

中期业绩下滑，长期仍然看好

买入维持

目标价格：14.80 元

投资要点：

- 上半年公司营业利润同比下降 10.73%，基本每股收益 0.08 元；
- 高温硅橡胶价格同比下滑 2.1%，综合毛利率下滑 0.46 个百分点；
- 3 万吨高温硅橡胶、液态硅橡胶等产品将陆续投产。

报告摘要：

- **上半年营业利润同比下降 10.73%。**今年上半年公司实现主营业务收入 48000.75 万元，比去年同期增长 12%；归属于母公司所有者的净利润为 3408.48 万元，比去年同期下降 10.73%。上半年公司实现基本每股收益 0.08 元。
- **二季度高温硅橡胶价格下跌对公司业绩影响较大。**去年以来国内有机硅单体产能扩建较快，因此二季度相关产品的价格降幅较大。上半年，公司主要产品高温硅橡胶平均销售价格 17856 元/吨，同比下滑 2.1%；销售量 23139 吨，同比增长 10%。上半年公司产品综合毛利率 22.19%，同比下滑 0.46 个百分点。
- **57 万吨硅氧烷项目投产后，成本将大幅降低。**去年 11 月份公司定向增发募投 7 万吨硅氧烷项目，该项目是公司完善有机硅产业链的又一重大举措。项目完工后，公司硅氧烷总产能近 11 万吨，除了满足公司自身高温混炼胶的生产需求，还将用以生产硅油、硅酮密封胶等深加工产品。这有利于公司降低成本、提升综合毛利率。
- **今年多种有机硅深加工产品投放市场，成为新的利润增长点。**公司有机硅单体装置已实现平稳运行，因此开始把发展重点集中于下游深加工产品。预计公司陆续投产的项目有：3 万吨高温硅橡胶项目、5000 液态胶项目、5000 吨甲基苯基二氯硅烷项目、3000 吨有机硅酮密封胶项目等。这些产品将成为公司新的利润增长点。
- **业绩预测：今年可实现 EPS0.33 元。**预计 11-13 年 EPS 分别为 0.26、0.74 元、1.70 元，鉴于公司进入高速发展时期，给予“买入”评级。给予 2012 年 20 倍 PE，第一目标价格 14.80 元。

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	625.19	948.99	1759.00	3003.99	4629.99
增长率(%)	-2.84%	51.79%	85.35%	70.78%	54.13%
归属母公司股东净利润	36.78	85.24	112.65	319.56	733.30
增长率(%)	-15.60%	131.74%	32.16%	183.66%	129.47%
每股收益 (EPS)	0.085	0.197	0.260	0.739	1.696
市盈率 (P/E)	106.75	46.07	34.86	12.29	5.36

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

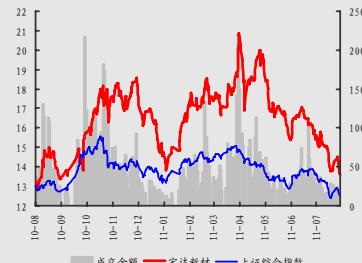
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	2104	
20101231	1944	
20100930	1884	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进 出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 公司季报简评 * 需求向好，一季净利润增长 54% * 002211 * 化工行业 * 祖广平.doc》，2011.4

表 1：预测财务报表（百万元）

利润表			2011E	2012E	2013E	资产负债表			2011E	2012E	2013E
营业收入	1759.00	3003.99	4629.99			货币资金	624.66	795.44	1004.14		
减： 营业成本	1390.14	2200.93	3101.44			应收和预付款项	383.25	871.25	1013.76		
营业税金及附加	2.22	3.80	5.85			存货	615.05	678.06	1144.13		
营业费用	51.01	87.12	134.27			其他流动资产	0.00	0.00	0.00		
管理费用	140.72	240.32	370.40			长期股权投资	26.12	26.12	26.12		
财务费用	34.52	71.89	99.02			投资性房地产	0.00	0.00	0.00		
资产减值损失	2.76	2.76	2.76			固定资产和在建工程	997.19	868.32	739.45		
加： 投资收益	0.00	0.00	0.00			无形资产和开发支出	53.53	47.03	40.52		
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00			其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		
其他经营损益	0.00	0.00	0.00			资产总计	2699.81	3286.22	3968.11		
营业利润	137.62	397.19	916.24			短期借款	367.50	367.50	0.00		
加： 其他非经营损益	3.71	3.71	3.71			应付和预收款项	490.39	839.25	1043.51		
利润总额	141.33	400.89	919.95			长期借款	0.00	0.00	300.00		
减： 所得税	21.20	60.13	137.99			其他负债	27.91	27.91	27.91		
净利润	120.13	340.76	781.96			负债合计	885.79	1234.65	1371.42		
减： 少数股东损益	7.48	21.20	48.66			股本	288.32	288.32	288.32		
归属母公司股东净利润	112.65	319.56	733.30			资本公积	1175.91	1175.91	1175.91		
现金流量表			2011E	2012E	2013E	留存收益	312.05	528.40	1024.86		
经营性现金净流量	-11.54	282.64	516.29			归属母公司股东权益	1776.28	1992.63	2489.09		
投资性现金净流量	3.15	3.15	3.15			少数股东权益	37.74	58.94	107.60		
筹资性现金净流量	-35.72	-115.01	-310.75			股东权益合计	1814.02	2051.57	2596.69		
现金流量净额	-44.11	170.78	208.69			负债和股东权益合计	2699.81	3286.22	3968.11		

资料来源：宏源证券，公司公告

分析师简介:

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，三年化工行业工作经验，四年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。