



C4 仍处困惑期，减水剂仍需培育

增持首次评级

投资要点:

- 公司传统业务保持平稳
- 聚羧酸减水剂市场仍处于培育期
- 顺丁橡胶 C4 原料仍处困惑期

报告摘要:

- 公司传统业务保持平稳。**公司传统业务包括染料助剂、化纤油剂、活性染料，其产能分别有 13 万吨、12 万吨、5.5 万吨，尽管染料助剂行业集中度低，竞争较激烈，但公司的染料助剂毛利率能达到 30%-32%，与德美化工的相当；化纤油剂的毛利率只有 10% 左右，而且未来变化也甚大，活性染料原料之 H 酸加氢工艺仍然没有突破。总体而言，公司传统业务保持平稳，2012 年的行业情况仍然不支持公司传统业务发生突变。
- 聚羧酸减水剂市场仍处于培育期。**聚羧酸系高性能减水剂是继木钙为代表的普通减水剂和以萘系为代表的高效减水剂之后发展起来的第三代高性能减水剂，是目前世界上最前沿、科技含量最高、应用前景最好、综合性能最优的一种高效减水剂。公司目前产能有 5 万吨，未来仍有计划扩产到 20 万吨，但目前该型减水剂需求仍处培育期，公司目前 5 万吨产能释放完毕后会考虑进一步扩产。
- 顺丁橡胶 C4 原料仍处困惑期。**公司 10 万吨顺丁橡胶项目现在仍处土建阶段，计划 10 月份投产，从生产角度来看，顺丁橡胶的生产难度不是很大，反而其原料 C4 的稳定供应却是一个问题，因为全球乙烯副产丁二烯装置的生产能力约占总生产能力的 92%。如果从延伸产业链的角度来看，公司上马正丁烷氧化脱氢项目更有可能(上马石化项目可能性不大)，但该技术是否能产业化尚没有得到证明。另外，目前丁二烯价格是 3921 美元/吨，顺丁橡胶价格为 25500-26000 元/吨，顺丁橡胶项目的盈利能力尚不能确定。
- 业绩预测与投资建议。**我们预计公司 2012-2013 年 EPS 为 0.37、0.46 元/股，对应 PE 估值水平分别为 18X、15X，估值合理。考虑到公司尚有新的增长点，虽然仍有很多不确定性，但仍然值得期待，综合考虑，我们给予公司增持的投资评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,894	3,186	3,507	3,704
(+/-%)	26.9%	10.1%	10.1%	5.6%
净利润(百万元)	151	182	226	239
(+/-%)	5.0%	20.6%	24.6%	5.7%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.46	0.49
市盈率(PE)	22.1	18.3	14.7	13.9

化工研究组

分析师:

张延明(S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

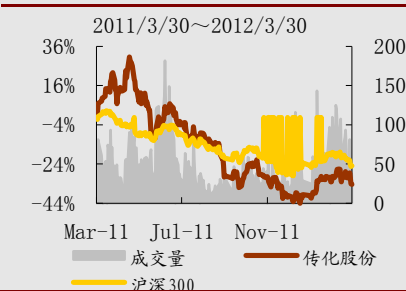
联系人:

祖广平

电话: 01088085610

Email: zuguangping@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
20111231	16287	
20110930	16247	
20110630	15243	

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

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E	
现金及现金等价物	280	280	280	280	营业收入	2894	3186	3507	3704
应收款项	1015	1118	1230	1299	营业成本	2329	2566	2817	2980
存货净额	377	418	458	484	营业税金及附加	11	12	13	13
其他流动资产	42	47	51	54	销售费用	169	175	175	185
流动资产合计	1715	1862	2019	2117	管理费用	175	188	199	210
固定资产	369	439	513	510	财务费用	20	17	21	19
无形资产及其他	192	186	179	173	投资收益	(2)	3	3	3
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	(11)	(12)	(13)	(13)
长期股权投资	79	125	171	216	其他收入	0	(0)	0	0
资产总计	2379	2636	2906	3041	营业利润	179	219	271	286
短期借款及交易性金融负债	331	395	437	346	营业外净收支	6	5	5	5
应付款项	208	230	252	266	利润总额	186	224	276	291
其他流动负债	168	185	201	213	所得税费用	27	32	40	42
流动负债合计	707	810	891	825	少数股东损益	8	10	10	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	151	182	226	239
其他长期负债	17	17	17	17					
长期负债合计	17	17	17	17	现金流量表 (百万元)				
负债合计	723	827	908	842	2011	2012E	2013E	2014E	
少数股东权益	191	199	207	215	净利润	151	182	226	239
股东权益	1465	1610	1792	1984	资产减值准备	8	(9)	0	0
负债和股东权益总计	2379	2636	2906	3041	折旧摊销	41	33	40	46
					公允价值变动损失	11	12	13	13
					财务费用	20	17	21	19
关键财务与估值指标					营运资本变动	(267)	(117)	(119)	(72)
2011	2012E	2013E	2014E		其它	(1)	17	8	8
每股收益	0.31	0.37	0.46	0.49	经营活动现金流	(58)	118	168	234
每股红利	0.06	0.07	0.09	0.10	资本开支	(133)	(100)	(120)	(50)
每股净资产	3.00	3.30	3.67	4.07	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	11%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(179)	(146)	(166)	(96)
ROE	10%	11%	13%	12%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	20%	19%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(30)	(36)	(45)	(47)
EBITDA Margin	9%	9%	10%	10%	其它融资现金流	201	64	42	(91)
收入增长	27%	10%	10%	6%	融资活动现金流	141	28	(2)	(138)
净利润增长率	5%	21%	25%	6%	现金净变动	(95)	0	(0)	0
资产负债率	38%	39%	38%	35%	货币资金的期初余额	375	280	280	280
息率	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	货币资金的期末余额	280	280	280	280
P/E	22.1	18.3	14.7	13.9	企业自由现金流	(148)	26	60	194
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	权益自由现金流	53	75	84	86
EV/EBITDA	16.1	14.9	12.4	11.5					

资料来源：公司资料和宏源证券预测

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	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 zenglilie@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。