

远兴江山项目拖累业绩

中性首次评级

投资要点:

- 2011年度公司业绩下降85%，实现EPS为0.05元；
- 远兴江山一直未达预期，公司对其进行挂牌出售；
- 10万吨DMF项目及公司将进行的定增项目为未来业绩增长点。

报告摘要:

- **2011年净利润同比下降85%。** 2011年公司实现营业收入179327.32万元，同比增长31.65%，实现营业利润-4,169.38万元，同比下降235.10%，归属于母公司所有者的净利润为762.75万元，同比下降84.96%。公司2011年实现EPS0.05元。
- **远兴江山生产不顺利，造成业绩下滑。** 公司2011年营业收入增长的主要原因是公司主导产品DMF、DMAC的销售量及销售价格均比上年同期有增加；各项利润指标下降的主要原因为控股子公司远兴江山产量未达到预期状态，原材料消耗指标较高，产品DMF的生产成本居高不下。另外公司各项期间费用增长也比较多，对业绩造成不利影响。
- **远兴江山未达预期，因此挂牌出售。** 公司控股51%的远兴江山装置自试生产以来，一直存在影响生产的瓶颈问题，因此公司公开挂牌转让远兴江山51%股权。挂牌期自2012年2月28日至2012年3月26日共20个工作日。
- **10万吨DMF已经建成，定增将投向8万吨顺酐项目。** 公司前期投建的年产10万吨二甲基甲酰胺项目装置已建设完成，并顺利组织系统投料试车，产出合格产品。另外公司公布了非公开发行预案(修订稿)，将募集资金总额不超过6.5亿元，用于8万吨/年顺酐及衍生物一体化项目。这两个项目将成为未来几年公司的业绩增长点。
- **盈利预测。** 不考虑出售远兴江山可能带来的收入，预计2012—2013年公司EPS分别为0.019元、0.017元，给予“中性”评级。公司搬迁可能带来较多营业外收入，可持续关注。

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1183.87	1362.20	1793.27	1972.00	2236.00
增长率	1.98%	15.06%	31.65%	9.97%	13.39%
归属母公司股东净利润	69.64	50.70	7.63	2.62	2.42
增长率	229.33%	-27.20%	-84.96%	-65.59%	-7.63%
每股收益(EPS)	0.498	0.362	0.054	0.019	0.017
市盈率(P/E)	16.22	22.28	148.10	430.45	466.01

化工行业研究组

分析师:

祖广平

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

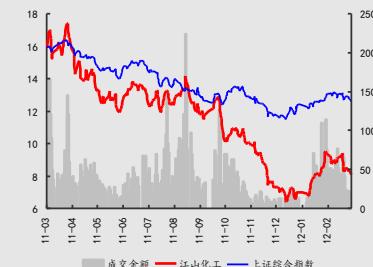
联系人:

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@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
20110930	3785	
20110630	4888	
20110331	6288	

数据来源: 港澳资讯

表 1：预测财务报表（万元）

利润表			2011A	2012E	2013E	资产负债表			2011A	2012E	2013E
营业收入	1793.27	1972.00	2236.00			货币资金	172.62	19.72	22.36		
减：营业成本	1566.55	1730.00	1963.88			应收和预付款项	267.15	411.07	358.08		
营业税金及附加	6.95	9.81	11.12			存货	186.38	202.02	238.88		
营业费用	63.40	61.21	69.41			其他流动资产	0.03	0.03	0.03		
管理费用	110.04	102.69	116.43			长期股权投资	0.00	0.00	0.00		
财务费用	78.56	89.44	95.00			投资性房地产	4.61	4.61	4.61		
资产减值损失	10.07	3.82	3.82			固定资产和在建工程	1023.58	1014.64	1005.71		
加：投资收益	0.27	0.00	0.00			无形资产和开发支出	269.06	269.06	269.06		
公允价值变动损益	0.34	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	1923.42	1921.16	1898.73		
营业利润	-41.69	-24.97	-23.67			短期借款	436.98	538.24	362.41		
加：其他非经营损益	4.91	9.28	9.28			应付和预收款项	378.03	291.59	460.78		
利润总额	-36.78	-15.69	-14.39			长期借款	382.00	382.00	382.00		
减：所得税	12.87	1.39	1.39			其他负债	145.10	145.10	145.10		
净利润	-49.65	-17.08	-15.78			负债合计	1342.11	1356.94	1350.29		
减：少数股东损益	-57.28	-19.71	-18.20			股本	139.98	139.98	139.98		
归属母公司股东净利润	7.63	2.62	2.42			资本公积	230.90	230.90	230.90		
现金流量表			2011A	2012E	2013E	留存收益	160.84	163.46	165.88		
经营性现金净流量	328.07	-216.32	216.03			归属母公司股东权益	531.72	534.35	536.77		
投资性现金净流量	-249.83	7.89	7.89			少数股东权益	49.58	29.88	11.67		
筹资性现金净流量	59.97	55.53	-221.28			股东权益合计	581.30	564.22	548.44		
现金流量净额	137.73	-152.90	2.64			负债和股东权益合计	1923.42	1921.16	1898.73		

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。

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

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。