

西陇化工 (002584.sz)

公司质地优良,募投项目助力快速成长

王剑雨 分析师

电话: 020-87555888-8635

eMail: wjy3@gf.com.cn

执业编号: S0260511080001

曹勇 分析师

电话: 020-87555888-8833

eMail: cy25@gf.com.cn

执业编号: S0260511080003

公司未来发展值得期待

公司主营业务为各类化学试剂的研发、生产和销售,试剂业务包括通用化学试剂、PCB用试剂以及超净高纯试剂,其中PCB用试剂与超净高纯试剂的需求同下游电子产业发展息息相关。公司管理层持股促使管理层与股东利益一致化,依靠契合行业发展趋势的发展战略,公司未来发展值得期待。

公司超净高纯试剂业务将迎来快速发展

通用化学试剂需求增速同整体宏观经济相关度高,未来需求增速与经济增速相仿;PCB用试剂的下游为PCB产业,预计未来国内相关产业对PCB用试剂的需求增速将保持10%的增速,公司是国内最大的化学试剂供应商之一,未来公司通用化学试剂和PCB用化学试剂有望达到行业两倍增速左右。公司超净高纯试剂受产能制约难以有效满足下游需求,超净高纯试剂募投项目将有效缓解公司产能瓶颈,推动公司超净高纯业务快速发展。

募投项目缓解产能瓶颈,提高产品自制比例

目前,公司各产品产能处于满负荷生产,5万吨PCB用试剂和1万吨超净高纯试剂募投项目一方面能够极大的缓解公司发展的瓶颈,同时进一步提高公司产品自制的比例。公司自制产品的毛利率高于分装,更大幅高于外购,因此,产能的投放将促使公司通过调整产品结构进一步提升产品的盈利水平。

盈利预测及投资评级

预计公司2011-2013年EPS分别为0.43元、0.69元和0.95元,对应当前价2011-2013年PE分别为30.1倍、18.6倍和13.6倍。综合公司的成长性和行业属性,合理价值为16元,对应2012年市盈率为23倍,给予“买入”评级。

风险提示

1.国内化学试剂产能大幅增加;2.宏观经济导致下游需求放缓。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	881.98	1164.16	1349.72	1627.12	1755.32
增长率(%)	15.03%	31.99%	15.94%	20.55%	7.88%
EBITDA(百万元)	76.78	98.40	115.15	179.48	252.41
净利润(百万元)	57.28	72.89	85.95	138.57	190.43
增长率(%)	22.64%	27.26%	17.91%	61.22%	37.43%
每股收益(元)	0.38	0.49	0.43	0.69	0.95
市盈率	0.00	0.00	30.06	18.65	13.57
市净率	0.00	0.00	2.48	2.19	1.89
EV/EBITDA	0.06	0.32	18.16	12.09	7.86

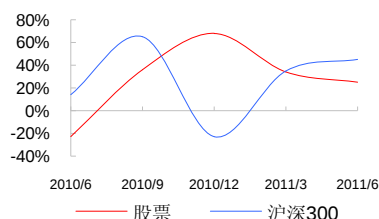
数据来源:西陇化工股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	12.92元
合理价值	16.00元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-5.72	0.59	
沪深300	-10.02	-14.17	-9.38

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	200/50
主要股东:	黄少群
主要股东持股比例	18.30%
流通A股比例	25.00%

财务比率

ROE	19.23%
ROA	11.34%
资产负债率	43.46%

2010年报数据

目录索引

投资要点	3
一、公司概况：未来发展值得期待	4
（一）主营业务：化学试剂占主导，超净高纯把握未来	4
（二）股权结构：股东与管理层利益趋同，长期发展可期	5
（三）发展战略：契合了行业发展趋势，为未来发展指明了方向	5
二、主营业务：超净高纯试剂前景看好	6
（一）通用化学试剂：需求增长与宏观经济关联度高	7
（二）PCB 用化学试剂：需求稳步增长	7
（三）超净高纯试剂：爆发增长的前夜	9
三、募投项目：有效缓解产能瓶颈，提升自制比例	11
四、盈利预测与投资评级：	12
五、风险提示	12

图表索引

图 1：近年公司业务收入构成变化	4
图 2：2009 年公司试剂业务市场占有率	4
图 3：2011 年上半年营业收入与利润构成	4
图 4：公司各产品毛利率变化	4
图 5：2011 年上半年营业收入与利润构成	5
图 6：公司各产品毛利率变化	5
图 7：2009 年国内化学试剂市场构成	7
图 8：2011 年上半年公司化学试剂业务收入构成	7
图 9：我国 GDP 增速预测	7
图 10：未来 5 年我国 PCB 产值预测	8
图 11：全球未来 PCB 产值分布预测	8
图 12：未来 5 年我国 PCB 产值预测	8
图 13：全球未来 PCB 产值分布预测	8
图 14：集成电路中主要的超净高纯试剂	10
图 15：全球主要超净高纯试剂企业市场份额	10
图 16：2010 年公司自制与分装产品毛利率	11
图 17：2010 年公司各产品产能分布	11
表 1：西陇化工股权分布	5
表 2：主要化学试剂分类及其特性	6
表 3：SEMI 超净高纯试剂标准	9
表 4：超净高纯试剂的需求估计	9
表 5：国内主要高纯试剂企业产能	10
表 6：西陇化工募投项目	11

投资要点

公司主营业务为各类试剂的研发、生产和销售，此外还包括少量化工原料业务等，试剂业务包括通用化学试剂、PCB用试剂以及超净高纯试剂，其中PCB用试剂与超净高纯试剂的需求同电子产业息息相关。公司管理层通过名远投资持有公司股份，促使公司管理层与股东利益一致化，通过对行业的深刻把握，制定、执行契合行业发展规律的战略，在快速发展的化学试剂领域中，公司有望迎来快速发展时期。

在通用化学试剂领域，未来行业需求增速同整体宏观经济相关度高，基本上与经济8-9%增速相仿；在PCB用试剂领域中，PCB用试剂下游主要为PCB产业，根据专业咨询Prismark的估计，未来国内PCB相关产业对PCB用试剂的需求将保持10%左右的增速。公司是目前国内最大的化学试剂供应商之一，未来公司通用化学试剂和PCB用化学试剂业务发展有望达到行业两倍增速左右，其中通用化学试剂业务增速可能会略低于行业两倍增速，而PCB用试剂可能会略高行业两倍增速。在超净高纯试剂领域中，国内超净高纯试剂受下游集成电路、太阳能等行业的带动，产品供不应求，目前，公司超净高纯试剂受产能制约难以有效满足下游需求。公司经过二十年的技术积累，凭借良好的客户服务，随着1万吨超净高纯试剂募投项目的投产，公司超净高纯试剂业务将迎来快速发展时期。

目前，公司各产品产能处于满负荷生产，5万吨PCB用试剂和1万吨超净高纯试剂募投项目一方面能够极大的缓解公司产能的瓶颈，从而充分分享行业增长，同时进一步提高公司产品自制的比例。公司自制产品的毛利率高于分装，更大幅高于外购，因此，产能的投放将促使公司通过调整产品结构进一步提升产品的盈利水平。

考虑公司各产品产能增长情况，同时根据各细分产品需求增速，以及公司调整产品结构对毛利率提升的正面效应，我们预计公司2011-2013年EPS分别达到0.43元、0.69元和0.95元，对应当前价2011-2013年PE分别为33.2倍、20.6倍和15.0倍。基于公司电子化学品行业属性和未来的长期成长性，公司合理价值为16元，对应2012年市盈率为23倍，给予公司“买入”评级。

一、公司概况：未来发展值得期待

（一）主营业务：化学试剂占主导，超净高纯把握未来

公司主营业务为化学试剂的研发、生产和销售，此外，还包括少量食品添加剂、原料药及化工原料。产品广泛应用于工业、农业、医疗卫生、生物技术、检验检疫、国防军工等国民经济各行各业。根据中国化学试剂工业协会统计，2009年公司的化学试剂市场占有率在国内试剂市场排名第三位，国内厂商第一位。

图 1：近年公司业务收入构成变化

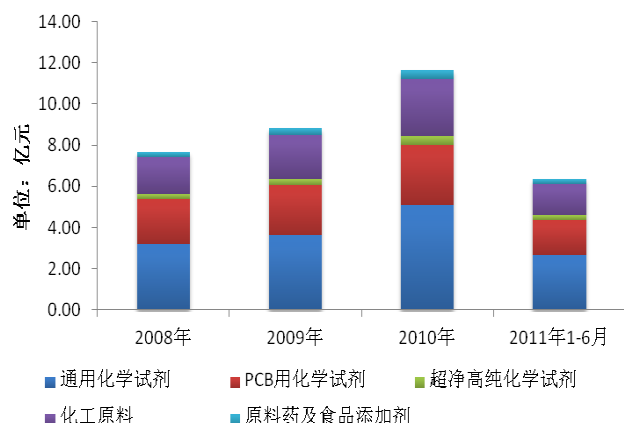
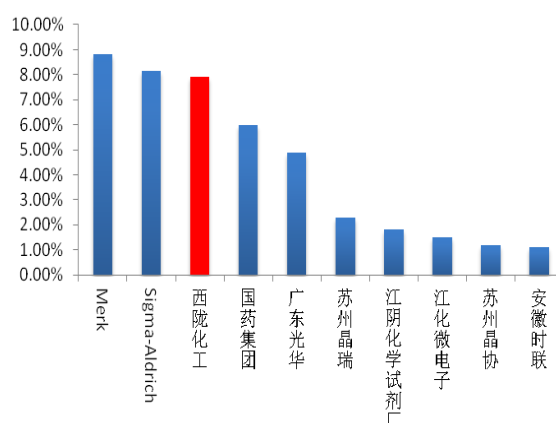


图 2：2009 年公司试剂业务市场占有率



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司化学试剂业务包括通用化学试剂、PCB用化学试剂和超净高纯化学试剂。经过20多年的发展，已成为一个具有1000多种产品、3000余种规格的化学试剂产品研发和生产经营能力的专业化学试剂制造商，以及国内规模最大、综合配套能力最强的化学试剂集成供应商之一。

图 3：2011 年上半年营业收入与利润构成

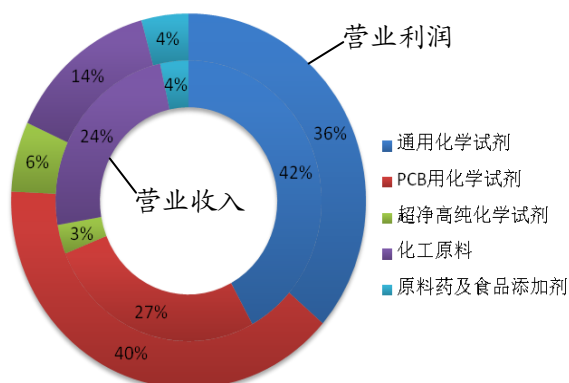
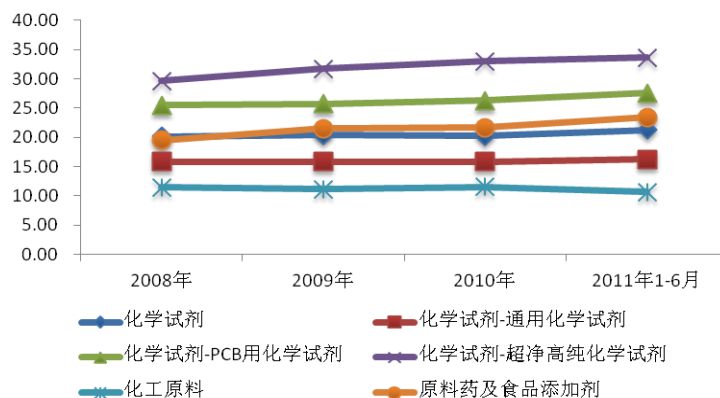


图 4：公司各产品毛利率变化



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

由于化学试剂成本在下游行业客户的生产成本比重小（5%以下），因此客户对价格的敏感度不高，公司通常可以将全部或大部分原材料涨价成本向下游客户同步转移，因此，公司毛利率可以维持一个比较稳定的水平。2011年上半年公司综合

毛利率保持稳中有升的态势，从2010年的17.99%上升至2011年上半年的18.51%，其中，超净高纯化学试剂的毛利率最高，约为33.6%。

（二）股权结构：股东与管理层利益趋同，长期发展可期

2011年，公司首次公开发行5000万股后总股本达到2亿股。实际控制人为黄氏家族，发行后持股比例为61%。在股权结构中，名远投资持有742.65万股，持股比例为3.71%，该公司的股东主要为西陇化工的高管和业务骨干。通过高管持股，公司将管理层的利益与股东的利益很好的协调起来，为公司的长期稳定发展奠定了良好的基础。

表 1：西陇化工股权分布

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
1	黄氏家族	12199.80	81.33%	12199.80	61.00%
2	深圳恒汇鑫	825.00	5.50%	825.00	4.13%
3	名远投资	742.65	4.95%	742.65	3.71%
4	深港产学研	742.50	4.95%	742.50	3.71%
5	深圳年利达	270.00	1.80%	270.00	1.35%
6	迅颶投资	220.05	1.47%	220.05	1.10%
7	公众股	-	-	5000.00	25.00%
	合计	15000.00	100.00%	20000.00	100.00%

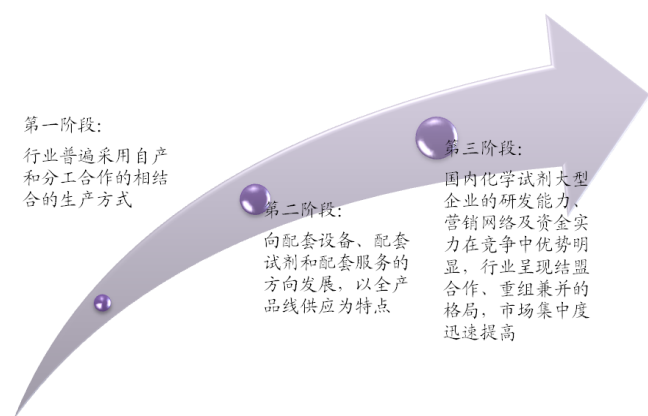
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）发展战略：契合了行业发展趋势，为未来发展指明了方向

公司经过20多年的发展，成长为国内做大的化学试剂供应商，取得了巨大的成功，也积淀了许多成功的经验和做法。与此同时，公司积极借鉴世界化学试剂行业的发展历程，结合国内化学试剂的具体发展环境，制定了契合行业发展趋势的“业务专业化、经营集成化、技术标准化、资源集约化”的四化发展战略，为公司的未来发展指明了方向。

图 5：2011 年上半年营业收入与利润构成

图 6：公司各产品毛利率变化



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

“业务专业化”：不断研发新技术、新工艺和新产品，致力于开发超净高纯试剂等高端化学试剂产品，做强、做精化学试剂业务，保持企业在研发能力、工艺装备、生产规模上处于国内的领先优势。

“经营集成化”：在实现化学试剂一站式服务的基础上，通过提供配套技术、配套化工原料、配套设备等服务，使公司成为行业内所经营的产品品种最齐全、产品组合最丰富的企业。

“技术标准化”：在坚持专业化发展的基础上，积极参与并主导化学试剂产品及技术标准的制定，以掌握行业发展趋势，引领行业发展方向。

“资源集约化”：在经营集成化规模的基础上，不断整合行业的各种资源，形成相对垄断的优势。公司将不断完善供应链体系建设，提高企业竞争优势，提高自制品种的技术含量和附加值。

公司除在佛山建设新的生产基地外，将在今后3-5年，通过收购、兼并等方式在长江三角洲地区、环渤海地区或东北等地区建立新的生产基地，促进生产基地合理布局，以节省物流成本和提高服务质量，达到整合行业资源的目的。

二、主营业务：超净高纯试剂前景看好

我国的化学试剂基本上按纯度划分，主要包括高纯、优级纯、分析纯、化学纯和实验纯等5种。其中优级纯、分析纯、化学纯和实验纯等都属于通用化学试剂，而PCB用化学试剂从纯度方面看，也属于通用化学试剂，由于PCB领域用化学试剂的市场规模和产品特性，故将PCB用化学试剂从通用化学试剂中单列出来。

表 2：主要化学试剂分类及其特性

纯度等级	英文代号	主含量	适用范围
实验纯	LR(Laboratory Reagent)		主成分含量高、纯度较差，杂质含量不做选择，只适用于一般化学实验和合成制备。
化学纯	CP(Chemical Pure)	≥99.5%	主成分含量很高、纯度较高，存在干扰杂质，适用于要求较高的化学实验和合成制备，或要求不高的分析检验。
分析纯	AR(Analytical Reagent)	≥99.7%	主成分含量很高、纯度较高，干扰杂质很低，用于一般科学研究和工业分析。
优级纯	GR(Guarantee Reagent)	≥99.8%	主成分含量很高、纯度很高，用作基准物质，适合于重要精密的分析工作和科学研究工作。
高纯试剂	EP(Extra Pure)	≥99.99%	杂质含量要比优级纯低 2 个、3 个、4 个或更多个数量级。

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2009年，国内化学试剂市场容量约为80亿元，其中通用化学试剂市场容量为38亿元，PCB用化学试剂为27亿元，超净高纯化学试剂为15亿元。2011年上半年，公司化学试剂业务达到4.58亿元，其中通用化学试剂收入2.7亿元，占试剂业务收入的58.2%，PCB用化学试剂收入1.7亿元，占比为37.1%，超净高纯试剂收入0.2亿元，占比为4.7%。

图 7：2009 年国内化学试剂市场构成

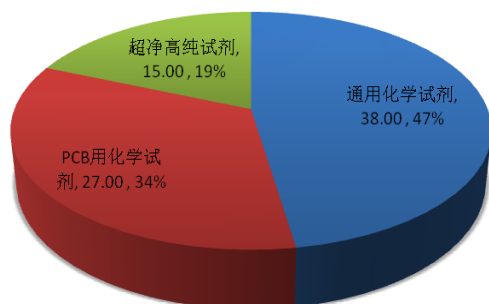
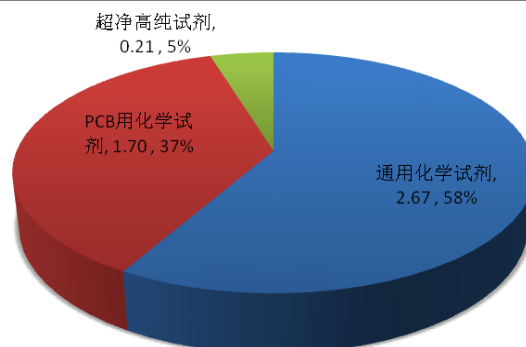


图 8：2011 年上半年公司化学试剂业务收入构成

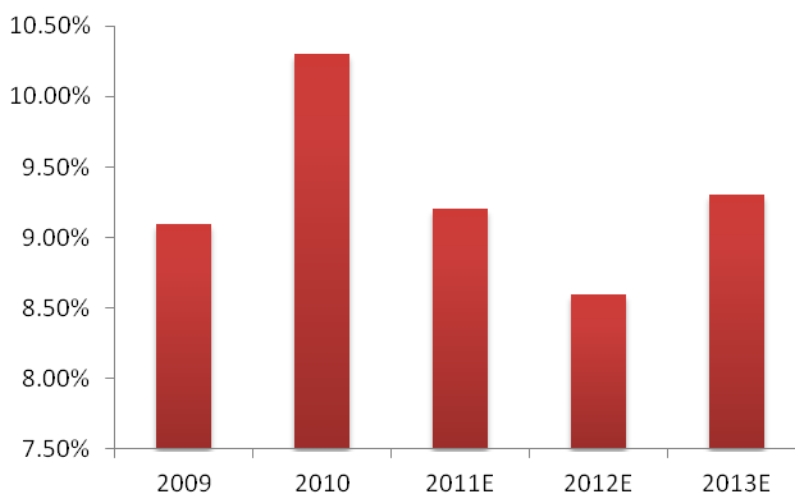


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（一）通用化学试剂：需求增长与宏观经济关联度高

通用化学试剂是化学试剂的主要品种，占化学试剂市场容量的40%以上。通用化学试剂广泛应用于工业、科研、医疗以及精细化工等领域。通用化学试剂下游行业与整体宏观经济关联度较大。未来三年通用化学试剂的销量增速仍将与宏观经济8-9%的增速相仿，西陇化工作为国内最大的化学试剂供应商，我们预计公司通用化学试剂销量增速将达到行业增速的两倍，或者略低于两倍增速。

图 9：我国GDP增速预测



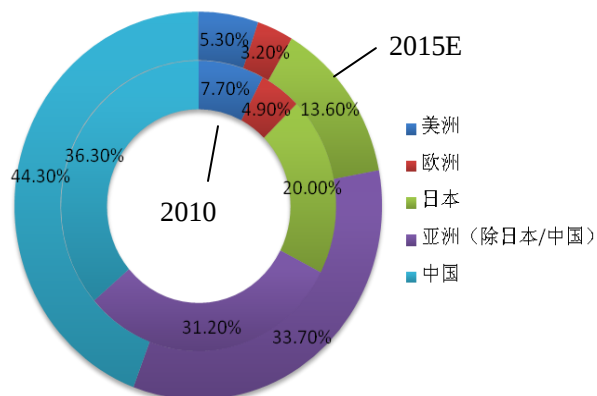
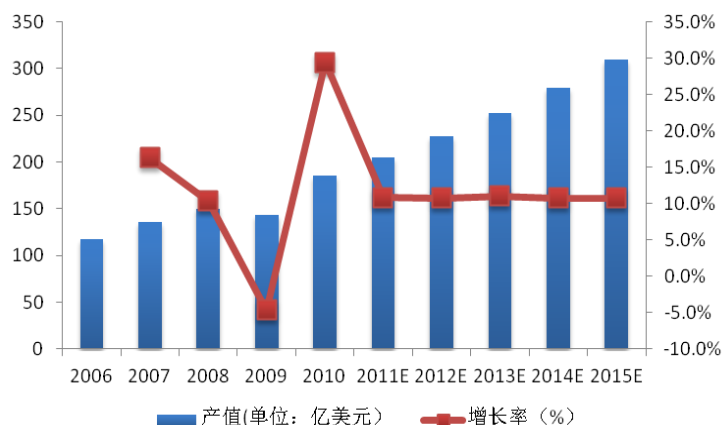
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）PCB用化学试剂：需求稳步增长

PCB（印刷电路板）的终端应用市场，包括计算机、通讯、消费电子、汽车、工业、医疗、军事、航空及半导体封装等。而在PCB生产过程中的各个环节都有用到化学试剂。

图 10：未来 5 年我国 PCB 产值预测

图 11：全球未来 PCB 产值分布预测



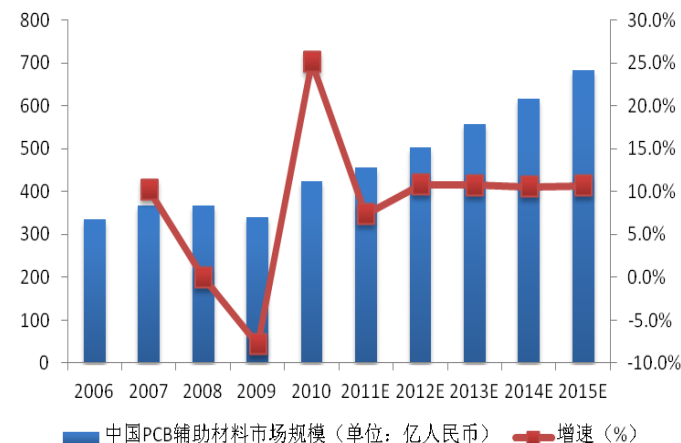
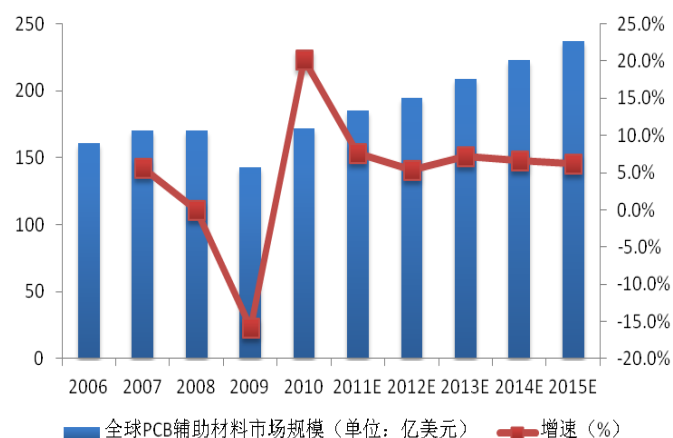
数据来源：Prismark, CPCA, 广发证券发展研究中心

2010 年，我国 PCB 产值达到 185 亿美元，占全球 PCB 总产值的 36.3%。根据 Prismark 的预测，未来五年我国 PCB 产值的年均复合增长率将达到 10.8%，远高于同期全球 6.5% 的增速，到 2015 年，我国 PCB 产值占世界的比重将进一步提高至 44.3%。

高品质 PCB 用化学试剂是 PCB 产品质量及性能的稳定性、可靠性的重要保障。2010 年，全球 PCB 辅助材料的规模为 172 亿美元，受益于 PCB 大行业的增长，2015 年市场规模将增长到 237 亿美元，预计 2010 年~2015 年期间年均复合增长率为 6.6%，与 PCB 产值保持一致水平。对于中国市场，2010 年，国内 PCB 辅助材料的规模为 424 亿人民币，并将以年均 10.0% 的速度增长，到 2015 年，中国 PCB 辅助材料规模将达到 683 亿元，增长速度略低于产值增速。

图 12：未来 5 年我国 PCB 产值预测

图 13：全球未来 PCB 产值分布预测



数据来源：Prismark, 台湾工研院, CPCA, 广发证券发展研究中心

公司是目前国内 PCB 用化学试剂的主要供应商，无论在产品种类、产品质量、技术服务等方面都取得了比较优势地位，预计公司在未来三年 PCB 用化学试剂方面将以行业两倍的速度增长，甚至略高于行业两倍增速。

（三）超净高纯试剂：爆发增长的前夜

1.超净高纯试剂广泛应用于电子产业

超净高纯试剂（Ultra-clean and High-purity Reagents）是指有机产品含量超过99.99%以上和无机液体产品含量在某一特定的范围内，且杂质含量极低，超净高纯化学品是随着半导体工业的发展而发展起来的。在国际上也称为工艺化学品（Process Chemicals），1975年，国际半导体设备和材料组织（SEMI）制定了国际统一的超净高纯试剂标准。

表 3：SEMI 超净高纯试剂标准

年代	IC 集成度	技术水平 (适应 IC 线宽范围) (/um)	金属杂质 (/ppb)	控制粒径 (/um)	颗粒/ (个/mL)	SEMI 标准
	MOS/CMOS	5.00	≤500	≥5	≤27	C1 (Grade1)
1986 年	1M	1.20				
1989 年	4M	0.80	≤10	≥0.5	≤25	C7 (Grade2)
1992 年	16M	0.50				
1995 年	64M	0.35	≤1	≥0.5	≤5	C8 (Grade3)
1998 年	256M	0.25				
2001 年	1G	0.18				
2004 年	4G	0.13	≤0.1	≥0.2	*	C12 (Grade4)
2007 年	16G	0.10				
2010 年	64G	0.07	≤0.01	*	*	(Grade5)

数据来源：公司招股说明书，《我国超净高纯试剂行业研究》，广发证券发展研究中心

超净高纯试剂是集成电路（IC）和超大规模集成电路（VLSI）制作过程中的关键性基础化工材料之一，主要用于芯片的清洗、蚀刻等，另外还用于芯片掺杂和沉淀工艺，超净高纯试剂的纯度和洁净度对集成电路的成品率、电性能及可靠性均有十分重要的影响。此外，超净高纯试剂在高能电池电解液、太阳能电池、电子元器件、分立器、平板显示器、光电玻璃、芯片等制造领域均有重要的用途。目前，国内各种集成电路生产厂家已超过30家。其中≥0.8um技术生产线17条，为4~6英寸硅片，总生产能力超过25万片/月；<0.8um技术生产线13条，为6~8英寸硅片，总生产能力超过31万片/月。分立器件生产厂家已超过20家，液晶显示器件生产厂家达到10多家。

表 4：2010 年超净高纯试剂的需求估计

应用领域	应用规格	需求量（单位：万吨）
分立器	MOS/0.8-1.2um	1.1
LCD（包含 TFT-LCD）	MOS/0.8-1.2um/0.50-0.6um	1.1
大规模集成电路	0.25-0.35um/0.09-0.18um	6.5
太阳能	MOS/0.8-1.2um	5.6
其他		0.7

数据来源：广发证券发展研究中心

2.国内超净高纯试剂对外依存度高

超净高纯试剂的应用主要集中于半导体行业和太阳能行业。太阳能行业在我国迅速崛起之前，超净高纯试剂主要应用于半导体行业，然而，半导体行业对超净高

纯试剂的要求很高，并且该行业发展迅速更新很快，我国超净高纯试剂达不到相关要求，从而导致绝大部分产品依赖于进口。我国超净高纯试剂产业发展缓慢，近年来，太阳能行业发展迅速，并且该行业对超净高纯试剂的要求相对较低，加上我国对国外超净高纯试剂先进技术的吸收和引进，业内个别企业已经有较高的技术水平和较大的生产规模。根据中国电子材料行业协会的统计，2010年，我国集成电路行业对于超净高纯试剂的总需求量超过15万吨，而国产试剂约5万吨，国内主要有常州达诺尔等企业，并且产品主要是MOS级和SEMI-C7级试剂等较为低端的高纯试剂，其余大部分依赖进口，国外主要有Merk、Ashland等。

表 5：国内主要高纯试剂企业产能

公司名称	产能（单位：吨）	主要产品
常州达诺尔	6000	ppt 级双氧水、异丙醇
苏州晶瑞	20000	中高端氢氟酸、硝酸等
苏州苏瑞	2000	ppt 级双氧水
苏州瑞红	3300	各类超净高纯试剂
江阴润马	2500	硫酸、氨水、氢氟酸等
江阴化学	3000	CMOS 级、MOS 级和低颗粒高纯试剂
西陇化工	2600	氨水、硫酸、硝酸等
江阴江化	5000	硫酸、硝酸、盐酸、氢氟酸等
华谊微电子	15000	双氧水、硫酸、氨水、盐酸、硝酸等

数据来源：广发证券发展研究中心

图 14：集成电路中主要的超净高纯试剂

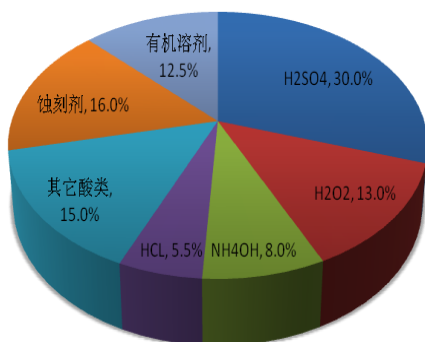
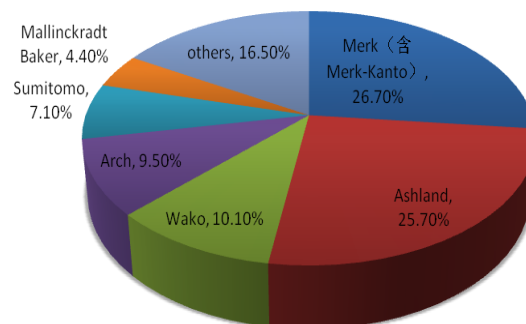


图 15：全球主要超净高纯试剂企业市场份额



数据来源：《我国超净高纯试剂行业研究》，广发证券发展研究中心

3.国内超净高纯试剂开始崛起

根据中国化工信息中心统计，我国未来三年国内超净高纯试剂的需求增速将达到16%，到2014年，市场规模将达到30亿元，需求量约25万吨。随着国内相关超净高纯试剂企业技术水平的提升，产品质量稳定的改进，凭借良好的性价比和服务优势，国内相关企业有望快速崛起，逐步提高国内高纯试剂的自给比率。2010年，我国高纯试剂产能约5万吨左右，未来三年内约有10万吨高纯试剂产能逐步投产，自给率仅有60%的水平，仍然不能完全满足国内的需求。

西陇化工经过几十年的积累，通过渠道和技术双轮驱动逐步确立了公司在国内

化学试剂市场的领导地位。在超净高纯试剂方面，公司独立研发出了高效连续精馏等多项纯化和包装技术，产品质量已全部达到SEMI-C7标准，部分达到SEMI-C8至C12标准，是国内少数几家可以稳定生产SEMI-C7及以上标准超净高纯试剂的企业之一。因此，公司的超净高纯产品能够较好的满足下游行业对高端化学试剂的需求，替代效应显著。目前，公司在超净高纯试剂受产能制约，尚不能较好的满足客户的需求。随着1万吨超净高纯试剂项目的投产，公司超净高纯试剂业务有望迎来快速发展时期。

三、募投项目：有效缓解产能瓶颈，提升自制比例

公司IPO募集资金6.25亿元，投入5万吨PCB用化学试剂、1万吨超净高纯试剂以及广州研发中心的建设。公司募投项目的投产将有效缓解公司产能不足的瓶颈。

表 6：西陇化工募投项目

序号	项目名称	总投资额 (单位：万元)	达产后收入 (单位：亿元)	达产后利润 (单位：亿元)
1	5万吨/年PCB用化学试剂	14,676.31	2.8568	0.4499
2	1万吨/年超净高纯试剂	10,683.06	1.4868	0.3407
3	高端化学试剂工程技术研究开发中心	5,200.00		

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

此外，公司以多年积累的先进提纯工艺为依托，发展了以优质供应商管控、高灵敏度检测和高洁净度包装为核心的化学试剂分装业务，一方面有效缓解公司的产能不足，另一方面有效的利用了公司广泛的销售渠道。但是分装业务的毛利率要低于自制产品，而外购业务毛利更进一步低于分装业务。随着公司募投项目的逐步达产一方面可以有效缓解公司产能不足的瓶颈，充分分享行业发展盛宴，同时可以有效提高公司产品自制的比例，调整产品结构，进一步提升公司的盈利能力。

图 16：2010 年公司自制与分装产品毛利率

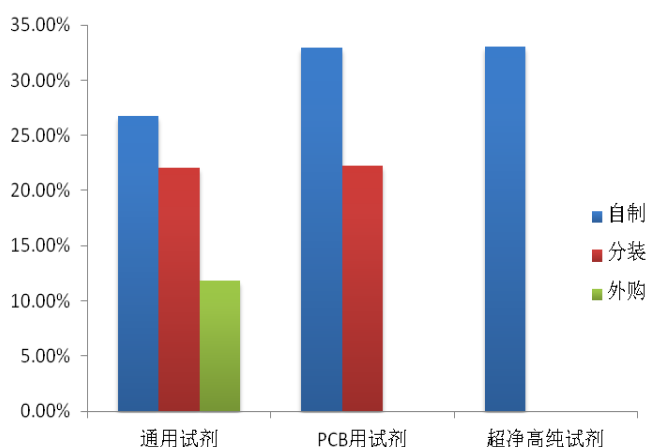
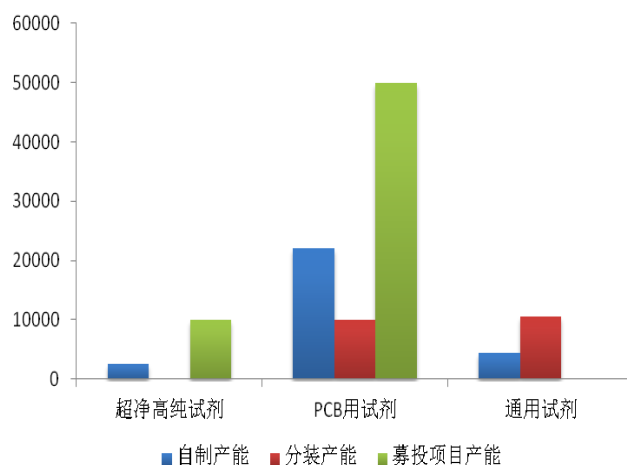


图 17：2010 年公司各产品产能分布



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资评级：

考虑公司各产品产能增长情况，同时根据各细分产品需求增速，以及公司调整产品结构对毛利率提升的正面效应，我们预计公司2011-2013年EPS分别达到0.43元、0.69元和0.95元，对应当前价2011-2013年PE分别为33.2倍、20.6倍和15.0倍。基于公司电子化学品行业属性和未来的长期成长性，公司的合理价值为16元，对应2012年市盈率23倍，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

- 1.国内PCB用试剂、超净高纯试剂等产能大幅扩张；
- 2.公司下游客户开拓进度大幅低于产能释放预期；
- 3.宏观经济导致下游产业增速大幅下滑。

资产负债表

单位：百万元

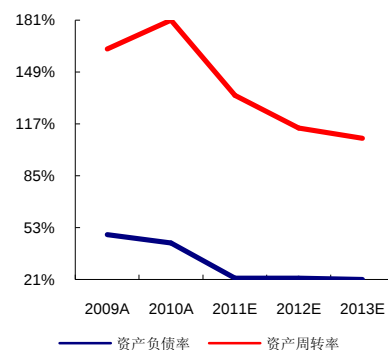
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	444	447	1,013	1,001	1,243
货币资金	138	123	605	531	744
应收及预付	174	183	243	278	300
存货	133	141	164	191	199
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	170	224	321	508	492
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	94	109	130	416	406
在建工程	11	50	122	20	10
无形资产	64	63	69	72	76
其他长期资产	1	2	0	0	0
资产总计	615	670	1,333	1,509	1,735
流动负债	272	267	291	328	364
短期借款	99	109	112	118	144
应付及预收	149	129	179	210	220
其他流动负债	25	29	0	0	0
非流动负债	27	24	0	0	0
长期借款	20	17	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	0	0	0
负债合计	299	291	291	328	364
股本	150	150	200	200	200
资本公积	62	62	590	590	590
留存收益	103	165	251	389	580
归属母公司股东权益	315	377	1,041	1,179	1,370
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	614	668	1,331	1,507	1,733

利润表

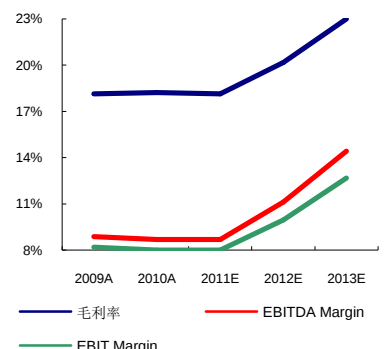
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	882	1164	1350	1627	1755
营业成本	721	952	1103	1297	1349
营业税金及附加	3	3	4	5	5
销售费用	50	67	77	94	103
管理费用	38	52	60	73	78
财务费用	6	4	-4	-8	-9
资产减值损失	2	2	9	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	63	85	100	164	228
营业外收入	5	7	6	7	6
营业外支出	0	3	2	2	2
利润总额	68	89	104	168	232
所得税	10	16	18	30	42
净利润	57	73	86	139	190
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	57	73	86	139	190
EBITDA	77	98	115	179	252
EPS (元)	0.38	0.49	0.43	0.69	0.95

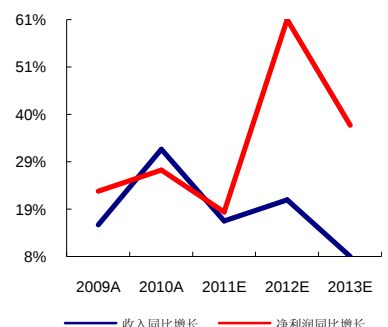
资产负债率趋势



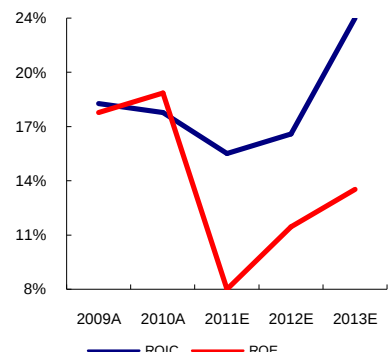
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

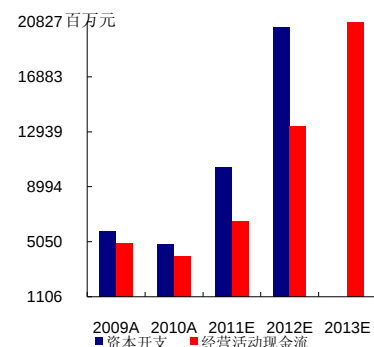
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	50	40	65	133	208
净利润	57	73	86	139	190
折旧摊销	6	8	10	21	32
营运资金变动	-19	-52	-45	-33	-22
其它	5	11	14	7	8
投资活动现金流	-58	-49	-104	-204	-11
资本支出	-58	-49	-104	-204	-11
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-34	40	522	-3	15
银行借款	195	272	-14	6	26
债券融资	-140	-261	-35	0	0
股权融资	0	0	578	0	0
其他	-89	29	-7	-9	-10
现金净增加额	-42	32	483	-74	212
期初现金余额	104	138	123	605	531
期末现金余额	62	170	605	531	744

主要财务比率

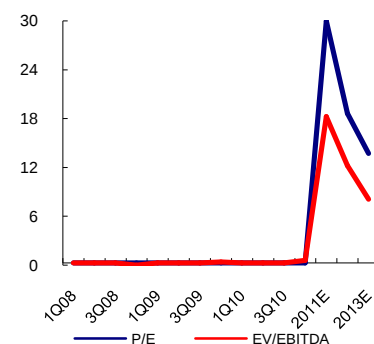
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	15.0%	32.0%	15.9%	20.6%	7.9%
营业利润	17.2%	34.9%	17.9%	64.2%	38.9%
归属于母公司净利润	22.6%	27.3%	17.9%	61.2%	37.4%
获利能力					
毛利率	18.2%	18.3%	18.2%	20.3%	23.2%
净利率	6.5%	6.3%	6.4%	8.5%	10.8%
ROE	18.2%	19.3%	8.3%	11.8%	13.9%
ROIC	18.7%	18.2%	15.9%	17.0%	23.5%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	43.6%	21.8%	21.8%	21.0%
净负债比率	1.6%	8.3%	-47.4%	-35.1%	-43.8%
流动比率	1.63	1.67	3.49	3.05	3.42
速动比率	1.08	1.05	2.82	2.37	2.77
营运能力					
总资产周转率	1.63	1.81	1.35	1.15	1.08
应收账款周转率	7.84	9.11	8.65	8.80	8.75
存货周转率	6.32	6.94	6.72	6.79	6.77
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.49	0.43	0.69	0.95
每股经营现金流	0.33	0.27	0.33	0.67	1.04
每股净资产	2.10	2.51	5.20	5.90	6.85
估值比率					
P/E	0.0	0.0	30.1	18.6	13.6
P/B	0.0	0.0	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	0.1	0.3	18.2	12.1	7.9

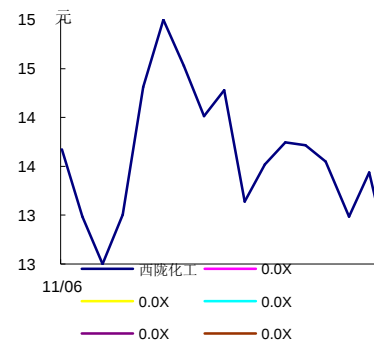
资本支出与经营活动现金流



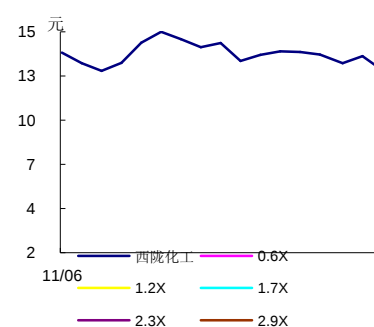
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

王剑雨，分析师，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

曹勇，分析师，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。

蔡红辉，研究助理，浙江大学产业经济学硕士，曾先后工作于中国化工集团晨光化工研究院，爱敬（中国）涂料有限公司。2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chh@gf.com.cn，020-87555888-8698。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。