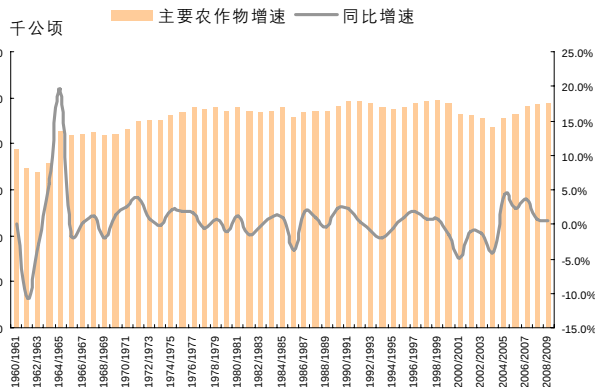


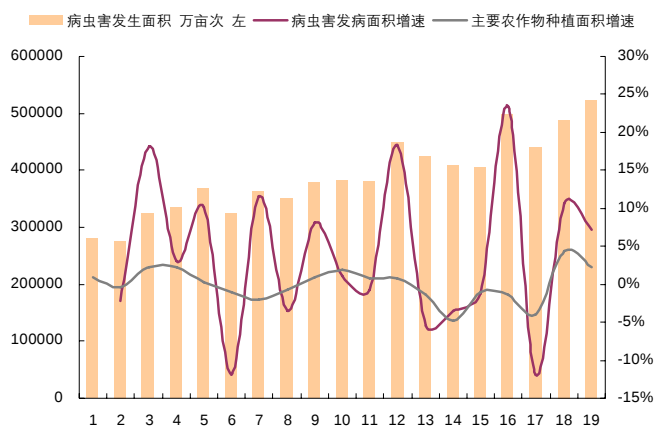
图 7 中国农产品种植面积保持稳定



资料来源：USDA，国家统计局，东方证券研究所 注：农作物选取大豆、玉米、小麦、大米

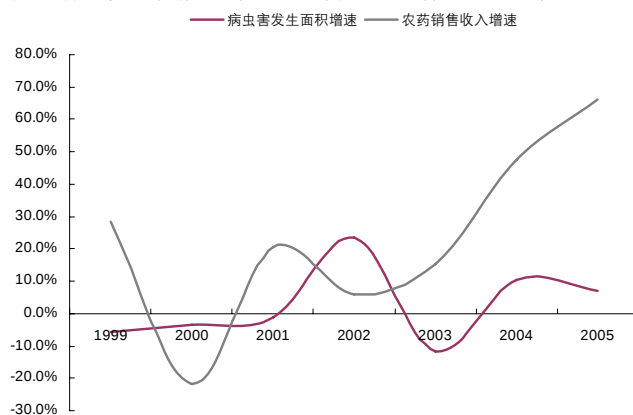
近年来，全球天气的不断变暖使得我国近期农作物病虫害频发，目前国内处于病虫害发病偏重的时期，从下图中我们也可以看出，病虫害的发病面积呈逐年递增的态势，2008 年年初，农业部预测 2008 年发生农作物病虫害 60-65 亿亩，而 2004 年我国农作物病虫害发病面积仅仅有 48 亿亩。其增速与我国粮食种植面积增速的变化是正相关的，但幅度往往要大很多，这提示病虫害发生频率和范围可能在不断地扩大，这将加大农药产品的需求。

图 8. 病虫害发病面积不断增加，其增速与种植面积增速相关



资料来源：中国农业统计年鉴，东方证券研究所

图 9. 病虫害面积扩大与农药销售增速也有一定的相关性



估值与投资建议

我们做如下假设

- 中国农药市场需求保持稳定增长，不出现大规模的突发性病虫害。
- 诺普信全国性基层销售网络能够顺利铺开。
- 所得税税率暂时按照 18% 计算。
- 预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.55 元、0.82 元和 1.15 元。

如果不考虑公司未来除募投项目外的产能扩展，公司的 DCF 估值在 15.16 元-26.56 元左右。

表 5. WACC 敏感性分析

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
10.03%	10.77	11.66	12.78	14.22	16.14	18.82
9.53%	12.19	13.27	14.65	16.45	18.9	22.43
9.03%	13.83	15.16	16.87	19.15	22.33	27.09
8.53%	15.76	17.4	19.54	22.45	26.65	33.24
8.03%	18.03	20.06	22.77	26.56	32.23	41.64
7.53%	20.71	23.27	26.74	31.76	39.61	53.67
7.03%	23.92	27.16	31.68	38.46	49.71	72.04

资料来源东方证券研究所

在我们的估值模型中，我们假设 2008 年新员工未产生任何收益，2009 年单个老员工营业收入增长 10%，单个新员工产生效益为老员工效益的 10%。

我们假设在 2009 年诺普信净利率保持不变（按我们估算的 9.6% 记），对“单个老员工营收增速”和“单个新员工效益/单个老员工效益”做敏感性分析。

表 6 从单个员工效益角度来看公司 2009 年 EPS 弹性较大

	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%
10.00%	0.78	0.82	0.86	0.89	0.93	0.97	1.00	1.04	1.08	1.12
15.00%	0.81	0.85	0.89	0.93	0.97	1.01	1.04	1.08	1.12	1.16
20.00%	0.84	0.88	0.92	0.96	1.00	1.04	1.08	1.13	1.17	1.21
25.00%	0.88	0.92	0.96	1.00	1.04	1.08	1.13	1.17	1.21	1.25
30.00%	0.91	0.95	0.99	1.04	1.08	1.12	1.17	1.21	1.25	1.30

数据来源：东方证券整理

上表中，横行第一行为“单个老员工营收增速”，竖列第一列为“单个新员工效益/单个老员工效益”，表内内容为对应的 2009 年 EPS。

考虑到我们的假设是“2009 年诺普信净利率保持不变（按我们估算的 9.6% 记）”，但因为折旧、摊销、管理费用等费用并不会随营收增长而同比例增长，所以净利率应该比我们估算的高，诺普信 EPS 的上升空间可能会超出我们的预期。

虽然根据我们 2009 年 EPS0.82 的预测，目前诺普信的市盈率在 23 倍左右（按 19 元/股记），估值偏高，但考虑到诺普信 EPS 的高弹性以及公司的高成长性，我们认为诺普信是理想的长期投资标的，给予增持评级。

风险因素分析

- 若销售网络下沉无法收到预期效果，销售人员的大量增加将侵蚀公司的利润。

附表：公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	283	476	519	709	营业收入	722	1112	1335	1735
现金	22	100	100	152	营业成本	476	723	833	1102
应收账款	21	66	79	103	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	3	22	20	25	营业费用	94	167	212	250
预付账款	76	145	156	212	管理费用	67	111	133	160
存货	161	142	163	216	财务费用	3	4	5	8
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	2	2	2
非流动资产	74	316	501	556	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	24	24	24	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	54	110	445	490	营业利润	80	105	149	213
无形资产	9	19	29	38	营业外收入	0	0	0	0
其他	12	163	4	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	358	791	1020	1265	利润总额	81	105	149	213
流动负债	170	249	351	414	所得税	11	19	28	40
短期借款	46	29	112	100	净利润	69	86	121	173
应付账款	48	110	112	155	少数股东损益	6	1	1	2
其他	77	110	127	159	归属于母公司净利润	63	86	128	180
非流动负债	4	7	4	4	EBITDA	90	114	168	246
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.41	0.55	0.82	1.15
其他	0	3	0	0	主要财务比率				
负债合计	175	256	355	418	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	1	2	3	6	成长能力				
股本	90	156	203	203	营业收入	131.2%	54.0%	20.0%	30.0%
资本公积	12	229	183	183	营业利润	120.6%	31.5%	41.0%	43.5%
留存收益	80	148	276	456	归属于母公司净利润	112.3%	35.0%	49.5%	40.5%
归属母公司股东权益	182	533	661	841	获利能力				
负债和股东权益	358	791	1020	1265	毛利率	34.1%	35.0%	37.6%	36.5%
现金流量表					净利率	8.8%	7.7%	9.6%	10.4%
单位:百万元					ROE	34.9%	16.1%	19.4%	21.4%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	27.7%	18.9%	16.3%	20.6%
经营活动现金流	3	78	121	151	偿债能力				
净利润	69	86	121	173	资产负债率	48.8%	32.4%	34.8%	33.1%
折旧摊销	7	4	15	25	净负债比率				
财务费用	3	4	5	8	流动比率	1.66	1.91	1.48	1.71
投资损失	-0	-1	-1	-1	速动比率	0.71	1.33	1.00	1.18
营运资金变动	-66	-19	-27	-64	营运能力				
其它	-10	3	9	10	总资产周转率	2.28	1.94	1.47	1.52
投资活动现金流	-40	-245	-199	-79	应收账款周转率	36	25	18	19
资本支出	27	210	190	70	应付账款周转率	9.26	9.19	7.51	8.27
长期投资	-19	24	0	0	每股指标 (元)				
其他	-33	-11	-9	-9	每股收益	0.41	0.55	0.82	1.15
筹资活动现金流	0	246	78	-20	每股经营现金流	0.02	0.50	0.78	0.97
短期借款	16	-16	83	-12	每股净资产	1.17	3.42	4.24	5.39
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	66	47	0	P/E	47.68	35.33	23.63	16.82
资本公积增加	2	218	-47	0	P/B	16.63	5.68	4.58	3.60
其他	-18	-22	-5	-8	EV/EBITDA	26	21	14	10
现金净增加额	-37	78	0	52					

分析师承诺

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn