

向下游拓展仍需等待

增持 首次评级

投资要点：

- 典型的轻资产高效益企业，质地不错
- 公司向下游拓展仍需等待
- 公司产能扩产的矛盾主要在于需求

报告摘要：

- **公司是典型的轻资产高效益企业，质地不错。**从公司报告中可以看到，公司固定资产约为 3400 万左右，而且逐年递减，但预计 2012 年收入将达到 2.9 亿元，净利润为 8700 万，是典型的轻资产高效益企业，质地不错。
- **公司向下游拓展仍需等待。**公司计划实施 2000 吨苯并二醇及嘧菌酯项目，从产业链的角度讲，原甲酸三甲酯是苯并二醇和嘧菌酯的上游，但实际上，公司将两个项目的进度放缓，主要是因为产品需求不能保证，公司向下游拓展仍需等待。
- **公司产能扩产的矛盾主要在于需求。**公司产能预计到今年年底将达到 2.2 万吨(新增产能将使旧产能中的一套装置另做它用)，实际上公司扩产问题不大，但原甲酸三甲酯和三乙酯的需求增长有限，所以矛盾主要在于需求，预计全年三甲酯和三乙酯总产量达到 1.6 万吨，可能达不到公司预计的 1.8 万吨。
- **公司毛利率有望保持。**公司原料主要是甲醇、乙醇和氢氟酸，其中氢氟酸主要来自于中石化齐鲁腈纶厂、齐泰石化厂，公司总体毛利率将保持高位，即使扩产，公司氢氟酸的供应仍然没有问题。
- **投资建议。**公司是一个典型的轻资产高效益企业，质地不错，向下游拓展也有利于上游的扩产，但仍有不确定因素，预计 2012-2014 年业绩分别为 0.8、1.08、1.20 元/股，从估值来讲，2012-2014 年对应 PE 分别为 21X、16X 和 14X，由于扩产存不确定因素，暂给予增持评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	246	290	328	365
(+/-%)	-0.3%	17.8%	13.1%	11.1%
净利润(百万元)	67	87	117	130
(+/-%)	-4.7%	29.6%	35.2%	11.0%
每股收益(元)	0.62	0.80	1.08	1.20
市盈率(PE)	27.4	21.1	15.6	14.1

化工研究组

分析师：

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085975

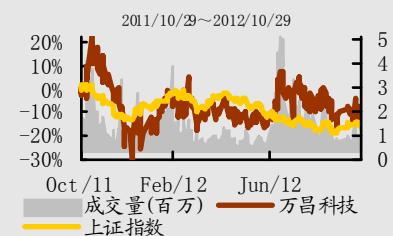
Email：zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

Email：zuguangping@hysec.com

市场表现



相关研究

深度报告：辉丰股份：期待并见证由小变大的历程

2012/9/30

公司研究：辉丰股份：由小变大的农药成长

2012/8/14

季报点评：辉丰股份：外部环境趋好，增长可期

2012/4/18

季报点评：深圳惠程：各产品线均有进展，隔膜进度超预期

2012/4

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	532	532	532	532	营业收入	246	290	328	365
应收款项	37	44	50	55	营业成本	129	139	161	179
存货净额	9	10	11	12	营业税金及附加	2	3	3	4
其他流动资产	6	8	9	10	销售费用	8	9	11	12
流动资产合计	584	592	600	608	管理费用	31	37	13	14
固定资产	70	165	272	303	财务费用	(3)	(0)	3	3
无形资产及其他	36	35	34	33	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	690	792	907	944	营业利润	78	102	138	153
短期借款及交易性金融负债	0	70	143	134	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	7	8	9	10	利润总额	79	103	139	154
其他流动负债	11	12	11	12	所得税费用	12	16	22	24
流动负债合计	18	90	163	156	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	67	87	117	130
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
负债合计	18	90	163	156	净利润	67	87	117	130
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	(1)	0	0
股东权益	672	702	743	788	折旧摊销	8	7	14	20
负债和股东权益总计	690	792	907	944	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	(3)	(0)	3	3
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	营运资本变动	0	(7)	(7)	(6)
每股收益	0.62	0.80	1.08	1.20	其它	(1)	1	(0)	0
每股红利	0.40	0.52	0.71	0.79	经营活动现金流	76	87	124	145
每股净资产	6.21	6.49	6.86	7.28	资本开支	(29)	(100)	(120)	(50)
ROIC	15%	12%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	16%	17%	投资活动现金流	(29)	(100)	(120)	(50)
毛利率	48%	52%	51%	51%	权益性融资	471	0	0	0
EBIT Margin	31%	35%	43%	43%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	37%	47%	48%	支付股利、利息	(44)	(57)	(77)	(85)
收入增长	0%	18%	13%	11%	其它融资现金流	23	70	73	(9)
净利润增长率	-5%	30%	35%	11%	融资活动现金流	407	13	(4)	(95)
资产负债率	3%	11%	18%	16%	现金净变动	453	(0)	(0)	0
息率	2.4%	3.1%	4.2%	4.6%	货币资金的期初余额	78	532	532	532
P/E	27.4	21.1	15.6	14.1	货币资金的期末余额	532	532	532	532
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	企业自由现金流	54	(14)	6	97
EV/EBITDA	22.1	17.7	12.9	11.3	权益自由现金流	77	56	76	84

资料来源：公司资料和宏源证券预测

分析师简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业组组长&化工行业研究员，从业 6 年，2010 年 6 月加盟宏源证券，主要覆盖化纤、氯碱、农药、新材料等板块。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李嵒	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。