

业绩弹性大 仍具高成长性

事件

公司公布 2011 年半年报，公司产品的销量、营业收入和净利润同比均实现了较大幅度的增长。实现营业收入 15.58 亿元，同比增长 87.06%；产品销量 12.42 万吨同比增长 72.29%；归属母公司净利润 1.166 亿元，同比增长 90.93%；实现基本每股收益 0.45 元。

研究观点

- 公司晶硅切割液产品毛利率低于预期，但公司仍具备了一定的成本转嫁能力。上半年公司晶硅切割液实现销售收入 7.93 亿元，同比增长 70.84%，由于公司晶硅切割液的主要原材料环氧乙烷、二乙二醇的市场价格同比分别上涨 4%和 15%，公司切割液的毛利率为 13.82%，同比下降 0.45%，公司具备了一定的成本转嫁能力，但整体毛利率仍低于预期。
- 减水剂聚醚单体业务稳步增长，是公司未来销量及利润的增长点。公司减水剂聚醚单体业务实现销售收入 6.13 亿元，同比增长 137.31%，毛利率为 13.05%，同比增加 3.38%。公司聚醚单体业务在行业内拥有无可比拟的成本优势，随着第三代聚羧酸型高性能减水剂的应用推广，逐渐走进民用建设施工市场，公司的减水剂聚醚单体业务发展后劲十足。
- 晶硅切割液产品盈利能力有望得到改善。我们认为基于国家对新能源政策如太阳能光伏发电上网电价政策的实施，光伏行业长期看好，并有望在下半年回暖。同时公司的主要原材料环氧乙烷、二乙二醇下半年价格有望回落，降低公司的生产成本，从而提升公司的盈利能力。
- 公司业务弹性大，仍能保持高成长性。我们认为公司今年新增的南京、扬州及山东滕州的产能将陆续释放，为公司的快速发展提供保障。公司的下游光伏行业，混凝土减水剂行业长期向好，同时基于公司对核心原料环氧乙烷的掌控力度，公司仍能保持快速发展。
- 投资建议：我们预期公司仍能保持较快的发展速度，由于上半年公司产品毛利率改善不大，根据中报的情况我们作出相应调整，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.19、1.53、1.92 元（原预测分别为 1.31、1.63、2.04 元），给予 2011 年 30 倍 PE，对应目标价为 35.7 元，维持公司的买入评级。
- 风险因素：原材料价格波动，应收帐款增加，切割液回收液影响等。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

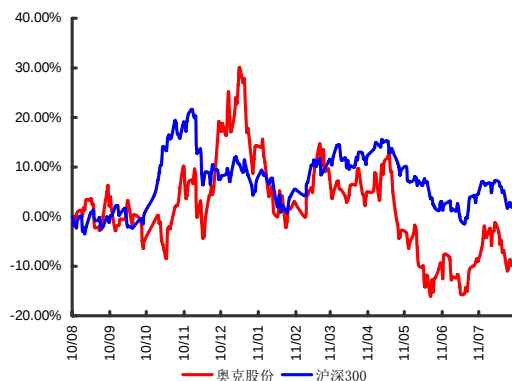
王晶（博士） 石油与化工首席分析师
8621-63325888-6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

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

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 8 月 1 日）	29.10 元				
目标价格	35.70 元				
总股本/A 股（百万股）	259				
A 股市值（亿元）	75.43				
国家/地区	中国				
行业	化工				
报告发布日期	2011 年 8 月 2 日				

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2211	3584	4855	6045
同比(%)	107%	62%	35%	24%
归属母公司净利润	172	308	396	499
同比(%)	2%	79%	29%	26%
毛利率(%)	12.8%	16.1%	15.9%	16.2%
ROE(%)	6.2%	10.0%	11.4%	12.5%
每股收益(元)	0.66	1.19	1.53	1.92
P/E (倍)	43.86	24.53	19.02	15.13
P/B (倍)	2.72	2.45	2.17	1.90
EV/EBITDA (倍)	37	18	13	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	2563	2870	3081	3517	营业收入	2211	3584	4855	6045
现金	1835	1807	1640	1651	营业成本	1928	3008	4082	5063
应收账款	338	463	628	859	营业税金及附加	6	11	15	18
其它应收款	6	10	14	19	营业费用	51	118	160	199
预付账款	142	241	327	405	管理费用	41	72	97	121
存货	108	165	224	271	财务费用	-9	-40	-37	-36
其他	135	183	248	311	资产减值损失	-3	1	1	2
非流动资产	446	459	774	963	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	35	35	35	35	投资净收益	-0	0	0	-0
固定资产	218	233	466	569	营业利润	197	415	537	677
在建工程	103	101	120	143	营业外收入	13	6	6	6
无形资产	91	91	153	216	营业外支出	1	0	0	0
其他	3009	3330	3855	4480	利润总额	209	421	543	683
资产总计	1145	1211	1566	1866	所得税	37	93	119	150
流动负债	225	324	418	508	净利润	172	329	424	533
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	21	27	34
应付账款	84	120	162	204	归属于母公司净利润	172	308	396	499
其他	141	205	256	303	EBITDA	207	415	568	739
非流动负债	0	38	45	48	EPS (元)	0.66	1.19	1.53	1.92
长期借款	9	11	13	7	主要财务比率				
其他	-9	27	32	41	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	225	362	463	556	成长能力				
少数股东权益	43	64	91	125	营业收入	107.1%	62.1%	35.5%	24.5%
股本	259	259	259	259	营业利润	0.5%	111.2%	29.3%	26.0%
资本公积	2202	2202	2202	2202	归属于母公司净利润	2.5%	78.8%	28.9%	25.7%
留存收益	314	621	1018	1516	获利能力				
归属母公司股东权益合计	2679	3082	3479	3978	毛利率	12.8%	16.1%	15.9%	16.2%
负债和股东权益	3009	3508	4033	4658	净利率	7.8%	8.6%	8.2%	8.2%
现金流量表					ROE		6.2%	10.0%	11.4%
单位:百万元					ROIC	19.9%	31.2%	27.8%	27.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	-43	54	175	269	资产负债率	7.5%	10.3%	11.5%	11.9%
净利润	172	329	424	533	净负债比率				
折旧摊销	19	40	68	98	流动比率	11.38	8.85	7.37	6.93
财务费用	-9	-40	-37	-36	速动比率	10.90	8.34	6.83	6.39
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-238	-247	-284	-335	总资产周转率	1.09	1.13	1.35	1.45
其它	13	-27	5	9	应收账款周转率	8	9	9	8
投资活动现金流	-255	-214	-382	-287	应付账款周转率	33.92	29.54	28.95	27.61
资本支出	205	227	363	263	每股指标 (元)				
长期投资	-30	0	0	0	每股收益	0.66	1.19	1.53	1.92
其他	-80	13	-20	-24	每股经营现金流	-0.26	0.21	0.68	1.04
筹资活动现金流	1762	34	39	30	每股净资产	10.71	11.89	13.42	15.35
债务融资	-398	2	2	-6	估值比率				
权益融资	2093	0	0	0	P/E	43.86	24.53	19.02	15.13
其它	67	32	37	36	P/B	2.72	2.45	2.17	1.90
现金净增加额	1465	-126	-168	11	EV/EBITDA	37	18	13	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

分析师申明

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