

业绩符合预期 未来成长可期

事件

公司公布 2011 年半年报，公司实现营业收入 98,547.22 万元，同比增长 30.68%；实现归属于上市公司股东净利润 7,210.64 万元，同比增长 17.20%，EPS 为 0.29，符合我们预期。另外公司营业外收入 1,794.63 万元，同比增长 974.25%，主要是当地财政补助及省科技成果转化专项资金。

研究观点

- **硬泡组合聚醚产品下半年毛利率有望得到改善。**上半年，公司仍面临通胀，产品生产用主要原辅材料价格持续上涨，制造费用增加等不利因素影响，其中主要原材料环氧丙烷和白糖价格同比上涨 20%以上，对公司的硬泡组合聚醚的毛利率产生了一定影响，同比下降 3.1%。我们认为公司的产品定价具有一定滞后性，下半年原料价格有望回落及公司提高产品议价能力，产品毛利率有望得到改善。
- **异丙醇胺产品毛利率提升，经营业绩稳健向好。**公司克服了异丙醇胺的主要原材料环氧丙烷和液氨的价格上涨等不利因素，针对国际、国内市场，在产品结构调整、新应用领域、新市场以及贸易方式等方面加强管理，产品毛利率有所上升，同比提高 2.35%，未来业绩稳健向好。
- **硬泡组合聚醚行业龙头地位将得到进一步巩固。**公司于 7 月 8 日成功募集资金 2.32 亿元，用于年产 6 万吨环保型聚氨酯硬泡聚醚技术改造项。预计明年上半年项目竣工投产，届时公司硬泡组合聚醚产能规模达 15 万吨。同时公司的减压发泡技术应用推广有助于公司的新增产能的销售释放。
- **新材料项目的储备为公司未来的成长提供保证。**公司年产 100 万平方米高阻燃保温板项目竣工投入使用，1200 万平方米太阳能 EVA 封装胶膜生产线加紧建设当中，通过新材料产业的投入，形成新的经济增长来源，促进公司经营业绩增长。
- **投资建议：**我们认为公司正积极克服原料上涨的不利因素，不断的以技术创新来带动未来的发展，维持公司 2011—2013 年 EPS 在 0.58、0.88、1.06 的盈利预测，维持公司买入评级，目标价 17.6 元。
- **风险因素：**原材料价格波动风险，



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

石油与化工高级分析师
8621-63325888-6071
yangyun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S860108121215

王晶（博士）

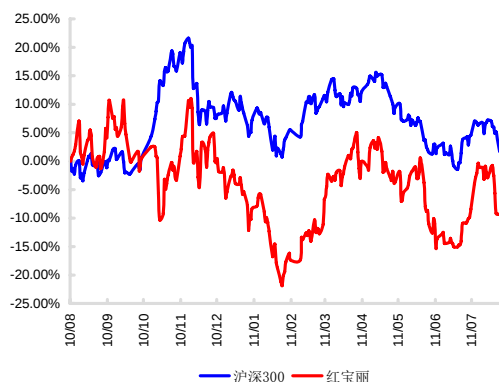
石油与化工首席分析师
8621-63325888-6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

联系人

谢建斌
8621-63325888-8511
xiejianbin@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 7 月 29 日)	15.05 元
目标价格	17.60 元
总股本/A 股 (百万股)	252
A 股市值 (亿元)	37.93
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2011 年 8 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1387	1941	2388	2863
同比 (%)	50.2%	40.0%	23.0%	19.9%
归属母公司净利润	92	146	221	268
同比 (%)	-7.8%	59.6%	51.1%	21.4%
毛利率 (%)	16.4%	17.8%	19.4%	19.4%
ROE (%)	15.5%	19.9%	23.1%	21.9%
每股收益 (元)	0.36	0.58	0.88	1.06
P/E (倍)	41.39	27.80	18.40	15.15
P/B (倍)	6.43	5.53	4.25	3.32
EV/EBITDA (倍)	26	18	12	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	719	873	1068	1282	营业收入	1387	1941	2388	2863
现金	83	90	100	100	营业成本	1159	1596	1924	2308
应收账款	165	206	269	330	营业税金及附加	3	5	6	7
其它应收款	3	9	7	9	营业费用	30	42	49	59
预付账款	36	51	68	74	管理费用	56	97	102	117
存货	259	351	385	462	财务费用	22	7	9	11
其他	173	166	235	307	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	427	338	500	584	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	311	225	316	369	营业利润	117	194	295	359
在建工程	49	49	109	130	营业外收入	7	6	6	6
无形资产	64	62	73	82	营业外支出	2	2	2	2
其他	52	52	111	133	利润总额	121	198	299	362
资产总计	1145	1211	1566	1866	所得税	23	40	60	72
流动负债	475	392	504	503	净利润	98	158	239	290
短期借款	272	183	292	264	少数股东损益	7	12	18	22
应付账款	142	102	119	140	归属于母公司净利润	92	146	221	268
其他	61	107	93	98	EBITDA	161	230	343	418
非流动负债	58	48	52	64	EPS (元)	0.36	0.58	0.88	1.06
长期借款	50	44	47	57	主要财务比率				
其他	8	4	5	7	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	533	441	556	567	成长能力				
少数股东权益	23	35	53	75	营业收入	50.2%	40.0%	23.0%	19.9%
股本	252	252	252	252	营业利润	-14.6%	66.1%	52.1%	21.7%
资本公积	42	42	42	42	归属于母公司净利润	-7.8%	59.6%	51.1%	21.4%
留存收益	295	441	662	931	获利能力				
归属母公司股东权益合计	589	736	957	1225	毛利率	16.4%	17.8%	19.4%	19.4%
负债和股东权益	1145	1211	1566	1866	净利率	6.6%	7.5%	9.3%	9.4%
现金流量表					ROE		15.5%	19.9%	23.1%
单位:百万元					ROIC	16.2%	22.0%	24.3%	24.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	-95	51	109	160	资产负债率	46.5%	36.4%	35.5%	30.4%
净利润	98	158	239	290	净负债比率				
折旧摊销	22	30	39	48	流动比率	1.51	2.23	2.11	2.55
财务费用	22	7	9	11	速动比率	0.97	1.33	1.35	1.63
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-234	-141	-179	-190	总资产周转率	1.45	1.65	1.72	1.67
其它	-2	-3	1	2	应收账款周转率	9	10	10	10
投资活动现金流	-131	-108	-201	-132	应付账款周转率	11.31	13.07	17.44	17.84
资本支出	131	108	190	122	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.36	0.58	0.88	1.06
其他	0	0	-11	-10	每股经营现金流	-0.14	0.20	0.43	0.64
筹资活动现金流	174	-60	102	-28	每股净资产	2.34	2.92	3.80	4.86
债务融资	212	-95	111	-17	估值比率				
权益融资	0	0	0	0	P/E	41.39	27.80	18.40	15.15
其它	-38	34	-9	-12	P/B	6.43	5.53	4.25	3.32
现金净增加额	-51	-117	10	0	EV/EBITDA	26	18	12	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn