

刘学亮
化工行业资深研究员
021-58766929-8002
liuxueliang@jhzqrs.com

蒋明远
化工行业研究员
021-58766929-8031
Jiangmingyuan@jhzqrs.com

首次

发行价格 17.00 元
合理价值: 19.65-26.20 元

数据

发行规模(百万股)	20
计划融资额度(百万元)	150
发行前股本(百万股)	60
发行后股本(百万股)	80
发行方式	网上与网下相结合
发行日期	2010-02-09
主承销商	平安证券
发行后第一大股东	刘志坚
第一大股东持股比例	35.25%

募集资金运用

项目名称	金额(百万元)
5万吨环保节能型 粉末涂料专用树脂 项目	193.50
合计	193.50

神剑股份 002361.SZ

化工行业

粉末涂料专用聚酯领域的优势企业

投资要点:

◆国内最大的粉末涂料专用聚酯供应商

公司主要产品为粉末涂料专用的聚酯树脂的生产。目前产能约 3.5 万吨。08 年公司销售 2.7 万吨,市场占有率 9.38%,位居全行业第一。公司主要客户质地优良,包括全球最大的涂料供应商阿克苏·诺贝尔、杜邦以及家电行业龙头海尔、三星等,均是公司的主要客户。

◆粉末涂料未来发展前景看好

粉末涂料是一种新型涂料。由于其节能环保、性能优异的特点,逐步替代传统涂料,广泛应用于家电、建筑铝型材、管道防腐以及普通金属涂装上。无论在国外还是国内,粉末涂料的增长速度都超过了涂料行业的整体增速,国内 03 年-07 年的年均增速达到 20%,虽然 08 年受金融危机影响,增速放缓至 10%,但是危机过后,09 年的增速将超过 20%。未来五年,全国粉末涂料的市场需求将达到 130 万吨/年左右。

◆粉末涂料领域,聚酯对环氧树脂的替代正在加速

由于聚酯的成本优势明显,粉末涂料生产商均调整配方,加大了聚酯在粉末涂料配方中的比例,减少了环氧树脂的用量。07 年聚酯树脂占粉末涂料销售量的 37.94%,并有进一步提高的趋势。近五年,聚酯树脂的年复合增长率达到了 25.7%。

◆公司定价能力较强,成本向下游传导顺畅

生产聚酯的原材料主要为多元醇和多元酸,原材料占成本的比重约为 70%,公司目前的定价跟随原材料的价格的波动而波动。由于下游客户质地优良,成本转嫁能力强,因此公司的成本传导较为顺畅,毛利率稳定。

◆募集资金投向

本次募集资金主要投向 5 万吨环保、节能型粉末涂料专用树脂项目的建设。投资总额约为 1.9 亿元。资金募集到位后,计划于 2010 年二季度开工建设,预计 2011 年下半年投产。

◆估值和投资建议

公司目前所处行业增长速度较高,行业集中度正在进一步提高。公司的产能扩张为公司未来的发展奠定了基础,超募资金赋予公司并购和行业整合能力。我们认为公司的合理估值区间为:19.65-26.30 元。

◆重点关注事项

股价催化剂:国家对涂料环保要求提高,粉末涂料应用范围增加。

风险提示:国内粉末涂料用聚酯产能大量投放,产能严重过剩。

财务预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	398.68	407.30	478.07	716.27	1013.27
增长率(%)	8.33%	2.16%	17.37%	49.83%	41.47%
净利润(百万元)	30.11	38.27	52.05	79.74	115.97
增长率(%)	26.66%	27.09%	36.01%	53.22%	45.43%
ROE(%)	26.23%	25.00%	10.10%	13.40%	16.31%
ROA(%)	18.00%	17.24%	10.26%	11.81%	15.16%
EPS(元)	0.38	0.48	0.65	1.00	1.45

正文目录

1	公司估值	2
1.1	相对估值法	2
1.2	绝对估值法	2
1.3	盈利预测和定价建议	3
2	公司概况	4
2.1	国内最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产商	4
2.2	公司股权结构	4
3	粉末涂料行业分析	5
3.1	粉末涂料简介	5
3.2	粉末涂料用途广泛	5
3.3	粉末涂料行业发展迅速	6
3.4	聚酯型粉末涂料为粉末涂料的主要品种	7
4	公司分析	8
4.1	公司经营状况良好	8
4.2	公司规模优势突出	8
4.3	公司客户质地优良	9
4.3	定价机制灵活，成本转嫁容易实现	9
5	募集资金项目分析	11
5.1	募投项目介绍	11
5.2	产能消化难度不大	11
6	盈利预测及估值	12
	附录(单位：百万元)	13

图表目录

图 1、神剑股份发行前股权结构图	4
图 2、粉末涂料产业链示意图	5
图 3、粉末涂料的优点	5
图 4、中美粉末涂料应用领域比较	6
图 5、国内粉末涂料年销售量增长迅速	6
图 6、聚酯型粉末涂料占比持续上升	7
图 7、聚酯树脂销量占比呈现上升趋势	7
图 8、公司主要产品销售收入和毛利率	8
图 9、净利润及每股收益情况	8
图 10、公司 09 年全五大客户占公司销售额 37.70%	9
图 11、成本构成	10
表 1、相关上市公司估值比较	2
表 2、绝对估值相关指标	2
表 3、基本假设下估值敏感性分析	3
表 4、聚酯树脂为公司的主要产品	4
表 5、国内主要粉末涂料专用聚酯生产商及销售量	9
表 6、收入预测（万元）	12
表 7 财务和估值数据摘要（百万元）	12

1 公司估值

根据相对估值和绝对估值的结果，我们认为公司的合理估值区间为：19.65 元-26.20 元。

1.1 相对估值法

公司从事粉末涂料专用树脂的生产，属于化学原料和化学制品制造业。目前上市的涂料类公司较少，主要有西北化工，渝三峡，彩虹精化和乐通股份。按照公司经营模式来看，偏向于化工原材料制造行业，我们也选取了中小板性质类似的化工类上市公司作为参考依据，如联化科技，德美化工。

表 1、相关上市公司估值比较

证券简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		TTM	2009E	2010E	TTM	2009E	2010E	
联化科技	40.08	0.83	0.95	1.33	48.27	42.41	30.03	7.60
德美化工	19.35	0.64	0.70	0.82	30.21	27.48	23.73	5.24
传化股份	13.84	0.62	0.64	0.75	22.29	21.76	18.47	4.31
彩虹精化	13.99	0.27	0.31	0.47	51.73	45.07	29.80	4.90
乐通股份	24.02	0.00	0.39	0.47	62.47	62.23	50.78	5.01

数据来源：WIND，江海证券研发部（注：取 2010 年 2 月 5 日收盘价）

乐通股份新股上市，10 年 PE 偏高，其他公司 10 年平均市盈率为 25.51 倍，考虑乐通股份后平均市盈率为 30 倍。公司目前所处行业增长速度较高，行业集中度正在进一步提高。公司的产能扩张为公司未来的发展奠定了基础，超募资金赋予公司并购和行业整合能力。结合市场目前的估值水平和公司未来的发展前景，给予公司 10 年 30-40 倍 PE 的估值，对应的价格区间为：19.65-26.30 元。

1.2 绝对估值法

表 2、绝对估值相关指标

预测项目	预测值	指标选取原因说明
贝塔值(β)	1.02	行业平均水平
无风险利率(%)	3.59	10 年期国债利率
市场的预期收益率(%)	11.63	江海证券研发中心假设
股权资本成本(K_e ,%)	12.17	勾稽计算
债务成本(K_d ,%)	5.31	1 年期贷款利率为 5.31%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	25	江海证券研发中心假设
WACC(%)	9.97	勾稽计算

数据来源：WIND，江海证券研发部

根据参数条件和业绩预测结果，运用 DCF 估值模型得到公司的合理估值为 22.78 元/股，对应 10-12 年全面摊薄后的 PE 分别为：34.78 倍、22.85 倍、15.71 倍。

表 3、基本假设下估值敏感性分析

DCF 估值法		永续增长率 (g)						
		2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%
WACC	8.86%	37.20	38.15	39.28	40.63	42.27	44.29	46.83
	9.74%	31.09	31.76	32.55	33.48	34.59	35.95	37.61
	10.72%	25.96	26.43	26.97	27.62	28.38	29.29	30.40
	11.79%	21.62	21.95	22.33	22.78	23.30	23.92	24.66
	12.97%	17.96	18.19	18.45	18.76	19.12	19.53	20.03
	14.27%	14.86	15.02	15.20	15.41	15.65	15.94	16.27
	15.69%	12.24	12.34	12.47	12.61	12.78	12.97	13.19

数据来源：WIND，江海证券研发部

1.3 盈利预测和定价建议

我们认为，随着公司募投项目的实施，公司未来将进入新一轮的快速成长期，公司的实力将随着此次 IPO 得以增强。如果公司今后利用超募资金进行相关并购，短时间内规模将会有跨越式的增长。根据我们的测算，10-12 年公司 EPS 将分别达到 0.65、1.00、1.459 元，根据相对估值和绝对估值的结果，我们认为公司的合理估值区间为：19.65 元-26.20 元。

2 公司概况

2.1 国内最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产商

安徽神剑新材料股份有限公司是一家专门生产粉末涂料用聚酯树脂的企业。公司拥有聚酯产能 3.5 万吨，公司 07 年销量全行业第二，08 年销量居行业第一。目前公司已经占据了全国 9% 左右的市场份额，规模优势开始显现。

表 4、聚酯树脂为公司的主要产品

主要产品	2007	2008	2009
户外型聚酯树脂	25,304.22	26,608.74	29,548.07
混合型聚酯树脂	10,194.33	12,386.48	10,636.69
其他	1,303.38	872.68	545.50
合计	36,801.93	39,867.90	40,730.26

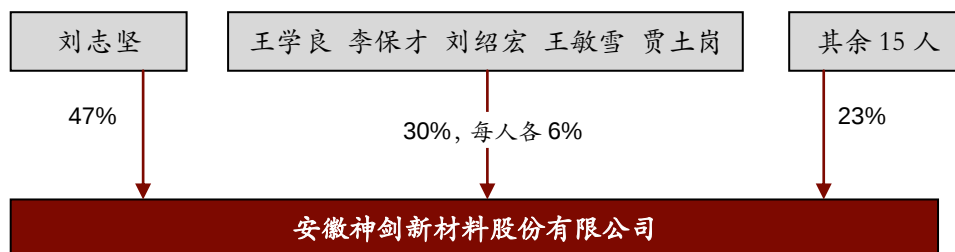
资料来源：公司招股说明书，江海证券研发部

2.2 公司股权结构

公司前身为 2002 年 4 月成立的安徽神剑新材料有限公司，2007 年 12 月整体变更为股份公司，总股本 6000 万股。发行前公司由 21 位自然人股东持有公司全部股权，其中刘志坚先生持有 47%，为公司控股股东。王学良、李保才等五人各持有 6%，其余 15 人共持有 23%。

本次将发行 2000 万股，发行后公司总股本为 8000 万股，公众持股比例 25%，发行后刘志坚先生持股比例将降低至 35.25%。

图 1、神剑股份发行前股权结构图



资料来源：公司招股说明书，江海证券研发部

3 粉末涂料行业分析

3.1 粉末涂料简介

粉末涂料是一种以树脂为基料，配以固化剂、颜料、填料，经预混合、熔融挤出、粉碎、分级过筛而得到的高分子材料，通过静电喷涂等方式涂覆于底材表面。

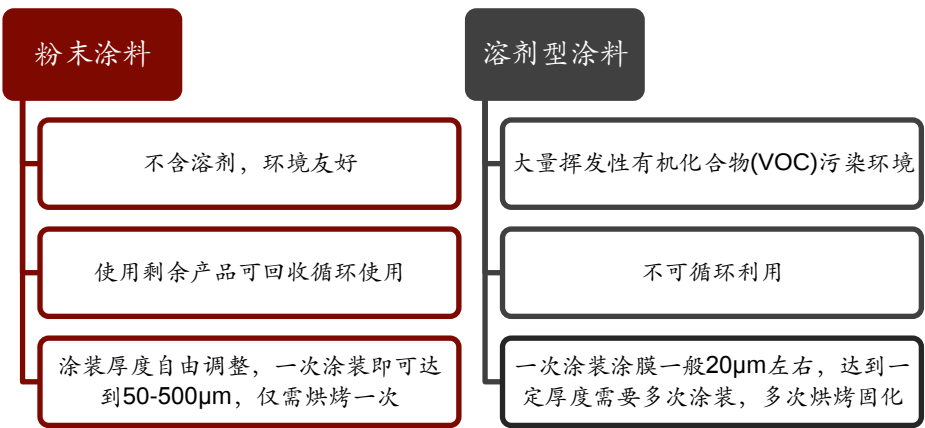
图 2、粉末涂料产业链示意图



资料来源：江海证券研发部

在涂料行业中粉末涂料是起步较晚的新兴技术领域，由于具有安全、环保、节能等方面的优势，粉末涂料不断挤占液体油漆的市场，逐步成为涂料行业的发展方向之一。

图 3、粉末涂料的优点



资料来源：江海证券研发部

就目前来看，全球粉末涂料的年增长速度超过涂料行业的平均水平。2005年，欧盟国家粉末涂料占涂料的比例已达 23%、北美市场的这一比例约 28%。在中国涂料市场上，2006 年粉末涂料的市场份额达到 12%，是水性工业涂料、UV 固化涂料、高固体分涂料等环保型涂料品种中发展最快、技术最成熟的品种。

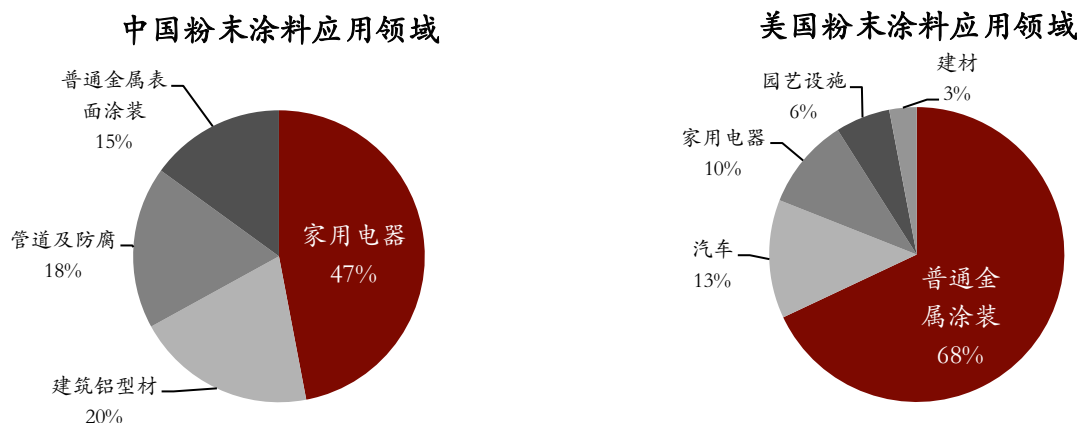
3.2 粉末涂料用途广泛

中国化工学会涂料涂装专业委员会的行业数据统计结果显示，国内粉末涂料的主要应用领域为：家用电器 45%，建筑铝型材 20%，管道及防腐 18%，

普通金属表面涂装（电控柜、变压器阀门、工具等）15%。

据美国粉末涂料研究会的统计资料，目前北美粉末涂料的主要市场结构为：家用电器 10.4%，汽车 12.5%，建材 3%，园艺设施 6.4%，普通金属涂装 67.7%。

图 4、中美粉末涂料应用领域比较



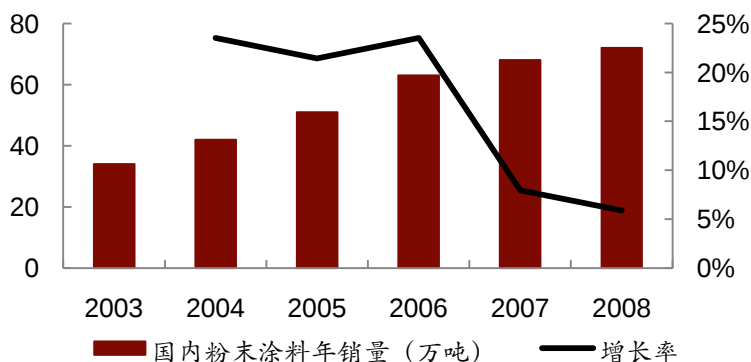
资料来源：江海证券研发部

中美粉末涂料的应用领域相差很大，原因在于我国粉末涂料行业是随着家电行业的发展而成长起来的，最初家电用粉末涂料所占市场份额超过 80%，近年来随着我国公路、铁路、房地产业、造船业的发展，以及西气东输、奥运、世博等重大工程的建设，建筑铝型材用粉末涂料、铁路公路护栏用粉末涂料和管道及重防腐粉末涂料迅速增长。与国外相比，我国粉末涂料在普通金属涂装、汽车领域将有更加广阔的发展空间。

3.3 粉末涂料行业发展迅速

粉末涂料最主要的特点为无挥发性有机物（VOC）。而 VOC 目前为仅次于汽车尾气的第二大大气污染物。随着环保意识的增强和环保法规的越来越严格，粉末涂料作为最理想的涂料品种引起世界各国重视。世界粉末涂料市场每年以 10%左右的速度持续递增。

图 5、国内粉末涂料年销售量增长迅速



数据来源：公司招股说明书，江海证券研发部

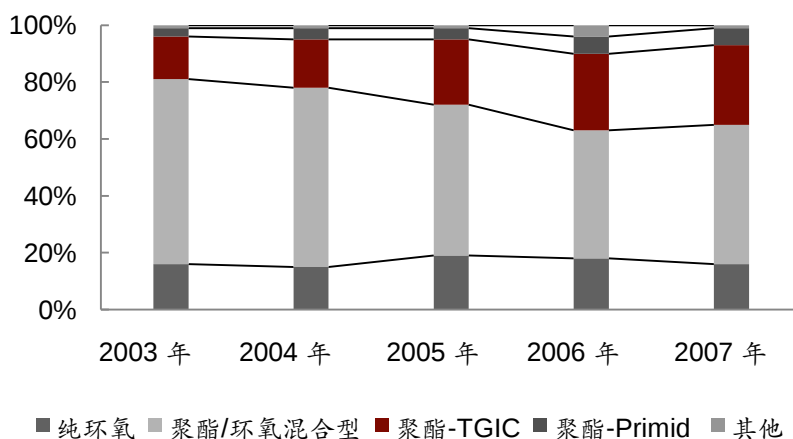
2002 年国内粉末涂料产量达 27 万吨，首次超过美国而成为全球粉末涂料第一大国。2002 年以来，我国粉末涂料市场保持了较快的发展速度，到 2007 年销量已达 68 万吨，占国内涂料工业总量的 12% 左右，占全球粉末涂料市场份额的 47% 左右，继续保持全球第一的位置。

3.4 聚酯型粉末涂料为粉末涂料的主要品种

根据合成树脂的不同，粉末涂料一般分为纯环氧型、聚酯/环氧型、纯聚酯型、聚氨酯型、丙烯酸型等，其中聚酯/环氧型、纯聚酯型是主要品种，目前约占粉末涂料品种的 80% 左右。

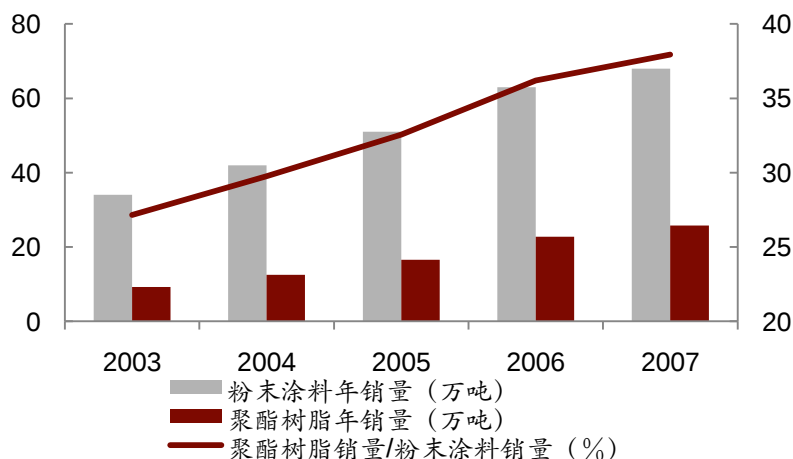
相比环氧树脂，聚酯树脂具有成本上的优势，目前在粉末涂料中的用量占比不断上升。2007 年纯聚酯粉末涂料占粉末涂料比重为 34%，比 2003 年提高 17 个百分点。另外，在聚酯/环氧型粉末树脂中，聚酯的比例正在逐步提高，聚酯的使用量正逐步加大。如 70:30（聚酯：环氧）替代 50:50 或者 60:40 的产品。目前来看，这种替代效应仍将继续。

图 6、聚酯型粉末涂料占比持续上升



数据来源：公司招股说明书，江海证券研发部

图 7、聚酯树脂销量占比呈现上升趋势



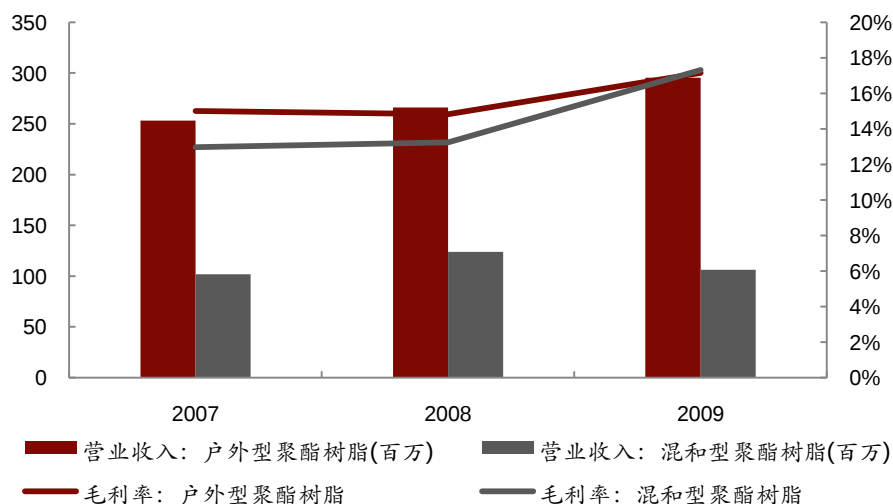
数据来源：公司招股说明书，江海证券研发部

4 公司分析

4.1 公司经营状况良好

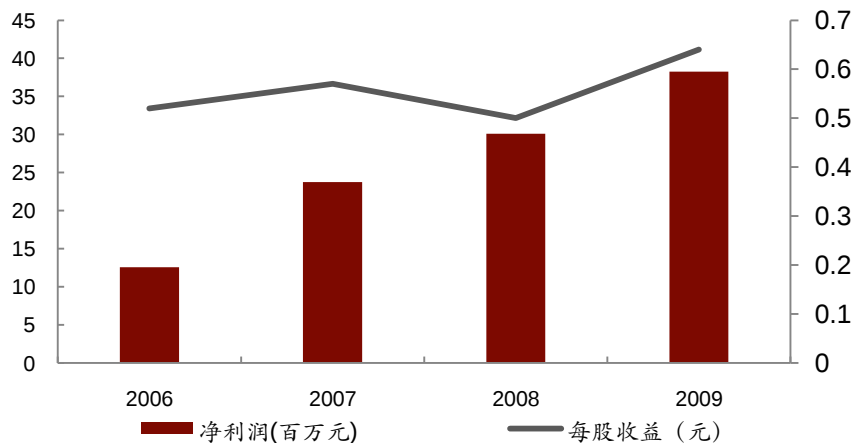
公司主营业务为粉末涂料专用聚酯,近三年销售状况较好,毛利也保持稳中有升的态势。

图 8、公司主要产品销售收入和毛利率



数据来源：公司公告，江海证券研发部

图 9、净利润及每股收益情况



数据来源：公司公告，江海证券研发部

4.2 公司规模优势突出

目前行业内共有聚酯树脂生产厂家约 200 家,但产能普遍偏小.2008 年国内销售量在 1 万吨以上的厂家的销售量为 14 万吨,占市场份额的 50%,同时随着前几大生产商的扩产,优势企业的销售增长速度超过了行业的平均增速,行业集中度进一步上升。

公司目前拥有聚酯产能总计 3.5 万吨,随着公司市场的开拓和影响力的

增强,目前已经处于满负荷运行的状态。09年公司产能利用率已达105.25%。

表 5、国内主要粉末涂料专用聚酯生产商及销售

排名	公司名称	销售量
1	安徽神剑新材料股份有限公司	27,153
2	杭州中法化学有限公司	26,392
3	帝斯曼(中国)有限公司	18,600
4	浙江天松新材料股份有限公司	16,650
5	氟特特种表面技术公司中国总部	14,500
6	南方树脂有限公司	14,000
7	仪征市百思德聚酯厂	10,080
8	黄山永佳三利科技有限公司	10,000
合计		137,375

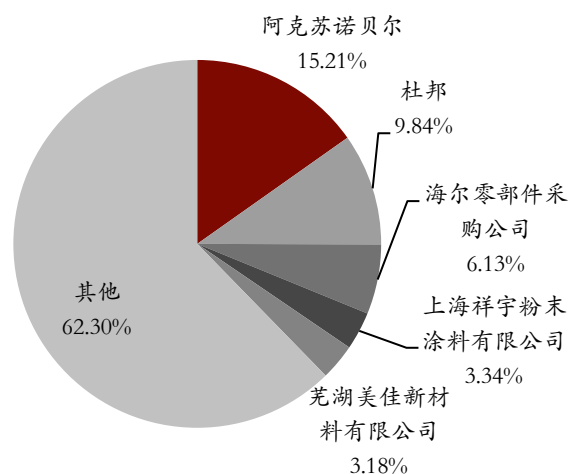
资料来源: 公司招股说明书, 江海证券研发部

4.3 公司客户质地优良

公司销售方式以直销为主,在沈阳、青岛、廊坊、成都、西安、厦门、佛山等地设立了7个办事处,在公司总部设立了大客户服务部门,从事大客户的维护工作。目前公司共有年用量100吨以上的客户45家,销量占总销量的80%。

从公司的客户来看,目前公司第一大客户为世界最大的涂料生厂商阿克苏诺贝尔,第二大客户为杜邦公司,能为世界级涂料生厂商提供产品,从一个侧面反映出公司产品质量和性能的高水准。

图 10、公司 09 年全五大客户占公司销售额 37.70%



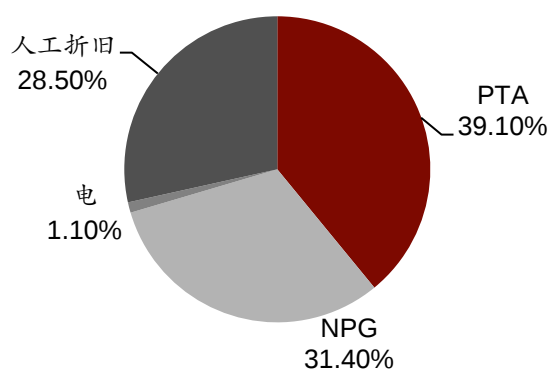
资料来源: 公司招股说明书, 江海证券研发部

4.3 定价机制灵活, 成本转嫁容易实现

聚酯树脂的主要原材料为多元酸与多元醇,其中多元酸以对苯二甲酸(PTA)最为常见,多元醇主要是新戊二醇(NPG)。09年二者合计占总成本的70%。可见原材料的价格波动对于公司业绩的影响非常之大。

公司的销售模式是订单驱动型的，一般而言，是先有订单，然后分批采购原材料进行生产。产品的定价以原材料为基础，进行一定的利润空间加成。一般而言，毛利率水平稳定在 14% 左右。而下游厂商的实力较强，比如阿克苏诺贝尔和杜邦，由于其在涂料领域地位重要，因此对下游议价能力很强，下游对上游价格的敏感度也不是很高，因此成本的向下传导也较为顺畅。

图 11、成本构成



资料来源：公司招股说明书，江海证券研发部

5 募集资金项目分析

5.1 募投项目介绍

本次发行募集资金用于年产 50,000 吨节能环保型粉末涂料专用聚酯树脂项目的建设,本项目总投资为 19,350 万元,其中固定资产投资 13,350 万元,项目铺底流动资金 1,800 万元,公司自筹配套流动资金 4,200 万元。预计 2010 年第二季度开工建设,建设期 15 个月,2011 年建成,2012 年底之前 70% 达产,2012 年后 100% 达产。

5.2 产能消化难度不大

公司新增产能 5 万吨,相比较原先 3.5 万吨的产能而言规模扩张明显。在短时间内消化新增产能确实需要比较高的营销水平和管理经验。但是我们认为公司对新增产能的消化还是比较有把握的。

主要原因在于:

1: 行业整体增长明显

由于粉末涂料本身具有环保和独特的性能优势,在国外已经越来越广泛的被使用。国内粉末涂料的使用范围随着环境意识的增强也在明显扩大。未来国内粉末涂料的年均增长率将超过 15%,全球粉末涂料的增长率也在 6% 以上,远超过涂料行业的整体增速。

2: 公司具有消化产能的实力

公司产品得到阿克苏诺贝尔和杜邦的认可,标志着公司在粉末涂料专用聚酯领域已经跻身一线厂商的队列。随着公司市场开拓的进行,产能不足已经是公司面临的瓶颈。此次募集资金,将缓解公司紧张的产能,进一步扩大公司的市场占有率。目前公司在行业内的市场占有率约为 10%,未来公司通过扩产和兼并其他企业将使这一数据提升至 30% 左右。

6 盈利预测及估值

盈利预测基本假设前提:

- 1、公司产品价格变化不大,毛利率保持目前水平。
- 2、销售费用率和管理费用基本保持稳定,财务费用率因偿还贷款而有所下降。
- 3、营业外收支、实际所得税率等影响利润表的其它事项基本保持稳定。

表 6、收入预测(万元)

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
户外型聚酯树脂(万元)	29,548.07	33600	54000	72000
产能(万吨)	3.50	3.50	8.50	8.50
产量(万吨)	2.66	2.80	4.50	6.00
价格(万元)	1.11	1.20	1.20	1.20
混合型聚酯树脂(万元)	10,636.69	13680	17100	28500
产能(万吨)	3.50	3.50	8.50	8.50
产量(万吨)	1.00	1.20	1.50	2.50
价格(万元)	1.06	1.14	1.14	1.14

数据来源:江海证券研发部、公司招股说明书

表 7 财务和估值数据摘要(百万元)

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	398.68	407.30	478.07	716.27	1013.27
增长率(%)	8.33%	2.16%	17.37%	49.83%	41.47%
归属母公司股东净利润	30.11	38.27	52.05	79.74	115.97
增长率(%)	26.66%	27.09%	36.01%	53.22%	45.43%
每股收益(EPS)	0.376	0.478	0.651	0.997	1.450
每股经营现金流	0.556	0.547	0.495	0.449	1.235
销售毛利率	14.15%	16.97%	16.50%	16.50%	17.00%
销售净利率	7.55%	9.39%	10.89%	11.13%	11.45%
净资产收益率(ROE)	26.23%	25.00%	10.10%	13.40%	16.31%
投入资本回报率(ROIC)	40.85%	28.09%	31.68%	26.94%	27.44%

数据来源:江海证券研发部

根据估值模型和基本假设,我们预测公司 10-12 年每股收益分别为:0.65 元、1.00 元、1.45 元。

公司目前所在行业正处于高速增长中,我们认为公司的产能扩张为公司未来的发展奠定了基础。公司的合理估值区间为:19.65 元-26.20 元。

附录(单位: 百万元)

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	398.68	407.30	478.07	716.27	1013.27	经营性现金净流量	44.50	43.79	39.59	35.95	98.78
减:营业成本	342.25	338.19	399.18	598.08	841.01	投资性现金净流量	-39.49	-1.69	-110.00	-83.50	0.00
营业税金及附加	1.35	1.19	1.40	2.09	2.96	筹资性现金净流量	-7.32	-20.01	261.29	4.92	5.61
营业费用	9.68	11.07	11.96	17.92	25.35	现金流量净额	-2.11	21.89	190.89	-42.64	104.39
管理费用	5.38	6.37	6.19	9.27	13.11	成长性指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
财务费用	6.95	5.21	-1.89	-4.92	-5.61	营业收入增长率	8.33%	2.16%	17.37%	49.83%	41.47%
资产减值损失	-0.53	1.12	0.00	0.00	0.00	经营利润增长率	20.09%	32.99%	38.85%	53.22%	45.43%
加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	26.66%	27.09%	36.01%	53.22%	45.43%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	8.62%	16.50%	19.24%	49.83%	47.16%
其他经营性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.21%	16.53%	27.50%	58.34%	45.67%
营业利润	33.60	44.15	61.23	93.82	136.44	NOPLAT 增长率	30.57%	22.13%	21.63%	49.83%	47.16%
加:其他非经营性损益	2.29	0.92	0.00	0.00	0.00	经营效率指	22.13%	22.30%	31.03%	-0.44%	2012E
利润总额	35.90	45.07	61.23	93.82	136.44	销售毛利率	14.15%	16.97%	16.50%	16.50%	17.00%
减:所得税	5.79	6.81	9.18	14.07	20.47	销售净利率	7.55%	9.39%	10.89%	11.13%	11.45%
净利润	30.11	38.27	52.05	79.74	115.97	三费/营业收入	5.52%	5.56%	3.40%	3.11%	3.24%
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	26.23%	25.00%	10.10%	13.40%	16.31%
归母公司股东净利润	30.11	38.27	52.05	79.74	115.97	ROA	18.00%	17.24%	10.26%	11.81%	15.16%
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	存货周转率	13.22	11.99	7.07	8.50	7.79
货币资金	33.10	48.92	239.81	197.17	301.57	应收账款周转率	4.81	3.59	5.48	3.36	4.78
应收和预付款项	91.41	126.44	97.29	237.91	236.01	固定资产周转率	8.15	7.77	10.33	6.43	7.00
存货	25.89	28.21	56.45	70.40	107.97	总资产周转率	1.68	1.41	0.83	0.95	1.17
其他流动资产	1.37	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	51.64%	46.97%	10.87%	20.91%	17.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.24	1.50	6.26	3.21	4.25
固定资产和在建工程	52.96	53.11	126.27	164.93	144.75	速动比率	1.02	1.29	5.36	2.76	3.54
无形资产和开发支出	32.58	31.91	58.55	82.19	72.83	现金比率	0.27	0.36	3.81	1.25	1.98
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营现金/流动负债	0.36	0.32	0.63	0.23	0.65
资产总计	237.32	288.60	578.38	752.62	863.13	利息保障倍数	6.27	10.62	-31.32	-18.08	-23.32
短期借款	67.52	51.00	0.00	0.00	0.00	估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应付和预收款项	54.60	83.99	62.32	156.82	151.36	EPS	0.376	0.478	0.655	0.997	1.450
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	45.17	35.54	26.13	17.05	11.73
其他负债	0.43	0.57	0.57	0.57	0.57	PB	11.85	8.89	2.64	2.28	1.91
负债合计	122.55	135.56	62.90	157.39	151.93	PS	3.41	3.34	2.84	1.90	1.34
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00	PCF	30.56	31.06	34.35	37.83	13.77
资本公积	16.22	16.22	306.62	306.62	306.62	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	38.55	76.82	128.86	208.61	324.58	EV/EBIT	24.78	20.62	18.96	13.16	8.17
归属母公司股东权益	114.77	153.04	515.48	595.23	711.20	EV/EBITDA	22.62	18.82	16.18	10.63	6.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/NOPLAT	31.17	24.75	22.31	15.48	9.61
股东权益合计	114.77	153.04	515.48	595.23	711.20	EV/IC	6.91	6.45	4.01	2.89	2.55
负债和股东权益合计	237.32	288.60	578.38	752.62	863.13	EV/SALES	2.65	2.52	2.35	1.63	1.05

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15%以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

刘学亮，化工行业资深研究员，重点关注基础化工行业。

蒋明远，化工行业研究员，重点关注化工新材料行业。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。