

买入并持有，分享高成长

报告要点

■ **增发完成后，公司股本增加 8% 左右，将在 3 年内再造一个联化科技**
 公司公开增发已经获得证监会核准。按照目前 35.60 元的价格增发，公司募集 6.85 亿元需要增发 1924 万股左右，发行后总股本在 26461 万股左右，相对目前股本增加 7.84%。本次增发投资的 6 个项目全部达产后，公司将新增收入 10.18 亿元，净利润 1.64 亿元，相对公司 2010 年的工业收入 (12.55 亿元) 和净利润 (2.03 亿元)，公司的收入和净利润增长都在 80% 以上 (不考虑其他产品增长)。这意味着，公司在未来 3 年内将再造一个联化。

■ **预计 2011-2013 年净利润复合增速高达 45%**

在过去的 6 年中，公司净利润复合增长率高达 33.49%；我们估计，2011-2013 年，公司净利润复合增长率仍在 45% 以上，未来 3 年高速增长可期。

■ **继续推荐联化科技，买入并长期持有，分享公司成长**

我们预计，2011-2013 年，公司归属于母公司所有者的净利润分别达到 3.45、4.75 和 6.20 亿元，净利润复合增速高达 45.06%；按照增发前股本计算，公司每股收益分别为 1.41、1.94 和 2.52 元，目前股价 (35.45 元) 对应市盈率分别为 25、18 和 14 倍；假设本次增发公司股本增加 7.84%，2011-2013 年每股收益分别为 1.30、1.80 和 2.34 元，目前股价对应市盈率分别为 27、20 和 15 倍。在我们覆盖的精细化工公司中，联化科技 2011 年的市盈率最低、成长性也最为确定。因此，我们继续推荐联化科技，买入并长期持有，分享公司成长。

■ **风险提示：公司未能拿到新的定制生产订单；化工生产中存在安全风险。**

当前股价：35.45
 材料行业评级：中性

公司基本数据 2011. 3. 23

总股本(万股)	24537
流通 A 股/B 股(万股)	9880/0
资产负债率	48.22%
每股净资产(元)	3.60
市盈率(当前)	42.85
市净率(当前)	9.85
12 个月内最高/最低价	59.47/24.00

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师：
 刘俊
 (8621) 68751310
fengxt@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120002
 联系人：
 冯先涛/张翔
fengxt@cjsc.com.cn
Zhangxiang1@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1973	2300	2774	3390
增长率(%)	47%	17%	21%	22%
归属母公司所有者净利润(百万元)	203.0	345.2	475.4	619.5
增长率(%)	57%	70%	38%	30%
每股收益(元)	0.83	1.41	1.94	2.52
净资产收益率(%)	23.0%	28.1%	27.9%	26.7%
每股经营现金流(元)	0.76	2.75	2.84	3.64
现金分红收益率(%)	0.6%	0%	0%	0%

正文目录

我们的观点	4
3 年内，公司将再造一个联化科技	4
按照目前价格计算，公司本次增发增加股本 8%左右	4
6 家中间体公司中，联化科技市值最大，市盈率最低	4
盈利预测：2011-2013 年净利润复合增速高达 45%	5
继续推荐联化科技，	5
风险提示	5
本次增发项目将在 3 年内再造一个联化科技.....	6
按照目前价格计算，公司本次增发增加股本 8%左右	6
募集资金投向中间体和原料药共 6 个项目	6
淳尼胺：2009 年下游 ARB 市场容量已超过 250 亿美元，增速 15%以上	7
唑草酮：为 FMC 定制生产	8
3 年内，公司将再造一个联化科技	10
我们看好联化科技至少未来 3 年的成长性，维持“推荐”	11
主要假设	11
盈利预测：2011-2013 年净利润复合增速高达 45%	11
继续推荐联化科技，	11
买入并持有联化科技，分享公司成长	13

图表目录

图 1: 2009 年中国抽样医院抗高血压类药物分类份额	7
图 2: 全球处方药各种类销售额前 15 名（单位：亿美元）	7
图 3: 唑草酮分子式	8
图 4: 唑草酮合成路线	9
图 5: 联化科技单季度收入（万元）和毛利率	11
图 6: 联化科技单季度净利润（万元）和每股收益	12
图 7: 联化科技收入（万元）及增长率	12
图 8: 联化科技净利润（万元）和增长率	13
图 9: 联化科技上市以来股价远远跑赢指数	14
表 1: 6 家中间体公司市值和市盈率对比	4
表 2: 公司募投项目	6
表 3: 唑草酮适用作物及主要市场	8
表 4: FMC 唑草酮专利	9
表 5: FMC 唑草酮补充保护证书（SPCs）	9
表 6: 2005-2010 年净利润复合增长率高达 33.49%	11
表 7: 联化科技股价年度涨幅（前复权，基准日 2011 年 3 月 23 日）	13
公司财务报表及指标预测	15

我们的观点

3 年内，公司将再造一个联化科技

我们估计，公司本次拟投资建设的 6 个项目将能够在 3 年左右的时间内再造一个联化科技。分开看来，联化科技（台州）公司的 3 个项目达产后可实现年均新增销售收入 44000 万元，年均新增利润总额 9352 万元，按照 25% 的所得税率计算，净利润 7014 万元，增厚每股收益 0.29 元（不考虑增发股本增加）；江苏子公司项目达产后可实现年均新增销售收入 57778 万元，年均新增利润总额 12580 万元，按照 25% 的所得税率计算，净利润 9435 万元，增厚每股收益 0.38 元（不考虑增发股本增加）。

总体来看，公司的 6 个项目全部达产后，公司将新增收入 10.18 亿元，净利润 1.64 亿元，相对公司 2010 年的工业收入（12.55 亿元）和净利润（2.03 亿元），公司的收入和净利润增长都在 80% 以上（不考虑其他产品增长）。这意味着，公司在未来 3 年内将再造一个联化科技。

按照目前价格计算，公司本次增发增加股本 8% 左右

联化科技本次公开增发股票已经获得证监会核准，本次增发不超过 3,600 万股股，该批复自核准发行之日起 6 个月内有效。

按照目前价格计算，公司本次增发增加股本 8% 左右。按照有关规定，本次公开增发的发行价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价，具体发行价格由股东大会授权公司董事会与主承销商协商确定。公司 2011 年 3 月 23 日收盘价为 35.45 元，前 20 个交易日收盘均价 35.60 元。如果按照 35.60 元的价格增发，公司募集 6.85 亿元需要增发 1924 万股左右，发行后总股本在 26461 万股左右，相对目前股本增加 7.84%。

6 家中间体公司中，联化科技市值最大，市盈率最低

从市值看，6 家中间体公司中，联化科技的市值（86.98 亿元）最大，新开原市值（20.42 亿元）最小；

从市盈率来看，6 家中间体公司中，联化科技估值水平最低，九九久市盈率最高。

表 1：6 家中间体公司市值和市盈率对比

证券代码	公司简称	股价	EPS			PE			总市值（亿元）
			10A	11E	12E	10E	11E	12E	
002250.SZ	联化科技	35.45	0.83	1.41	1.94	42.85	25.20	18.30	86.98
002453.SZ	天马精化	36.09	0.58	0.93	1.29	62.60	38.67	27.92	43.31
002326.SZ	永太科技	50.54	0.46	1.21	2.11	109.87	41.77	23.95	67.47
300107.SZ	建新股份	62.24	0.88	1.34	1.98	70.66	46.29	31.50	41.64
002411.SZ	九九久	36.89	0.36	0.52	0.77	103.04	70.52	47.97	47.59
300109.SZ	新开源	56.71	0.73	1.23	2.40	77.18	46.21	23.63	20.42

资料来源：wind，长江证券研究部（注：天马精化、建新股份和九九久盈利预测来自 wind 市场预期，其他为我们预测数据）

盈利预测：2011-2013 年净利润复合增速高达 45%

我们预计，公司 2011-2013 年工业收入分别达到 15.81、20.55 和 26.72 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别达到 3.45、4.75 和 6.20 亿元，净利润复合增速高达 45.06%；按照增发前股本计算，公司每股收益分别为 1.41、1.94 和 2.52 元；假设公司本次发行价格定为 35.60 元/股，公司本次需要增发 1924 万股左右，发行后总股本在 26461 万股左右，相对目前股本增加 7.84%，按照增发之后的股本计算，2011-2013 年每股收益分别为 1.30、1.80 和 2.34 元。

继续推荐联化科技，

2005-2010 年，联化科技已经实现连续 5 年高成长（2007 年净利润增速低主要是因为公司当年停止染料业务），复合增长率高达 33.49%；我们预计这种高增长的态势至少在未来 3 年内都仍将持续。根据我们的测算，按照增发完成前的股本计算，公司目前股价（35.45）对应 2011-2013 年每股收益的市盈率分别为 25、18 和 14 倍；按照增发完成后的股本计算，目前股价对应未来 3 年每股收益的市盈率分别为 27、20 和 15 倍。在我们覆盖的精细化工公司中，联化科技 2011 年的市盈率最低、成长性也最为确定。

风险提示

公司未能拿到新的定制生产订单；原料涨价；本次增发项目进度低于预期；化工生产中存在安全风险。

本次增发项目将在 3 年内再造一个联化科技

按照目前价格计算，公司本次增发增加股本 8% 左右

联化科技本次公开增发股票已经获得证监会核准，本次增发不超过 3,600 万股，该批复自核准发行之日起 6 个月内有效。

按照目前价格计算，公司本次增发增加股本 8% 左右。按照有关规定，本次公开增发的发行价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价，具体发行价格由股东大会授权公司董事会与主承销商协商确定。公司 2011 年 3 月 23 日收盘价为 35.45 元，前 20 个交易日收盘均价 35.60 元。如果按照 35.60 元的价格增发，公司募集 6.85 亿元需要增发 1924 万股左右，发行后总股本在 26461 万股左右，相对目前股本增加 7.84%。

募集资金投向中间体和原料药共 6 个项目

公司本次增发主要投资以下 6 个项目：

- (1) 投资 19,842 万元在浙江省化学原料药基地临海园区建设年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目，由公司全资子公司联化科技(台州)有限公司负责实施；
- (2) 投资 45,281 万元在江苏省响水县陈家港化工园建设年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目，由公司控股子公司江苏联化科技有限公司负责实施。

表 2：公司募投项目

募投项目汇总	新增收入 (万元)	新增净利润 (万元)	增厚 EPS	投资额 (万元)	备注
2500 吨/年卤代芳腈产业化技改项目	10,474.40	1,890.23	0.08	10,824.60	IP0 募投项目，由母公司联化科技在台州厂区实施，2010 年 10 月份已投产。
600 吨/年 XDE 生产线建设项目	15,385.00	1,868.30	0.08	8,669.00	IP0 募投项目，由江苏联化实施，2010 年 8 月份已投产。
年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目	57,778.00	9,435.00	0.38	45,281.00	本次增发项目，建设期 23 个月，由江苏联化负责实施。
年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目	44,000.00	7,014.00	0.29	19,842.00	本次增发项目建设期 23 个月，由台州联化负责实施。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

淳尼胺是合成 ARB（非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂）沙坦类抗高血压药物的重要中间体；氟唑菌酸主要用来合成抗真菌类药物；环丙嘧啶酸是新型嘧啶酮类和嘧啶胺类杀虫剂的重要中间体；唑草酮是美国 FMC 公司开发的新型除草剂，公司该产品为美国 FMC 公司进行定制生产，公司已和美国 FMC 公司签订长期定制生产合同，项目生产的唑草酮产品全部销售

给美国 FMC 公司；联苯菌胺是一种新型精细化学品，可作为农药中间体和液晶材料中间体；甲虫胺是一种新型精细化学品，主要作为农药中间体。

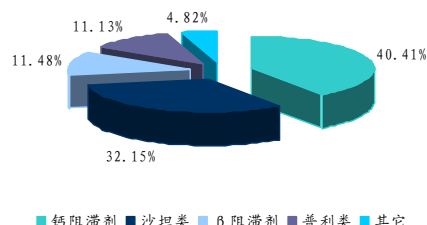
总体来看，公司本次增发的项目包括 4 个农药中间体和 2 个医药中间体，既巩固了公司在农药中间体领域的突出地位，又在医药中间体领域进行开拓。

噻尼胺: 2009 年下游 ARB 市场容量已超过 250 亿美元, 增速 15%

以上

噻尼胺是合成 ARB（非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂）沙坦类抗高血压药物的重要中间体。当前常用于降压的药物主要有 5 类，即利尿药、 β 阻滞剂、血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）、血管紧张素 II 受体阻滞剂（ARB）、钙拮抗剂，这些药物都可以作为降压治疗的起始用药和维持用药。

图 1: 2009 年中国抽样医院抗高血压类药物分类份额

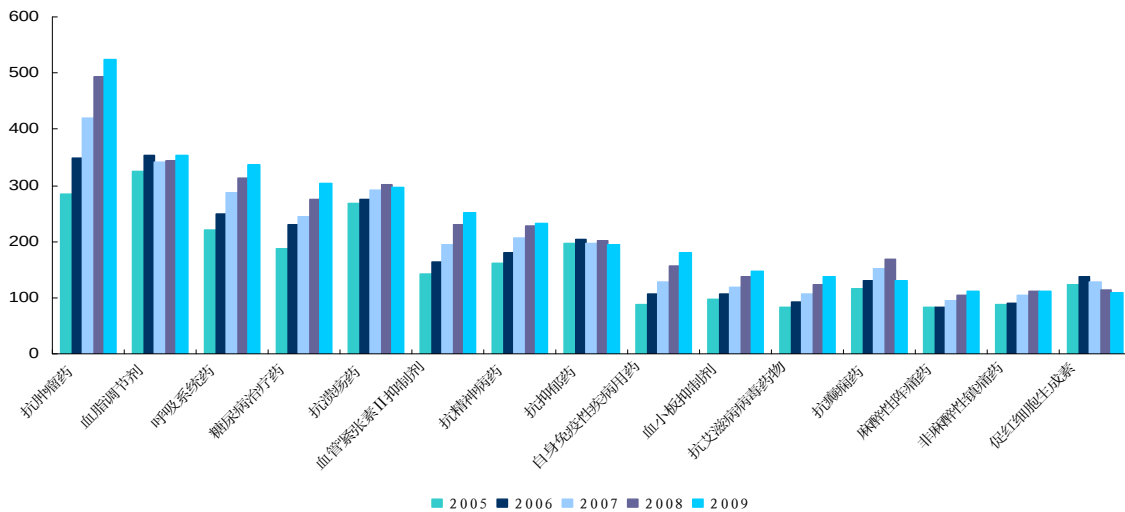


资料来源：长江证券研究部

血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）、血管紧张素 II 抑制剂（ARB）都属于肾素血管紧张素醛固酮系统用药，作用结果类似，但是 ARB 不会引起咳嗽。从目前两者的市场表现来看，ACEI 的增长速度已经放缓，2004~2007 年间的复合增长率为 4.0%，2005~2007 的年复合增长率仅为 1.8%。而 ARB 虽然平均价格最高、但是增长速度最快，2002~2007 年国内 ARB 销售金额的年复合增长率为 48.6%，销售数量的复合增长率为 57%。

我们在 2010 年 9 月 7 日的《中间体公司研究：定制成为趋势》报告中，曾经对 2005-2009 年各类药物及全球处方药整体年复合增长率进行了测算对比：血管紧张素 II 抑制剂年复合增长率（15.32%）排名第三、仅次于自身免疫性疾病用药（19.68%）和抗肿瘤药（16.37%），其复合增长率远高于处方药整体水平（7.27%）。

图 2: 全球处方药各种类销售额前 15 名（单位：亿美元）



资料来源：中国医药经济信息网，长江证券研究部

唑草酮：为 FMC 定制生产

唑草酮是由 FMC 公司发现、1993 年在英国布赖顿植保会议上报道的除草剂，该活性成分为原卟啉原氧化酶（PPO）抑制剂，选择性芽后除草，用于大豆、棉花、小麦和高粱等作物。

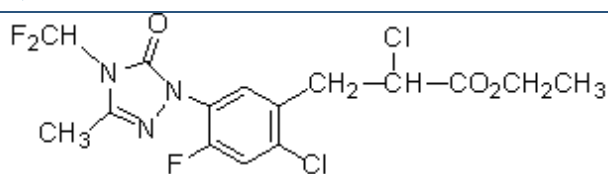
FMC 公司唑草酮产品商品名有“Aurora”、“Spotlight”、“Aim”、“Platform”和“Shark”等。

表 3：唑草酮适用作物及主要市场

主要适用作物	金虎尾、杏树、鳄梨树、香蕉、大麦、琉璃苣、芸苔、仙人掌、谷物、番荔枝、柑桔、椰子、咖啡、棉花、南美番荔枝、费约果属植物、无花果、亚麻、饲料植物、葡萄柚、葡萄、番石榴、蛇麻、辣根、唐棣属植物、猕猴桃、豆科植物、越橘、荔枝、龙眼树、玉米、芒果、桑树、芥菜籽、燕麦、黄秋葵、橄榄、西番莲果、木瓜树、番木瓜树、花生、柿树、阿月浑子、仁果、石榴树、马铃薯、野红毛丹、柚子、红毛丹树、油菜籽、水稻、根菜、块茎类蔬菜、黑麦、红花、北美白珠树、人参果树、高粱、大豆、金星果、核果、草莓、甜菊、甘蔗、向阳花、茶树、坚果树、黑小麦、草坪、结球叶菜、香草、葡萄和小麦等。
主要市场	阿根廷、澳大利亚、奥地利、比利时、巴西、加拿大、中国、哥伦比亚、捷克、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、以色列、意大利、日本、墨西哥、荷兰、菲律宾、波兰、斯洛伐克、南非、韩国、西班牙、瑞士、英国和美国等。

资料来源：长江证券研究部

图 3：唑草酮分子式



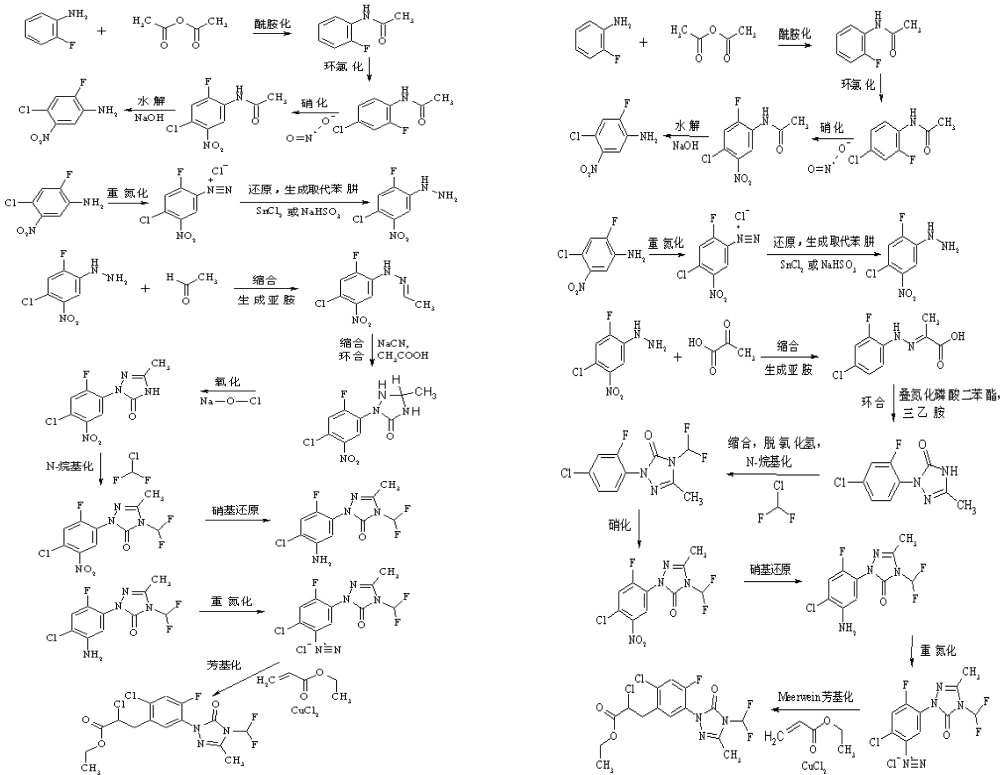
资料来源：长江证券研究部

市场开发的唑草酮既有单剂，又有复配产品。与唑草酮复配的活性成分主要有：异丙隆（isoproturon）、精 2 甲 4 氯丙酸（mecoprop-P, MCP-P）、甲磺隆（metsulfuron-methyl）、嘧草醚+吡嘧磺隆（pyriminobac-methyl + pyrazosulfuron-ethyl）和禾草丹（thiobencarb）等。

合成路线

唑草酮合成关键中间体有邻氟苯胺、2-氟-4-氯-5-硝基苯胺、2-氟-4-氯-5-硝基苯肼和二氟氯甲烷等。

图 4：唑草酮合成路线



资料来源：长江证券研究部

FMC 在欧洲和美国拥有唑草酮专利，在英国拥有 3 个补充保护证书

FMC 在欧洲和美国各拥有一项唑草酮专利，2 项专利 2009 年都已经到期。

表 4：FMC 唑草酮专利

申请国	专利号	申请日	到期日
欧洲	EP 0432212	1989 年 8 月 16 日	2009 年 8 月 15 日
美国	US 5125958		2009 年 6 月 29 日

资料来源：长江证券研究部

除了上述专利外，FMC 唑草酮在英国还拥有三个补充保护证书（SPCs）。

表 5：FMC 唑草酮补充保护证书（SPCs）

序号	证书号	化合物	最长有效期
1	SPC/GB98/005 EP0432212	唑草酮	2012 年 7 月 28 日
2	SPC/GB99/022 GB20065116	噻吩磺隆（thifensul-furon-methyl）与唑草酮的复配产品	2005 年 11 月 27 日
3	SPC/GB98/020	甲磺隆（metsulfuron-methyl）与唑草酮的复配产品	2004 年 5 月 28 日

资料来源：长江证券研究部

3 年内，公司将再造一个联化科技

我们估计，公司本次拟投资建设的 6 个项目将能够在几年左右的时间内再造一个联化科技。分开看来，联化科技（台州）公司的 3 个项目达产后可实现年均新增销售收入 44000 万元，年均新增利润总额 9352 万元，按照 25% 的所得税率计算，净利润 7014 万元，增厚每股收益 0.29 元（不考虑增发股本增加）；江苏子公司项目达产后可实现年均新增销售收入 57778 万元，年均新增利润总额 12580 万元，按照 25% 的所得税率计算，净利润 9435 万元，增厚每股收益 0.38 元（不考虑增发股本增加）。

总体来看，公司的 6 个项目全部达产后，公司将新增收入 10.18 亿元，净利润 1.64 亿元，相对公司 2010 年的工业收入（12.55 亿元）和净利润（2.03 亿元），公司的收入和净利润增长都在 80% 以上（不考虑其他产品增长）。这意味着，公司在未来 3 年内将再造一个联化科技。

我们看好联化科技至少未来 3 年的成长性，维持“推荐”

主要假设

1. 公司 2010 年 4 季度的工业业务能够延续；
2. 2010 年与 FMC 签订的新的定制生产合同如期执行，采购量不少于 250 吨，并且持续到 2017 年底；
3. 江苏子公司新增产能逐步释放；
4. 本次增发募投项目在 2013 年中期逐步投产；
5. 公司定制生产产品毛利率稳定；
6. 公司管理费用率和销售费用率稳定；
7. 母公司和江苏子公司执行 15% 的优惠所得税率。

盈利预测：2011-2013 年净利润复合增速高达 45%

在上述假设下，我们预计，公司 2011-2013 年工业收入分别达到 15.81、20.55 和 26.72 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别达到 3.45、4.75 和 6.20 亿元，净利润复合增速高达 45.06%；按照增发前股本计算，公司每股收益分别为 1.41、1.94 和 2.52 元；假设公司本次发行价格定为 35.60 元/股，公司本次需要增发 1924 万股左右，发行后总股本在 26461 万股左右，相对目前股本增加 7.84%，按照增发之后的股本计算，2011-2013 年每股收益分别为 1.30、1.80 和 2.34 元。

继续推荐联化科技，

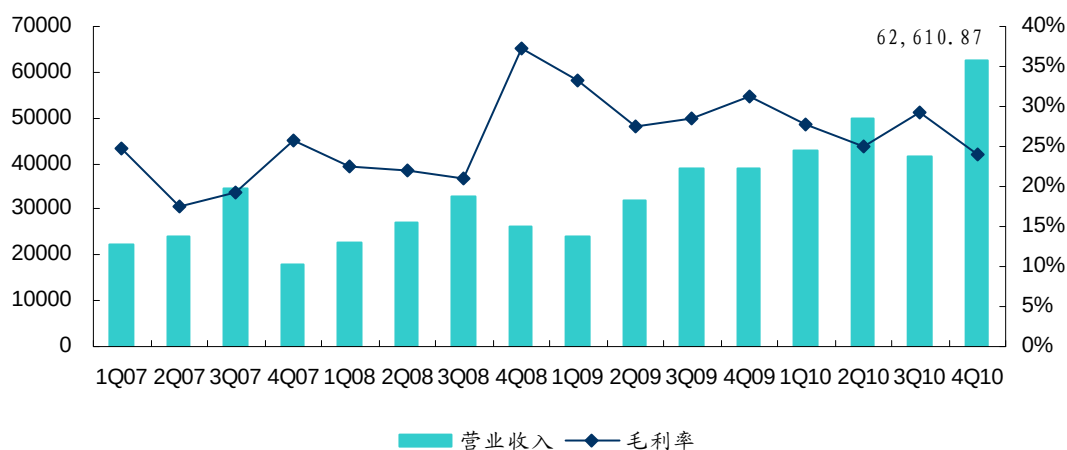
2005-2010 年，联化科技已经实现连续 5 年高成长（2007 年净利润增速低主要是因为公司当年停止染料业务），复合增长率高达 33.49%；我们预计这种高增长的态势至少在未来 3 年内都仍将持续。根据我们的测算，按照增发完成前的股本计算，公司目前股价（35.45）对应 2011-2013 年每股收益的市盈率分别为 25、18 和 14 倍；按照增发完成后的股本计算，目前股价对应未来 3 年每股收益的市盈率分别为 27、20 和 15 倍。在我们覆盖的精细化工公司中，联化科技 2011 年的市盈率最低、成长性也最为确定。

表 6：2005-2010 年净利润复合增长率高达 33.49%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
收入（万元）	75,642.09	90,889.08	98,697.95	108,493.79	134,059.31	197,344.91
增长率		20.16%	8.59%	9.93%	23.56%	47.21%
净利润	3,873.97	5,771.67	5,824.97	7,473.57	12,955.98	20,297.87
增长率		48.99%	0.92%	28.30%	73.36%	56.67%
每股收益	0.16	0.24	0.24	0.3	0.53	0.83

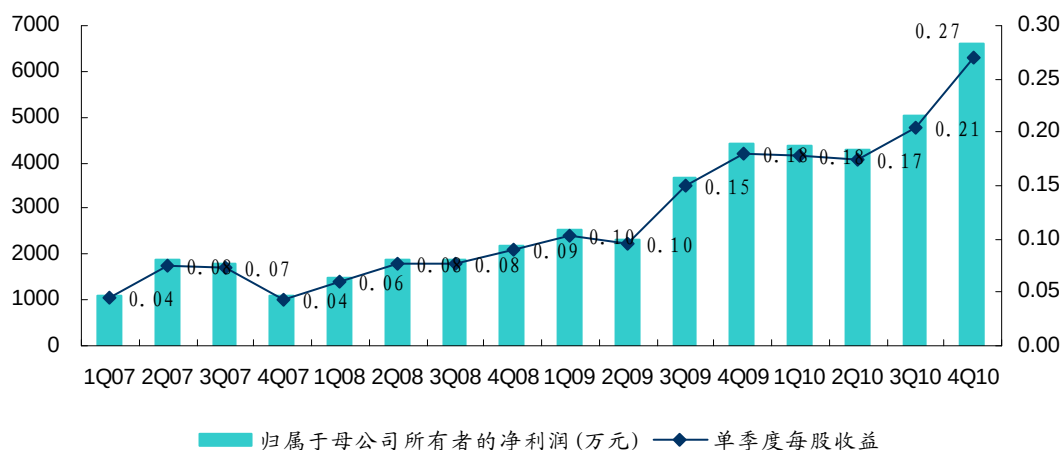
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：联化科技单季度收入（万元）和毛利率



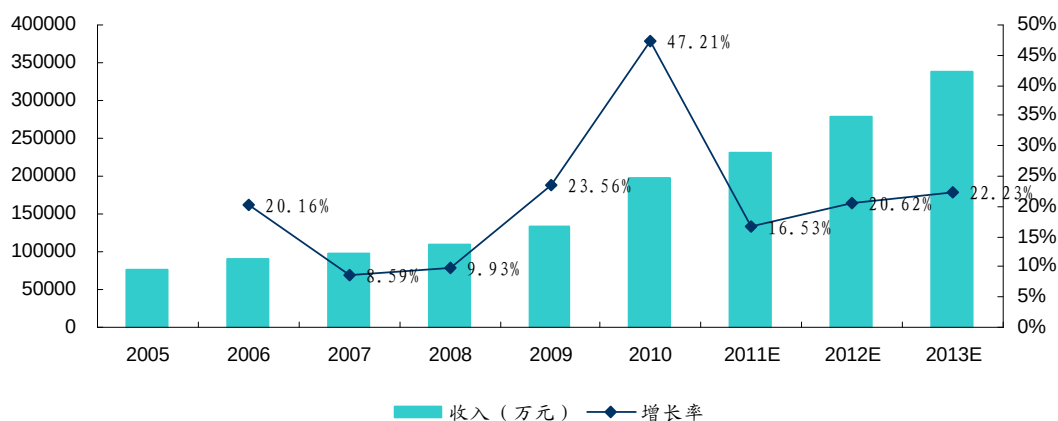
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 联化科技单季度净利润（万元）和每股收益



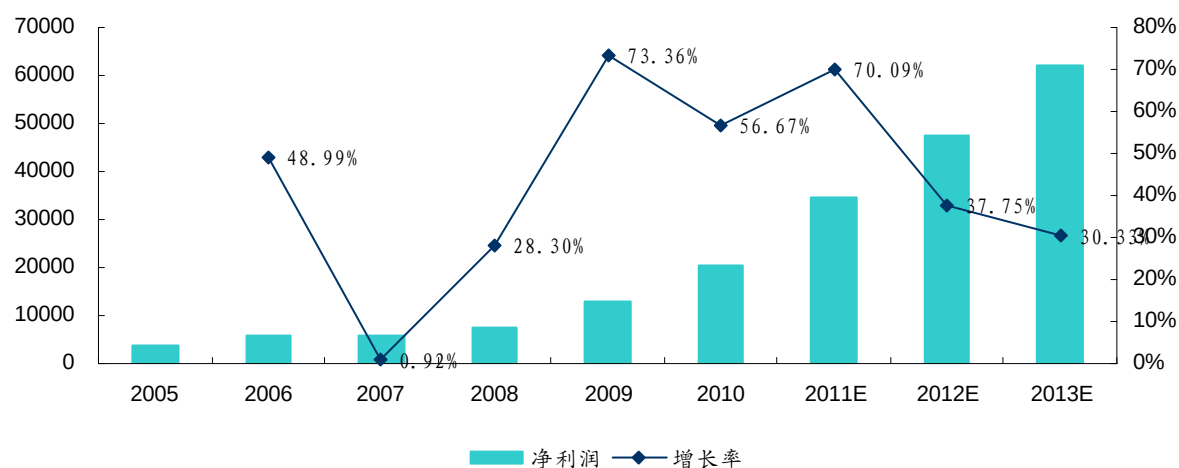
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 联化科技收入（万元）及增长率



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：联化科技净利润（万元）和增长率



资料来源：Wind，长江证券研究部

买入并持有联化科技，分享公司成长

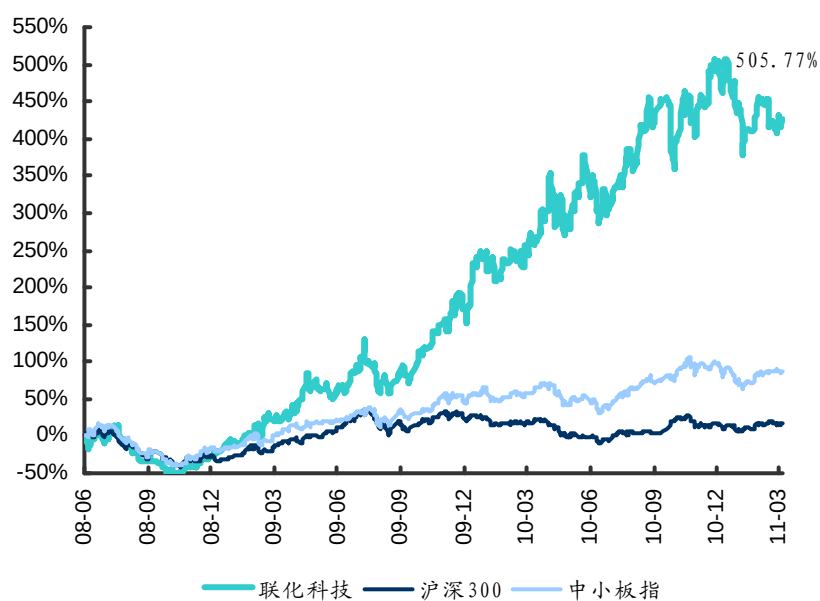
伴随着公司成长，公司股价一路上行。自 2008 年 6 月 19 日上市至今，联化科技股价上涨了 426.58%（最高涨幅 505.77%），远远跑赢沪深 300 指数和中小板指数（同期沪深 300 指数上涨 17.74%，中小板指数上涨 87.20%）。

表 7：联化科技股价年度涨幅（前复权，基准日 2011 年 3 月 23 日）

年份	2008	2009	2010	2011
年初	6.38	4.89	22.35	40.8
年底	4.89	22.35	40.8	35.45
涨幅	-23.35%	357.06%	82.55%	-13.11%

资料来源：长江证券研究部（注：2008 年初价格指上市当天价格；2011 年底价格指 3 月 23 日收盘价）

图 9：联化科技上市以来股价远远跑赢指数



资料来源：Wind, 长江证券研究部

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1973	2300	2774	3390
营业成本	1458	1272	1562	1938
毛利	515	617	802	1042
% 营业收入	26.1%	26.8%	28.9%	30.7%
营业税金及附加	5	4	5	7
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	28	23	30	39
% 营业收入	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%
管理费用	218	174	206	267
% 营业收入	11.0%	7.6%	7.4%	7.9%
财务费用	8	10	2	1
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	248	406	559	729
% 营业收入	12.6%	17.7%	20.2%	21.5%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	248	406	559	729
% 营业收入	12.6%	17.7%	20.2%	21.5%
所得税费用	45	61	84	109
净利润	203	345	475	620
归属于母公司所有者的净利润	203.0	345.2	475.4	619.5
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.83	1.41	1.94	2.52
现金流量表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	186	676	697	890
取得投资收益	0	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	30	0	0	0
无形资产投资	56	0	0	0
固定资产投资	0	-200	-100	-80
其他	-394	0	0	0
投资活动现金流净额	-308	-200	-100	-80
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	-300	20	16
筹资成本	-8	-10	-2	-1
其他	151	0	0	0
筹资活动现金流净额	142	-310	18	15
现金净流量	20	166	615	825

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	99	265	880	1705
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	250	190	247	321
存货	322	203	263	342
预付账款	70	48	63	81
其他流动资产	45	44	45	47
流动资产合计	786	750	1498	2496
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产合计	635	692	716	721
无形资产	56	53	50	47
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	6	6	6	6
其他非流动资产	192	264	258	241
资产总计	1705	1795	2558	3542
短期贷款	340	0	0	0
应付款项	201	125	163	212
预收账款	145	304	509	776
应付职工薪酬	1	1	1	2
应交税费	0	6	8	11
其他流动负债	120	75	98	127
流动负债合计	807	512	780	1128
长期借款	0	40	60	76
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	822	567	855	1219
归属于母公司	883	1228	1704	2323
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	883	1228	1704	2323
负债及股东权益	1705	1795	2558	3542
基本指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.83	1.41	1.94	2.52
BVPS	3.60	5.01	6.94	9.47
PE	42.85	25.20	18.30	14.04
PEG	0.95	0.56	0.41	0.31
PB	9.85	7.08	5.11	3.74
EV/EBITDA	34.86	17.28	12.19	8.58
ROE	23.0%	28.1%	27.9%	26.7%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。