

依托技术优势 稳定中谋发展

事件：公司实地调研

研究结论

- 公司是主营农药中间体和医药中间体的精细化工企业，总体来看，其下游农药行业和医药行业的需求仍将比较稳定，受金融危机的影响较小。公司的主要优势在于：技术领先且持续技改的能力强；受益农药产业转移，参与国际合作的时间早，合作层次高，具有较强的先入者优势。
- 技术优势是立足之本：公司一直重视研发投入，目前拥有的六大核心技术均处于国内领先水平，其中氨氧化技术国际领先；公司还有多项技术处于在研阶段，其中5项技术处于国际先进水平，抗高血压药厄贝沙坦的关键中间体已完成小试，准备申请专利。
- 农药业务将稳定增长：目前公司农药中间体产量约8500吨以上，其中70%左右（销售额占比）为外国大型农药公司的定制生产产品，采用排他性的合同和成本+利润的定价模式，盈利可以得到保证。近期公司下游大客户FMC对未来农化部门经营比较乐观，而且目前公司与FMC的联苯菊酯合同签到2011年，预计将成为公司近几年业绩的稳定来源。
- 医药业务有潜力：医药中间体3300吨以上，以自产自销为主，公司在技术上有优势，需求也较为稳定。公司还为客户生产临床实验产品的定制中间体；这些中间体产品将有可能成为公司未来业绩潜在的增长点。
- 贸易业务以控制风险为主：此外公司销售额的剩余40%来自于贸易业务，但这部分业务仅贡献毛利润的5-6%左右，是公司主营工业业务的辅助业务，帮助公司开拓市场、了解信息，其经营将以稳健为主。
- 募投项目有望大幅提升公司业绩：公司的募投项目中低毒选择性除草剂XDE是公司向农药原药生产扩展的尝试，预计将在明年上半年投产；农药及医药中间体对氯苯甲腈预计也在2010年投产，全部达产后有望提高公司EPS0.28元左右。
- 管理层激励到位：公司管理层和核心技术人员合计持股近2760万股，使公司管理层的利益与多数股东利益的紧密相联，有利于公司的发展。
- 公司的长期发展前景看好：公司具有较强的技术能力，长期的发展前景较为广阔。随着公司产品的不断丰富，下游客户不断开拓和合作的不断深化，公司未来农药原料药及中间体业务发展将保持良好的势头；而医药中间体业务的发展速度存在不确定性，但不排除快速增长的可能。建议投资者长期关注。
- 风险因素：下游市场出现大幅下滑，新产品市场开拓受阻
- 预计2009年业绩在0.60元左右，2010年随着经济的逐渐好转和公司募投项目的逐渐达产，公司业绩有望增长到0.73元左右。目前公司09年PE在22.5倍左右，我们给与其增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

化工行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云

化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

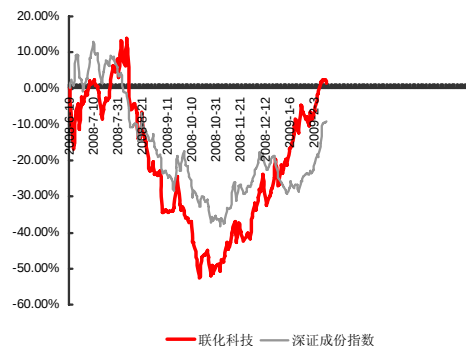
石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

公司评级	买入 增持 中性 减持
股价(2009年2月12日)	13.6元
目标价格(6个月)	15元
总股本/A股(万股)	12914/12914
A股市值(百万元)	1754.00
国家/地区	中国
行业	基础化工

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	20.21%	95.88%	-
相对表现(%)	(3.48%)	50.46%	-

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	987	1085	1093	1230
同比(%)	9%	10%	1%	13%
归属母公司净利润	58	74	78	94
同比(%)	1%	27%	5%	21%
毛利率(%)	21.3%	22.1%	22.6%	23.4%
ROE(%)	23.6%	11.5%	10.8%	11.5%
每股收益(元)	0.45	0.57	0.60	0.73
P/E	30.11	23.64	22.55	18.67
P/B	7.10	2.72	2.43	2.15

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

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	270	444	324	336	营业收入	987	1085	1093	1230
现金	39	100	30	30	营业成本	777	845	846	942
应收账款	75	102	83	93	营业税金及附加	2	3	3	3
其它应收款	14	20	20	22	营业费用	24	25	26	31
预付账款	26	42	38	38	管理费用	89	108	108	122
存货	115	169	144	141	财务费用	12	12	8	8
其他	2	11	11	12	资产减值损失	2	5	3	4
非流动资产	521	755	949	996	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	307	441	904	952	营业利润	81	86	99	120
无形资产	36	36	36	36	营业外收入	3	13	2	2
其他	171	271	2	2	营业外支出	2	2	0	0
资产总计	791	1199	1273	1333	利润总额	81	98	101	122
流动负债	522	533	529	493	所得税	23	24	25	30
短期借款	238	145	179	142	净利润	59	73	76	91
应付账款	78	135	110	94	少数股东损益	0	1	1	1
其他	206	252	240	257	归属于母公司净利润	58	74	78	94
非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	92	114	152	201
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.57	0.60	0.73
其他	21	21	21	21					
负债合计	543	554	549	514	主要财务比率				
少数股东权益	1	2	2	3	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	97	129	129	129	成长能力				
资本公积	2	293	293	293	营业收入	8.6%	9.9%	0.7%	12.5%
留存收益	148	222	300	394	营业利润	-6.8%	7.0%	14.7%	20.7%
归属母公司股东权益	247	644	722	816	归属于母公司净利润	0.9%	27.4%	4.8%	20.8%
负债和股东权益	791	1199	1273	1333	获利能力				
					毛利率	21.3%	22.1%	22.6%	23.4%
					净利率	5.9%	6.8%	7.1%	7.6%
					ROE	23.6%	11.5%	10.8%	11.5%
					偿债能力				
					资产负债率	68.6%	46.2%	43.1%	38.6%
					净负债比率				
					流动比率	0.52	0.83	0.61	0.68
					速动比率	0.30	0.52	0.34	0.40
					营运能力				
					总资产周转率	1.40	1.09	0.88	0.94
					应收账款周转率	13	12	11	13
					应付账款周转率	10.15	7.94	6.90	9.23
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.57	0.60	0.73
					每股经营现金流	0.71	0.82	1.11	1.28
					每股净资产	1.91	4.99	5.59	6.32
					估值比率				
					P/E	30.11	23.64	22.55	18.67
					P/B	7.10	2.72	2.43	2.15
					EV/EBITDA	21	17	13	10

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

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。

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。

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