



东兴证券
DONGXING SECURITIES

个人护理品与锂电池材料的领先 供应商

——天赐材料（002709）

2013年12月19日

建议申购

天赐材料

新股定价

摘要:

- **公司是精细化工细分领域重要生产商。**公司是精细化工生产企业，产品涵盖个人护理品、锂电池材料、液体硅橡胶三大块，在三块业务中均处于较领先的地位。
- **个人护理品行业迎来黄金发展期。**国外个人护理品发展的历程表明，当人均GDP超过3,000美元时，个体消费对可选消费品的支出增加，其中包括个人护理品。日本从人均GDP超过3,000美元的1973年起到1995年的20多年间，个人护理品市场规模增长了约7倍；中国人均GDP在2009年超过了3,000美元，今后20年将是中国个人护理品发展的黄金时期。
- **锂电池材料受益于下游应用范围的拓展。**锂离子电池具有一系列突出优势，是目前最为理想的二次电池，其应用范围也逐步拓展。除被广泛应用于便携式电子产品领域如笔记本电脑、手机等外，也逐步成为电动工具、电动自行车以及电动汽车的主要动力电池。
- **公司具备领先的技术优势及强大的国际客户开拓能力。**公司进入精细化工领域时间较长，科研成果众多，技术经验丰富。公司成功突破了六氟磷酸锂的工艺壁垒，成为国内少数具备规模化生产能力的企业之一。个人护理品终端市场基本被外资企业垄断，公司以跨国公司在中国的子公司为突破口，积极寻求进入其全球采购体系，目前已成为宝洁、高露洁、拜尔斯道夫、RITA等跨国公司的供应商。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司2013-2015年每股收益为0.78、1.04、1.29元（未摊薄）。当前精细化工2014年平均动态市盈率为21倍。我们认为公司对应14年合理市盈率在19-23倍之间，建议一级市场询价区间为19.76-23.92元。预计上市首日价格区间在24.02-26.21元范围。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	470.91	554.12	665.00	828.00	1,035.0
增长率（%）	29.19%	17.67%	20.01%	24.51%	25.00%
净利润（百万元）	46.09	63.06	76.66	102.62	127.08
增长率（%）	18.65%	36.83%	21.55%	33.87%	23.83%
净资产收益率（%）	11.01%	13.09%	13.96%	16.05%	16.91%
每股收益（元）	0.47	0.64	0.78	1.04	1.29
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512070001

询价区间

19.76-23.92

上市首日定价区间

24.02-26.21

发行上市资料

总股本（万股）	13180.00
发行量（万股）	3300.00
发行日期	--
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	国信证券股份有限公司
预计上市日期	2014年

发行前财务数据

每股净资产（元）	4.88
净资产收益率（%）	14.01%
资产负债率（%）	27.67%

主要股东和持股比例

徐金富	60.53%
通联创投	10.12%
国信弘盛	6.88%

目 录

1.公司是精细化工细分领域重要企业	3
1.1 公司是细分领域重要供应商	3
1.2 公司实际控制人为徐金富	3
1.3 募集资金使用	4
2.个人护理品迎来发展黄金期 六氟磷酸锂下游应用不断拓展	5
2.1 中国个人护理品市场高速增长 终端基本被外资垄断	5
2.2 下游不断拓展带动对电解液材料的需求增长	6
2.3 液体硅橡胶行业维持景气	7
3. 公司技术优势领先 销售进入外资供应体系	8
3.1 公司具备领先的技术研发及服务优势	8
3.2 强大的国际市场开拓能力	9
3.3 优秀管理团队+区位优势	10
4.估值定价	11
5.盈利预测与投资建议	11
6.风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司主营产品情况	3
图表 2: 发行前公司股权结构	3
图表 3: 公司募投项目分析 (单位: 万元)	4
图表 4: 全球个人护理品消费市场	5
图表 5: 2007年-2013年中国个人护理品市场规模 (亿美元)	5
图表 6: 锂电池应用领域	6
图表 7: 六氟磷酸锂主要生产商	7
图表 8: 液体硅橡胶特性及主要应用范围	8
图表 9: 公司研发项目及所获荣誉	8
图表 10: 公司柔性中试平台	9
图表 11: 公司技术服务模式	9
图表 12: 公司跨国客户及销售额 (万元)	10
图表 13 可比上市公司市盈率	11

1. 公司是精细化工细分领域重要企业

1.1 公司是细分领域重要供应商

公司属于精细化工企业，符合该领域产品较多、涉及不同领域的特点。公司产品主要涵盖个人护理品功能材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料三大块，在三块业务中均处于较领先的地位。

在个人护理品材料领域，公司已经具备提供个人护理品系列材料的研发及工艺能力，形成了表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂等系列产品，每个系列包含多个种类和型号的产品，涵盖个人护理所需的多种功能。在稳定发展国内市场的基础上，公司积极拓展跨国公司业务。报告期内公司已进入 RITA、拜尔斯道夫 (BDF)、高露洁等跨国个人护理品企业全球采购体系，并于 2011 年 3 月开始向宝洁供货。

在锂离子电池材料领域，公司已成功突破了锂离子电池电解液核心材料—六氟磷酸锂的工艺壁垒，成为国内少数具备六氟磷酸锂规模化生产能力的企业之一，打破日本企业在这一领域的垄断局面。公司已成为国内新能源汽车领军企业万向电动汽车的主要电解液供应商。

图表 1：公司主营产品情况

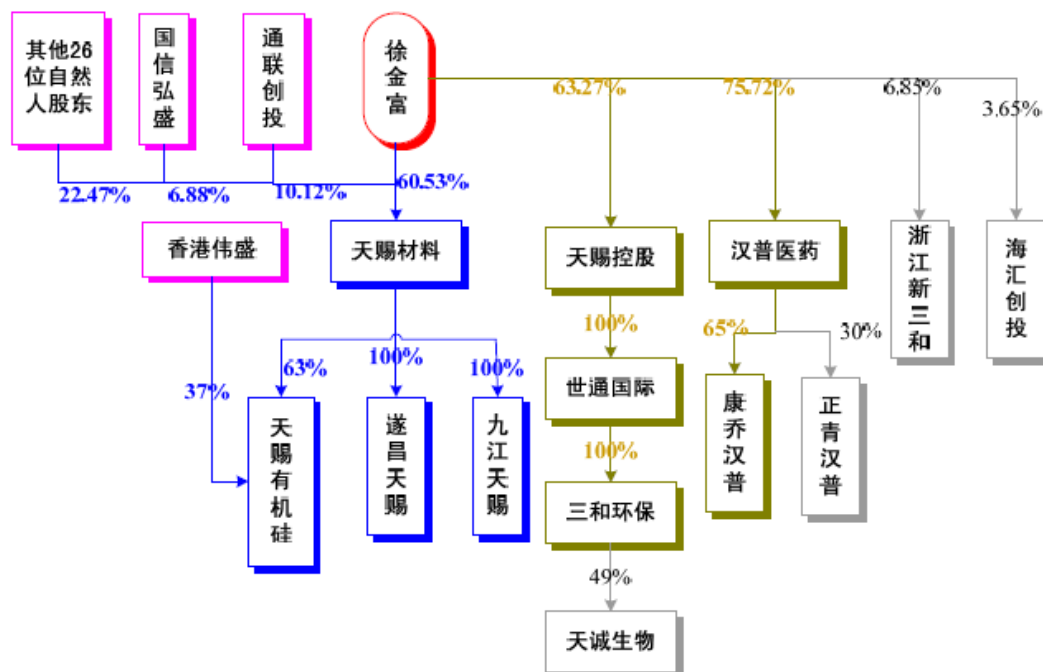
产品类别	主要产品系列	典型产品
个人护理品材料	硅油系列	透明硅油、乳化硅油
	水溶性聚合物系列	卡波姆树脂、反相乳液
	阳离子调理剂系列	瓜尔胶、纤维素
	表面活性剂系列	甜菜碱、咪唑啉
锂离子电池材料	动力锂离子电池功能电解液系列	
	传统锂离子电池功能电解液系列	
有机硅橡胶材料	有机硅橡胶系列	

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

1.2 公司实际控制人为徐金富

公司本次公开发行前总股本为 9,880 万股，本次拟公开发行 3,300 万股，占发行后总股本的 25.04%，发行后总股本为 13,180 万股，均为流通股。公司实际控制人为徐金富先生，发行前持股公司比例为 60.53%，发行后为 45.37%。

图表 2：发行前公司股权结构



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

1.3 募集资金使用

公司募集资金主要投向为“6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目（二期）”、“1,000t/a 锂离子电池电解质材料项目”、“3,000t/a 水溶性聚合物树脂项目”以及“研发中心项目”，前三者为公司产能扩张项目；“研发中心”的建设旨在提升公司整体研发水平，为公司可持续发展奠定研发和技术基础。

第一个项目“6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目（二期）”建设内容为锂离子电池电解液溶剂 3,100t/a 及电解质 700t/a，预计形成锂离子电池电解液产能约 3,800t/a，其中 700 吨电解质将首先用于自产锂离子电池电解液配比需求。

第二个项目即为六氟磷酸锂，公司具备成本优势，看好下游应用空间的不断拓展。

第三个项目产品水溶性聚合物树脂俗称为卡波姆树脂，英文名 Carbomer，是水溶性聚合物树脂的一个系列，通常用来调节液体的黏度、改善凝胶体系的触变性能和提高成品的稳定性，在个人护理品领域、技术类产品和食品等方面都扮演着非常重要的角色。

图表 3：公司募投项目分析（单位：万元）

	项目名称	计划投资额	实施主体
1	6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目（二期）	10964	九江天赐
2	1,000t/a 锂离子电池电解质材料项目	7477	九江天赐
3	3,000t/a 水溶性聚合物树脂材料项目	4932	九江天赐

4	广州天赐高新材料股份有限公司研发中心	3150	公司
	合计	26523	

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

1.2. 个人护理品迎来发展黄金期 六氟磷酸锂下游应用不断拓展

公司的主要产品包括个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料，都属于精细化工新材料产品。其中，个人护理品材料广泛应用于洗发水、沐浴露、洗面奶等个人护理品行业中。锂离子电池材料则主要应用于各类笔记本电脑电池、手机电池、新能源汽车电池行业中。有机硅橡胶材料则主要应用于电子、模具等下游行业中。本部分我们将分别对三块业务的市场空间做出论述。

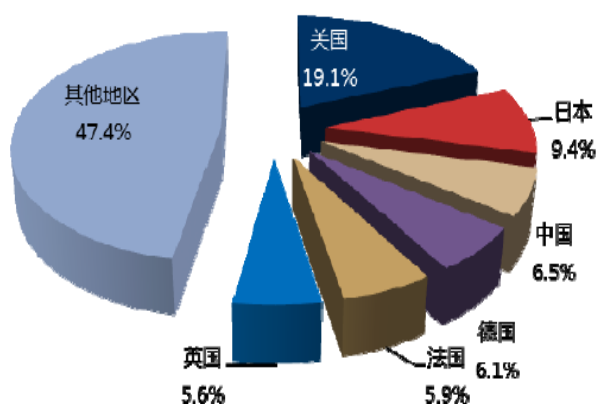
2.1 中国个人护理品市场高速增长 终端基本被外资垄断

据 Datamonitor 统计,2006 年全球个人护理品市场已达 1,955 亿美元,预计 2013 年全球个人护理品的市场规模将达到 2,543 亿美元。一般认为,个人护理品材料与个人护理品的平均产值比为 1:10。按照这一比例,预计到 2013 年全球个人护理品材料的市场规模将达到 254 亿美元。

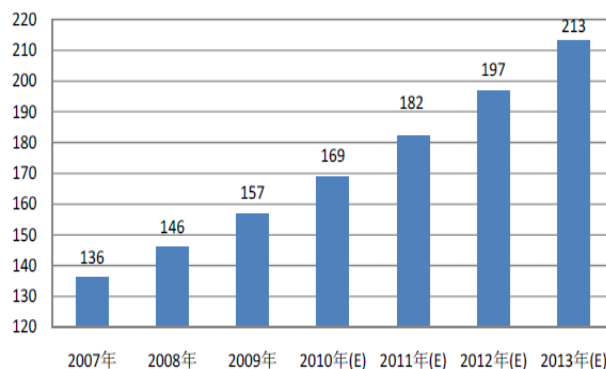
全球个人护理品消费大国前六名(美国、日本、中国、德国、法国和英国)的市场规模超过全球市场规模的一半。随着中国个人护理品行业的快速增长,中国在全球范围内的比重也将进一步提高,越来越多的个人护理品跨国企业将市场发展的重点放在中国。而且,国外个人护理品发展的历程表明,当人均 GDP 超过 3,000 美元时,个体消费已基本脱离对温饱的要求,开始追求生活品质的进一步提高,表现在消费结构上,则是恩格尔系数大幅降低,对可选消费品的支出增加,其中包括个人护理品。以日本为例,日本从人均 GDP 超过 3,000 美元的 1973 年起到 1995 年的 20 多年间,个人护理品市场规模增长了约 7 倍;中国人均 GDP 在 2009 年超过了 3,000 美元,今后 20 年将是中国人个人护理品发展的黄金时期。

图表 4: 全球个人护理品消费市场

图表 5: 2007 年-2013 年中国个人护理品市场规模(亿美元)



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2.

中国个人护理品市场竞争激烈，市场份额主要被跨国个人护理品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅等企业占据，销售规模最大的十个品牌全部为外资品牌。据不完全统计，宝洁、联合利华、欧莱雅和资生堂等企业在中国的销售额超过 500 亿元，整体占整个中国市场的一半以上，并且仍呈现上升趋势。所以，个人护理品销售终端基本被外资企业所垄断。

国内从事个人护理品生产的企业主要集中在珠江三角洲地区以及长江三角洲地区。广东已经成为个人护理品的产销大省。广东省内持有化妆品生产许可证的企业约占全国总数的一半左右。公司位于广东，处于产业集群的核心地带。

2.2 下游不断拓展带动对电解液材料的需求增长

由于锂离子电池具有能量密度高、循环寿命长、自放电率小、无记忆效应和绿色环保等突出优势，是目前最为理想的二次电池，其应用范围也逐步拓展。锂离子电池除被广泛应用于便携式电子产品领域，如笔记本电脑、手机及数码相机等外，也逐步成为电动工具、电动自行车以及电动汽车的主要动力电池。此外，锂离子电池在能源储存领域也有重要应用。据中国电子元器件协会统计，2008 年全球锂离子电池的市场规模达到 71 亿美元。

图表 6：锂电池应用领域

锂离子电池应用领域	下游应用产品	
现有应用领域	手机	
	笔记本	
	相机	
	电动工具	
	电动自行车	
新兴应用领域	储能领域	
	新能源汽车	

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

公司主要涉及产品为锂电池电解液，即六氟磷酸锂。六氟磷酸锂要求纯度高、游离酸与水分低，由于产品本身极易吸潮分解，因此生产难度极大，对原料及设备要求苛刻，属于典型的高科技、高生产难度的技术产品。由于六氟磷酸锂的技术门槛高，在全球范围内具备规模化生产六氟磷酸锂能力的企业极少，核心技术主要掌握在日本企业手中。经过多年研发，公司已成功突破了六氟磷酸锂的工艺壁垒，成为国内少数具备六氟磷酸锂规模化生产能力的企业之一。国内供应商主要还有国泰华荣、天津金牛、东莞杉杉、深圳新宙邦等公司，主要供应国内锂电池生产企业。

图表 7：六氟磷酸锂主要生产商

产商	现有产能（吨/年）	备注
日本森田化学	1,680	全球最大的六氟磷酸锂供应商，主要供应日本三菱和国泰华荣
日本关东电化	950	主要供给日本宇部实业公司
SUTERAKEMIFA	800	主要供给韩国 ECOPEO
多氟多	200	2011 年 4 月建成投产，拟新建 2,000 吨项目
九九久	400	2011 年 6 月建成投产，拟新建 1,600 吨项目
本公司	300	2011 年 3 月建成投产

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2.3 液体硅橡胶行业维持景气

有机硅橡胶是有机硅的深加工产品，占到有机硅深加工产品的 60-70%。有机硅橡胶按产品状态可分为固体硅橡胶和液体硅橡胶两大类。其中，液体硅橡胶相比固体硅橡胶有着无可比拟的特性，例如能耗低，工效高，物理性能及电性能好，生产场地小，可现场施工。在很多应用领域正逐步替代固体硅橡胶成为有机硅橡胶的主导产品。液体硅橡胶应用领域广泛，产品性能较固体硅橡胶产品优越，市场前景较为广阔。随着世界制造业向中国转移，液体硅橡胶的重要应用领域模具、电器、电子、电力、汽车、医疗、日化等下游行业的需求旺盛，中国液体硅橡胶正迎来一个高速发展期，行业的景气将会因下游需求的旺盛得到较长时间的维持。

图表 8：液体硅橡胶特性及主要应用范围

行业	利用的特性	主要应用范围
建筑	耐老化、易着色、粘结性	用作公路接缝的密封剂，高层建筑物嵌板、幕墙和内墙接缝的密封，厨房瓷砖周围空隙的填平和浴盆、水斗、便池周围的密封等
电子	介电性、耐候、粘接性、易用性	用作包封、灌注、粘接、浸渍和涂覆等材料
电力	电绝缘性、耐候、防潮	用于互感器、冷缩附件、绝缘子、避雷器的生产
航空宇航	耐高低温、耐腐蚀、耐辐射	用于宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封，烧蚀涂层，耐油部位的密封
汽车	耐疲劳、粘接性	用作现场成形的密封垫圈，汽车挡风玻璃、门窗框架、反光灯、排气管及易受水淋设备的粘接密封
医疗	生理惰性	用作隐形眼镜、人工角膜、齿科印模、防噪音耳塞的材料
其他	粘接性、仿真性	用于制作古代文物复制品的模具，常规武器的密封

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.3. 公司技术优势领先 销售进入外资供应体系

3.1 公司具备领先的技术研发及服务优势

研发能力是精细化工企业核心竞争力的保证，公司进入精细化工领域时间较长，承担了多项国家、省、市级课题，科研成果众多。同时在精细化工产品的生产技术及工艺方面积累了丰富的经验。公司拥有省级“企业技术中心”及“广东省精细化工材料工程技术研究开发中心”，共拥有专利 15 项，其中发明专利 11 项，实用新型 1 项，外观专利 3 项。公司邀请前 GE 贝茨实验室技术总监等一批高水平专家担任技术顾问，有力地保障了公司研发创新水平的不断提高和持续发展。

图表 9：公司研发项目及所获荣誉

研发项目	所获荣誉
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	国家火炬计划项目
高性能塑料合金用含硅聚合物的制备	科学技术成果鉴定证书
动力型超级电容器用功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
新型快速成型用模具硅橡胶的研究与应用	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
锂二次电池功能电解质的研究与开发	科学技术成果鉴定证书

锂离子电池功能电解质的研究与产业化应用

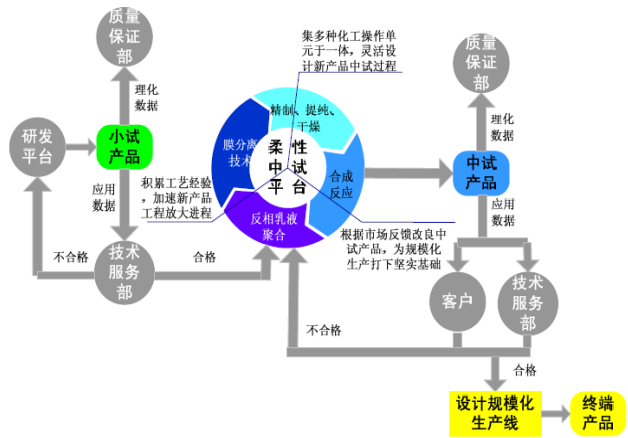
广东省科学技术奖励一等奖

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

公司通过不断实施自身工艺技术、流程改良及设备改造，在合成、提纯、过程反应控制等化工操作单元积累了丰富的经验，拥有了一系列行业领先的中试技术和工艺诀窍，基于这一优势，公司于 2008 年建立了包含完整化工操作单元的中试平台，形成了行业领先的柔性中试平台，为不断推出高附加值产品提供了高效的产业化平台。

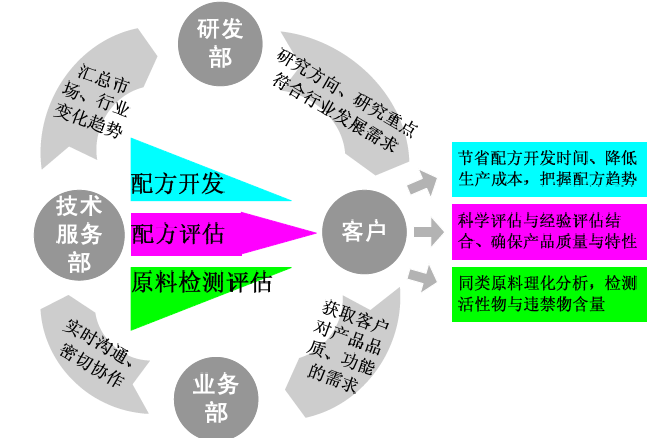
公司的产品为精细化工定制品，与下游客户产品之间的配伍性与复配稳定性是公司现有产品实现价值的前提条件，也是公司新产品进行市场拓展的基础。技术服务的水平决定了公司与下游客户之间的合作的广度及深度。公司从为客户实现价值的角度出发，在日化材料业务部以及电池材料业务部下设技术服务部门，统筹负责公司产品的技术服务工作。一方面技术服务部门对外与销售人员进行业务团队，共同负责公司的业务拓展，展开公司产品的售前、售中以及售后服务。另一方面技术服务部门对公司内部负责研发人员与市场人员的沟通协作，将客户对公司产品的品质需求、功能需求信息及时传达给研发部门，使得公司研发部门的研究方向与研究重点更切合市场变化的趋势，符合行业发展的需求。公司技术服务人员与公司市场人员、研发人员之间的良性协作，有效地提高了公司研发工作的效率与产品的市场竞争力。

图表 10：公司柔性中试平台



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

图表 11：公司技术服务模式



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.2 强大的国际市场开拓能力

公司个人护理品材料主要包括硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂、表面活性剂系列产品，下游客户为个人护理品的销售商。如上节所述，个人护理品销售终端基本被外资企业所垄断。公司顺应行业格局变化，在行业内及早推进国际业务并积极接触跨国公司客户，积极开拓国际市场。


从 2006 年起，公司积极推进与国际接轨的质量保障和 SHE 体系的建立和提升。公司科研水平得到了长足发展，新产品和新技术不断推出，多项产品不断接近国际先进水平，形成了有效的竞争力。在品牌建设上，公司连续多年在世界三大个人护理品材

料展 PCHI、In-Cosmetics 和 Supplier's Day 展会上充分展示自己的实力和形象，获得了较好的传播效果和知名度，国际业务成长快速。

以跨国公司在中国的子公司为突破口，积极寻求进入其全球采购体系。经过多年发展，公司已经与宝洁、高露洁、拜尔斯道夫（BDF）等跨国公司建立了合作关系，成为其材料供应商。公司近几年发展的北美客户 RITA 已成为公司的重要客户，2010 年、2011 年分别实现销售 1,675.48 万元、1,575.66 万元。

同时，欧莱雅、联合利华、宝洁等跨国公司已经开始与公司洽谈卡波姆树脂产品的业务合作事宜，欧莱雅和联合利华已完成对公司卡波姆树脂产品的配方测试，欧莱雅、联合利华已分别于 2011、2012 年通过赫克力士向公司采购卡波姆产品，宝洁已于 2011 年 12 月完成公司卡波姆树脂工厂验证程序。

图表 12：公司跨国客户及销售额（万元）

跨国公司客户	2011 年	2010 年	2009 年
	1,575.66	1,675.48	642.82
	352.69	318.37	310.18
	423.37	275.66	0
	607.65	0	0

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.3 优秀管理团队+区位优势

公司管理团队大多拥有多年精细化工行业的工作经历，对于精细化工行业有着深刻的理解。公司创始人徐金富先生是中国科学院化学专业硕士研究生，一直从事精细化学品的生产与研究，对于行业市场和技术的发展趋势具备前瞻的把握能力。公司总经理陈汛武先生在宝洁公司工作多年，具备国际化的开阔视野和先进的管理理念。徐金富先生与陈汛武先生分别代表了技术与市场方面的专业人才。公司核心管理人员、技术人员均持有公司股份，充分发挥了长效激励机制，保证了人才队伍稳定，确保公司可持续性发展。

此外，公司地处广州，具备明显的区位优势。国内的从事个人护理品生产的企业主要集中在珠江三角洲以及长江三角洲地区，广东已经发展成为个人护理品的产销大省。国内锂离子电池生产企业主要集中在以深圳为中心的珠三角地区，积聚了一批国内锂离子电池生产企业。公司位于地理位置优越的广州地区，靠近产品下游市场，区位优势明显。

4.4. 估值定价

如下表所示, 当前精细化工代表企业 2014 年平均动态市盈率为 21 倍。我们认为公司对应 2014 年合理市盈率在 19-23 倍之间, 建议一级市场询价区间为 19.76-23.92 元。

图表 13 可比上市公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价/目标价
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
联化科技	002250	0.71	0.85	1.12	28	24	18	20.07
烟台万润	002643	0.39	0.46	0.57	34	28	23	13.10
新宙邦		0.76	0.71	0.89	25	27	21	19.03
平均					29	26	21	

资料来源: 招股意向书, 东兴证券研究所

5.5. 盈利预测与投资建议

公司本次募集资金投资项目中, “6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目 (二期)”、“1,000t/a 锂离子电池电解质材料项目”及“3,000t/a 水溶性聚合物树脂项目”为公司产能扩张项目; “研发中心项目”的建设旨在提升公司整体研发水平, 为公司可持续发展奠定研发和技术基础。公司具备扎实的技术优势以及强大的国际市场开拓能力, 产能扩张利于公司巩固并扩大市场占有率。

公司募集资金投资项目全部建成投产后, 预计正常年份公司新增营业收入 55,255 万元, 新增净利润 13,098 万元。结合精细化工行业的几家可比上市公司的情况, 预计公司 13、14、15 年每股收益为 0.78、1.04、1.29 元 (未摊薄), 14 年合理价格在 21.84 元左右, 对应 PE21 倍, 目前发行价 21.18 元较为合理。预计上市当日有 10%-20% 的涨幅, 上市首日价格区间在 24.02-26.21 元范围内。

6.6. 风险提示

- 1、技术竞争加剧风险。
- 2、市场风险。外企采购体系维持及锂电池下游应用范围缩减的风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	296	349	434	535	1061	营业收入	471	554	665	828	1035
货币资金	46	84	73	91	114	营业成本	332	362	456	555	683
应收账款	137	140	191	238	298	营业税金及附加	3	4	4	5	6
其他应收款	4	1	1	2	2	营业费用	23	33	33	41	52
预付款项	5	14	14	14	14	管理费用	59	76	83	104	129
存货	84	84	125	152	187	财务费用	5	4	1	3	14
其他流动资产	1	1	3	4	6	资产减值损失	2.42	2.73	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	269	336	262	291	272	公允价值变动收益	-0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.03	0.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	213.94	224.89	227.88	260.03	243.58	营业利润	47	73	86	118	149
无形资产	25	28	25	22	20	营业外收入	11.32	6.67	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.00	0.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	565	685	696	826	1332	利润总额	57	79	96	128	159
流动负债合计	93	184	153	176	549	所得税	8	12	13	18	22
短期借款	27	10	65	73	428	净利润	49	67	82	110	136
应付账款	44	76	57	70	86	少数股东损益	3	4	6	7	9
预收款项	1	5	5	5	5	归属母公司净利润	46	63	77	103	127
一年内到期的非流	0	40	0	0	0	EBITDA	73	102	123	177	239
非流动负债合计	39	5	50	60	72	BPS (元)	0.47	0.64	0.78	1.04	1.29
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	39	0	39	39	39	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	133	189	204	236	621	成长能力					
少数股东权益	14	14	19	27	36	营业收入增长	-15.0%	17.7%	20.01%	24.51%	25.00%
实收资本(或股本)	99	99	99	99	99	营业利润增长	-27.1%	385.7%	17.45%	37.83%	25.85%
资本公积	173	173	173	173	173	归属于母公司净利润	21.6%	244.7%	21.55%	33.87%	23.83%
未分配利润	132	190	250	331	432	获利能力					
归属母公司股东权	419	482	549	640	751	毛利率(%)	30%	35%	32%	33%	34%
负债和所有者权	565	685	772	902	1408	净利率(%)	11%	12%	12%	13%	13%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		8%	9%	11%	12%	10%	
经营活动现金流						偿债能力					
32	126	-22	103	-255	资产负债率(%)	23%	28%	26%	26%	44%	
净利润	49	67	82	110	136	流动比率	3.17	1.89	2.83	3.04	1.93
折旧摊销	20.38	25.05	0.00	55.66	76.26	速动比率	2.27	1.44	2.02	2.18	1.59
财务费用	5	4	1	3	14	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-18	13	16	总资产周转率	0.90	0.89	0.91	0.99	0.90
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4	4
投资活动现金流	-55	-64	-38	-87	-59	应付账款周转率	11.00	9.24	9.98	13.01	13.27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.64	0.78	1.04	1.29
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.03	0.18	-0.11	0.18	0.23
筹资活动现金流	21	-44	49	2	337	每股净资产(最新摊)	4.24	4.88	5.56	6.47	7.61
短期借款	27	10	65	73	428	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	0.27	-0.34	0.25	0.12	1.48
现金净增加额	-3	18	-11	18	23						

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事化工行业（精细化工/化肥/农药等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。