

# 西北化工 (000791)

## ——产品结构改善提升涂料主业盈利能力

市场数据	2010年5月10日
当前价格(元)	8.08
52周价格区间(元)	4.99-9.55
总市值(百万)	1527.12
流通市值(百万)	1526.93
总股本(万股)	18900
流通股(万股)	18897.61
近一月换手(%)	50.13%
第一大股东	西北油漆厂
公司网址	http://www.yoxin.net

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(万元)	22278.06	23907.09	30770.6	39027.9
净利润(万元)	2337	1145	2618.6	3609.9
每股收益(元)	0.12	0.06	0.14	0.19
净利润增长率%	33.94%	-51.01%	128.7%	37.86%
每股净资产(元)	1.60	1.66	1.92	1.92
市盈率	68	139	58	43

资料来源: 华龙证券研发中心

### 投资要点:

- **受区域投资拉动, 涂料主业出现拐点。**2009年公司涂料业务收入为17348万元, 占收入的84.5%, 拥有5万吨/年涂料产能。因西北地区地产、基建投资拉动需求高增长、原料价格下降以及公司拓宽营销渠道, 涂料业务毛利率由2008年的15.34%上升到26.77%, 业务毛利同比增长119%。不计算资产减值, 公司主业已经扭亏为盈。二次西部大开发和甘肃省固定资产投资继续高位增长, 为公司涂料产品下游需求扩张提供了条件。
- **涂料产品结构不断优化, 新型油漆比例增加提升公司盈利能力。**公司风电涂料、粉末涂料、装饰胶、高档环保乳胶漆等一批环保、高性能新产品快速研发并成功投放市场, 使得涂料产品结构不断趋于优化。与北京化工大学、西北师范大学合作的固沙剂产品一旦研制成功, 前景看好。公司新型风电涂料问世, 打破了国外同类产品的垄断, 将进一步提高公司风电涂料的市场占有率。
- **老厂区土地亟待开发, 商贸物流业务拓展有望带来公司新的发展机遇。**目前, 公司老厂区工业用地转为商业用地的报批工作正在积极推进。原厂区117亩土地位于极具升值潜力的东部商圈, 在招拍挂程序完成后, 若公司能获得该土地的使用权, 则公司计划发展商贸物流业务。根据市场价格估算, 公司117亩土地目前价值为7亿元左右。
- **业绩预测与投资评级:**预计公司2010年, 2011年EPS分别为0.14元、0.19元(此估值并未考虑公司老厂区土地处置问题), 对应5月7日收盘价8.08元计算, PE分别达到58、43倍, 给予公司“中性”评级。

华龙证券研究中心

高级研究员: 王璇

研究员: 许红

0931-4890588

wswx1204@yahoo.com.cn

## 正文目录

一、公司概况 .....	2
二、公司涂料相关业务分析 .....	2
1. 涂料行业前景广阔，结构调整是主要方向 .....	3
2. 公司产品结构不断优化，涂料主业出现拐点 .....	5
三、公司颜料业务分析 .....	8
1. 中国染颜料行业——面对难关，挑战机遇 .....	8
2. 公司颜料业务 09 年亏损，未来业绩仰仗订单数量增加 .....	9
四、老厂区土地亟待开发，商贸物流业务拓展带来公司新的发展机遇 .....	9
五、投资看点 .....	10
1. 短期看点：产品结构调整提升涂料业务竞争力，由市场开拓转向市场培育 .....	10
2. 中长期看点：商贸物流业务拓展有望带来公司新的发展机遇 .....	10
六、盈利预测与估值 .....	10

## 图表目录

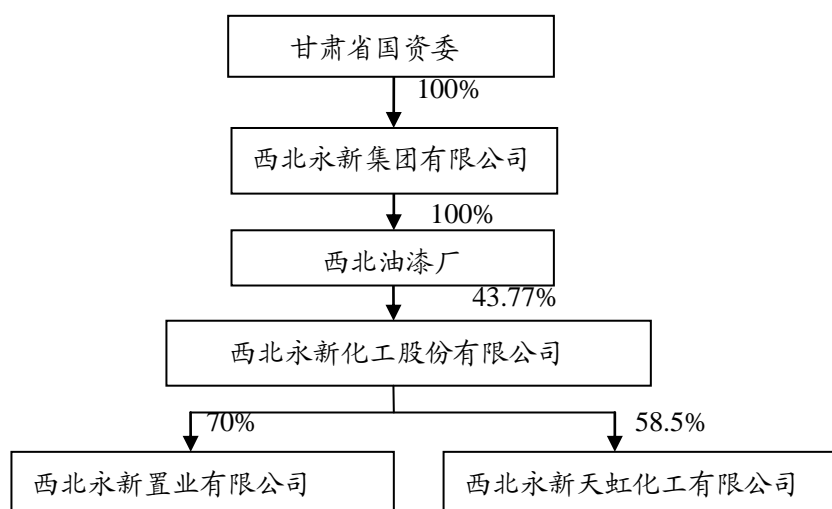
图 1: 公司股权结构 .....	2
图 2: 2009 年公司主营业务收入比例 .....	3
图 3: 2009 年公司主营业务利润比例 .....	3
图 4: 公司收入和利润变化走势 .....	3
图 5: 全国涂料业盈利情况走势 .....	4
图 6: 2008 年全国工业涂料产量与增速 .....	4
图 7: 2008 年全国涂料分区域产量 .....	5
图 8: 2008 年全国工业涂料分区域产量 .....	5
表 1: 新涂料应用领域 .....	5
表 2: 西北化工分业务收入预测 .....	10
表 3: 西北化工盈利预测 .....	11

## 一、公司概况

西北永新化工股份有限公司（简称西北化工）于1997年7月8日由西北油漆厂独家发起，部分改制，采用募集设立方式设立的股份有限公司。公司股票于1997年10月14日在深圳证券交易所上市交易。公司目前总股本为18900万股，实际控制人为西北永新集团有限公司。

公司主要从事涂料、化工原料等的研制、开发、生产和销售，是西北地区涂料生产和销售的行业龙头。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司公告，华龙证券

## 二、公司涂料相关业务分析

公司主营涂料、颜料、物业及房屋租赁等业务。公司主营业务利润主要来源于涂料产品的销售。公司生产的涂料产品主要销往西北地区；颜料产品主要销往沿海和东南亚地区。本公司前五名客户的销售收入总额为10024万元，占本公司全部销售收入的比例为48.83%。重点客户主要有金川集团公司、酒钢集团、合力叉车、兰州石化、庆阳石化、陕汽重卡、特变电工等企业。

图 2：2009 年公司主营业务收入比例

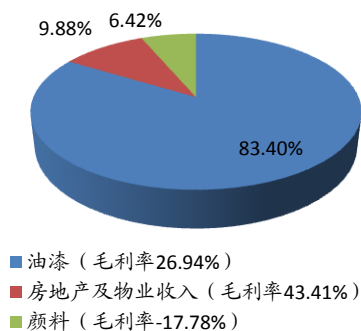
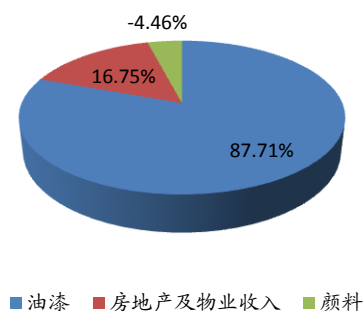


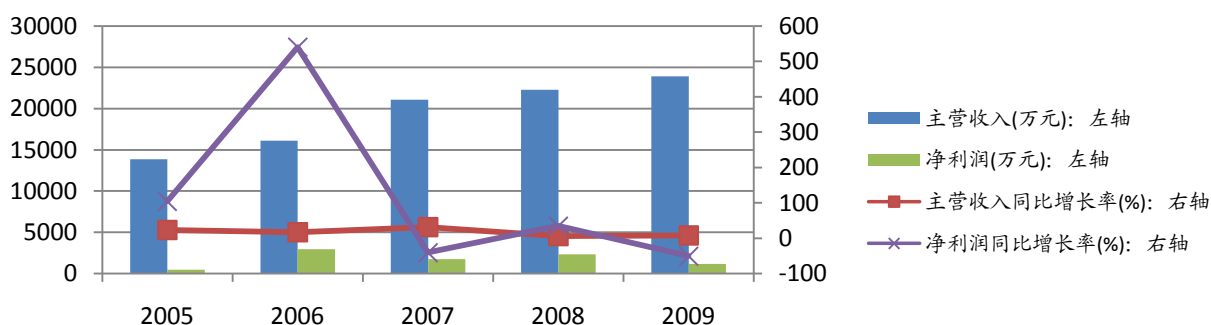
图 3：2009 年公司主营业务利润比例



数据来源：公司公告，华龙证券

2005年以来，公司主营业务销售毛利率一直保持在13%左右的水平，2009年受涂料行业上游成本下降和下游需求扩张的影响，公司销售毛利率达到23.4%。近年来公司颜料业务盈利能力较弱，2009年子公司天虹化工因技改和环保治理，全年仅生产5个月，导致收入减少，影响营业利润下降。

图 4：公司收入和利润变化走势



数据来源：公司公告，华龙证券

## 1. 涂料行业前景广阔，结构调整是主要方向

### ➤ 中国涂料行业进入高速发展期，市场空间巨大。

中国目前是世界上第二大油漆与涂料市场，仅次于美国。在我国化工行业逐步从基础化工向精细化工产业升级的过程中，油漆涂料行业毛利率基本平稳，而税前利润率稳步提升，近5年来从6%左右升至近8%，表现出良好的发展势头。2008年经济危机使得中国油漆涂料市场增速明显下降，但2009年以来随着宏观经济特别是主要下游的回暖，需求恢复显著，中国成为世界油漆与涂料市场增速最快的地区之一。当前我国涂料工业已进入高速发展时期，主要表现在各区域百花齐放增长势头加快，企业集中度提高，政府相关政策、标准应运而生，使得涂料市

市场环境进一步走向有序,竞争形态向更高层次发展。2009年涂料总产量755万吨,增速14.14%,明显高于一般化工产品,预计2010年产量达到780万~860万吨。在石化行业利润整体下降5.22%的背景下,2009年涂料制造业的利润和纳税额度均有大幅提升。

图5: 全国涂料业盈利情况走势

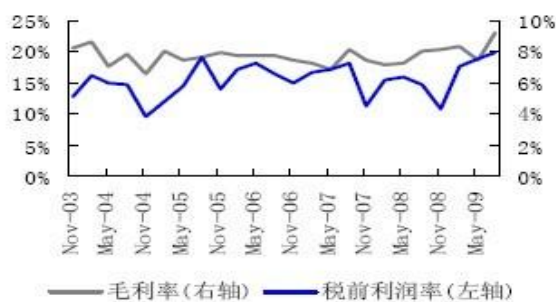
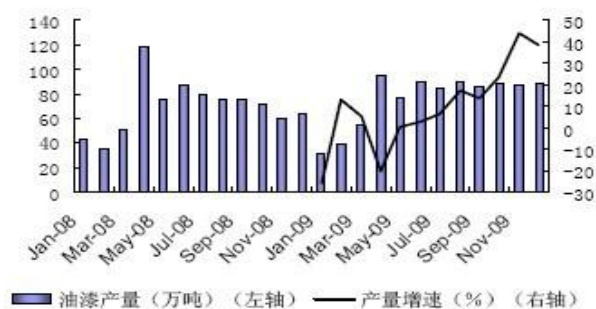


图6: 2008年全国工业涂料产量与增速



数据来源: 国家统计局

### 国内油漆涂料市场竞争激烈, 环保型产品是发展趋势。

我国涂料市场集中度较低。目前我国不少涂料企业的利润已经低于10%, 超过行业正常利润的警戒线。主要原因有两点: 第一, 外国涂料进入加大了市场竞争, 如阿克苏诺贝尔、PPG、ICI、立邦、BASF、杜邦等, 也有外商在中国设立代理商, 把国外涂料产品直接引入我国市场。目前, 我国涂料市场约有30%的市场份额被国外企业占领, 比重仍在上升; 其次, 国内的一些涂料小作坊也在冲击涂料行业。目前, 国内很多涂料小作坊, 既不重视环保, 也不注重品牌, 互相压价造成恶性竞争。经过金融危机的洗礼, 不少无序经营、缺乏竞争力的企业和涂料经销店被淘汰, 恶性竞争和产品同质化现象未来应该会有所缓解。

在18大类涂料产品中, 我国产量最大的品种是醇酸树脂漆, 其次是酚醛树脂漆, 节能低污染环保涂料(水性涂料、粉末涂料、高固体分涂料、辐射固化涂料)比例约为26%, 而同类产品在北美、西欧、日本等发达国家比例已占到80%左右。随着石油化工和基础化工利润空间的萎缩, 越来越多的发达国家以及大型石化公司将核心产业向精细化工方向转移, 并打算以领先的生物技术、新材料、新能源技术占领未来制高点。所以, 节能环保新型涂料将是以后的涂料行业发展方向

### 涂料行业地域性强, 西部空间广阔。

因为与下游主要客户长期合作的关系等原因, 油漆涂料产品的销售地域性强。传统上, 我国涂料生产集中在三大地区: 长三角、珠三角、环渤海, 但中西部地区涂料的需求随着经济快速发展而显著增长, 占比逐步扩大, 特别是工业涂料领域。金融危机以来, 广东省仍稳居涂料产量产值第一, 华东地区增速有所放缓, 东北和西南地区涂料行业实现较快增长。从2008年全



国工业涂料分区域产量来看，西部地区涂料产量比例正在扩大。国务院2009年以来加大了西部大开发力度，随着钢铁、水泥、装备制造等下游行业的需求释放，带来西部地区涂料企业的巨大发展空间。

图7：2008年全国涂料分区域产量

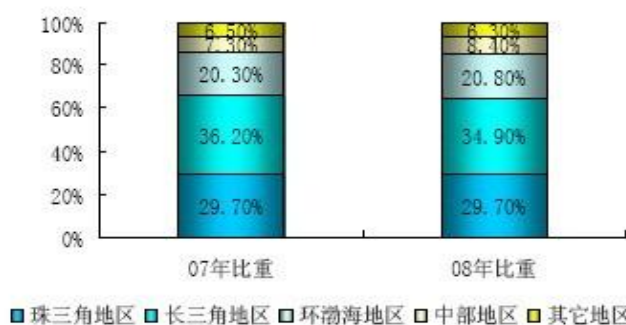
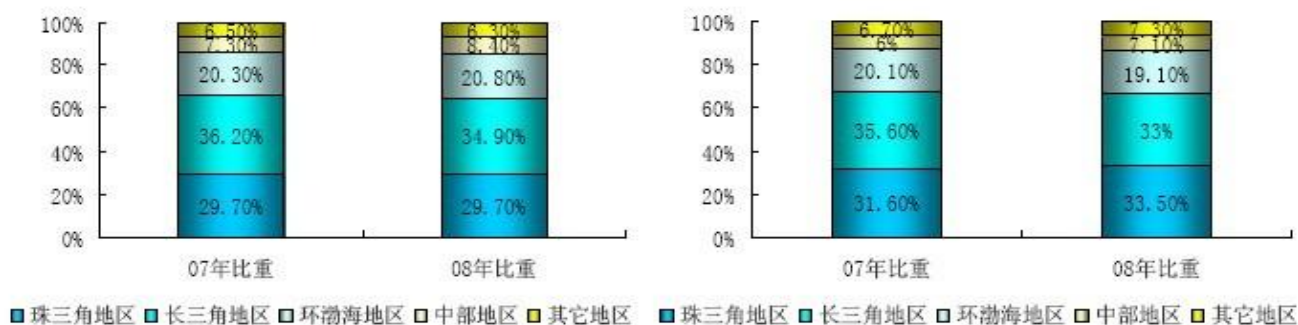


图8：2008年全国工业涂料分区域产量



数据来源：国家统计局，华龙证券

## 2. 公司产品结构不断优化，涂料主业出现拐点

### （1）涂料产品线全面，结构不断优化

公司涂料主业收入比较稳定。作为专业油漆企业，公司产品线较为全面，比较而言，酯胶油漆、酚醛油漆是低档产品，醇酸油漆是中档产品、其它属于高端产品。在公司涂料产品结构中，醇酸漆比例最大，2009年醇酸漆收入达9720万元，占整个涂料业务收入的56%，毛利率为24.3%。除此之外，公司通过加大科研力度，H06-2铁红环氧脂底漆、高级单组份耐磨清漆、水性木器系列漆、丙烯酸工程机械漆、聚氨酯耐磨清漆等一大批新型涂料的研制和推广，进一步优化了公司的产品结构。公司的新产品广泛应用于风力发电设备、建筑、汽车、机床、电力设施、航空航天及军事设施等。

表1：公司新涂料应用领域

	应用范围	特性
军工涂料	军事工程车辆、军用雷达、军工仪表、航空航天装备、地面军事装置。	品种齐全，用于陆地、沙漠、海洋等不同气候及环境下。
工业防腐及重防腐涂料	用于黑色及有色金属防腐，如冶炼设施、污水处理设施、油品储罐、大坝	防锈、防腐、防水、耐化学品性
全效净味乳胶漆	建筑物内外墙涂料	零VOC排放，抗菌除醛、绿色环保
UV光固化涂料	家电、摩托车等	绿色环保型涂料，快速固化、节能、无污染
车辆涂料	各类轿车、客车、货车、摩托车及其配件的涂装	漆膜耐候性强，装饰性与腐蚀性兼备，耐化学品性强。

风电涂料	风力发电设施包括塔筒、叶片、机舱罩以及配套部件的涂装保护	耐候性好、耐风沙冲蚀、耐高低温交变、防结冰、防腐、适合三北寒旱、风沙地区及沿海海洋气候区
粉末涂料	电器、计算机、金属家具、防盗门、开关柜、水泵电机、仪器仪表	已成功推出建筑专用型、纯聚酯型、纯环氧型、环氧聚酯混合型、超低温固化型等品种。
电泳漆	汽车、摩托车车身及其零部件、金属装饰品、家电产品等	优越的机械性能、较高耐候性、较强耐蚀性，不含铅类和锡类等有毒物质
固沙剂	沙漠治理、固沙保水、浮土固化、煤粉治理	有效对干旱沙漠地区沙粒表面起固定性保护、防止移动性沙丘向地面迁移；保持水土、改善生态
环保型胶黏剂	用于粘结木材、纸张、高分子板、铝塑板、橡胶、皮革等	无苯、不含甲醛、快干、粘结力强、符合环保标准。
钢结构防火涂料	通用机械、工程机械、叉车	优异的膨胀隔热防火性能，2mm 膜厚可有效防火达 2 小时。
特种涂料	适用于金属和非金属储罐内壁防腐、防渗、导静电的防护涂装	良好的防腐性、绝缘性、导静电性、耐高温型及防火性能

数据来源：公司资料，华龙证券

## （2）受区域投资拉动，涂料主业出现拐点

2009年公司涂料业务收入为17348万元，占收入的84.5%，拥有5万吨/年涂料产能。因甘肃地区地产、基建投资拉动需求高增长，原料价格下降以及公司拓宽营销渠道，涂料业务毛利率由2008年的15.34%上升到26.77%，下半年更是达到28%的历史最高水平，业务毛利同比增长119%。不计算资产减值，公司主业已经扭亏为盈。

由于涂料行业具有销售地域性强的特点，在国家继续实施二次西部大开发战略、甘肃省2010年固定资产投资仍然维持在高位的背景下，涂料下游基建、地产等行业的需求进一步扩张，公司涂料业务前景看好。

## （3）涂料产品结构不断优化，新型油漆比例增加提升公司盈利能力

为了积极应对涂料行业结构调整，公司十分注重自主创新能力以及核心产品研发。风电涂料、粉末涂料、装饰胶、高档环保乳胶漆等一批环保、高性能新产品快速研发并成功投放市场，使得涂料产品结构不断趋于优化。2009年涂料主业在工业用户产品需求量大幅下滑的情况下，民用产品销量同比增长32%，销售收入同比增长12%。

### ➤ 高分子固沙抑尘剂应用前景看好，有望成为公司一大业绩亮点

高分子固沙抑尘剂是公司与中国石油大学、西北师范大学正在联合研制开发的新型环保涂料项目，目前该产品正处于研发阶段，主要产品为水溶性高分子固沙剂、固沙种草剂。高分子固沙抑尘剂适用于西北地区严重的荒漠化现状及干旱、半干旱的沙漠地理条件。能够有效对干旱沙漠地区沙粒表面起固定性保护、防止移动性沙丘向绿洲迁移等作用，同时可解决半干旱、

半湿润地区水土保持、生态改善、农林产业发展等问题。固沙种草剂是将由天然产物分离出的具有抗旱、耐盐硷、能缩小树草叶面呼吸孔道以减少水分蒸发，促进树草根系发育的植物生长剂结合到保水剂上形成的新型功能材料。利用材料的成膜性和高粘性起到固沙保水作用，在其上种植黑麦草、柠条、胡麻等长势良好。

一旦固沙剂研制成功推广应用，将为解决西北地区日益严重的荒漠化现象带来一条新的思路，应用前景十分广阔。

#### ➤ 风电涂料新产品推广应用助推公司向涂料业务精细化转型

风能作为一种清洁的可利用能源，越来越受到世界各国的重视。金融危机后，低碳经济成为国家未来发展的战略方向，同时甘肃省循环经济示范区获批，都为风电产业带来良好的发展机遇。目前我国风电涂料基本被国外产品所垄断，加快国产化进程势在必行。最近，西北永新集团与西北师大合作研发的新型风电涂料问世，此举将打破国外同类产品的垄断地位。

公司风电涂料经过了甘肃省省级鉴定。到2008年初研制成功塔筒用配套产品，并且开始生产、批量供货，部分替代了进口产品。此后又继续攻关，陆续开发出叶片、机舱罩用产品，并针对不同地区气候条件差异推出一系列量身定做的配套产品。经过检测，西北永新研发的新型风电涂料在耐磨性、弹性伸长率、附着力、耐冲击性、耐风沙性等防护性能方面均达到或优于国外风电涂料产品，在结构设计和制造工艺上都有创新，对风电设备能够形成有效的防护。

目前公司的风电产品主要销往重庆海装、金风科技等企业。重庆海装是中国船舶重工集团公司集合所属优势企业和科研院所成立的大型风力发电装备研制关键零部件设计开发与制造的高新技术企业；金风科技是国内最早和目前规模最大的风电技术设备研发和制造企业。风电涂料下游客户实力强大，由此，我们看好公司未来风电涂料的发展空间。

#### ➤ 公司环保乳胶漆应用前景看好

水性涂料因为其环保性更高，已在行业的大力推广后获得更高的认可度。而水性涂料中又以乳胶漆为最大热点。乳胶漆的主要成分是无毒性的树脂和水，不含铅、汞成分，环保无污染；同时，乳胶漆耐水性和耐侯性更强，好的乳胶涂料层具有良好的耐水、耐碱、耐洗刷性，涂层受潮后决不会剥落，属中高档涂料。因水性油漆对人健康、污染排放少、石油基原料使用少，在消费升级、重视环保、油价渐升的大背景下，无疑是油漆的升级换代产品。一般油性涂料是10多元/公斤，水性涂料20-40元/公斤，高端可达40~100元/公斤，经济效益显著。我们认为，公司凭借强大的研发能力和已经具有的业内地位，开发油漆升级替代产品的战略目标明确。

#### ➤ 涂装一体化项目形成与客户的战略合作关系



电泳漆是以水溶性、水乳型树脂为成膜基料，采用电泳法进行施工的涂料。广泛应用于汽车、摩托车车身及零部件、金属装饰品、家电产品等领域。公司主要生产单组分和双组份阴极电泳漆，最新价格显示，各类阴极电泳漆价格为20元/公斤至90元/公斤不等，高于一般油性涂料的平均价格。2009年年底，公司与陕汽通力合作开展了年涂装6万台车架电泳线项目，涂装一体化能形成与客户战略合作关系，提高对重点客户的销量和价格。

#### （4）由市场开拓转向市场培育，涂料产品市场营销成为公司未来战略重点

2009年公司以广告投放等多种方式进行涂料产品的市场开拓，在西北地区市场知名度有所提升。在此基础上，公司下一步将转向市场培育，主要是围绕国家产业布局调整和甘肃省实施“互保共建”政策的契机，以渠道建设、工业客户开发和重大工程项目开发为主线，以顾客需求为导向，以风险防范与控制为前提，挖掘和培育客户资源，加强传统渠道管理、专卖店、形象店建设，做好木器漆、乳胶漆和粘结剂等产品的新型渠道建设。营销策略的创新有望提升公司涂料产品的知名度，树立公司的品牌形象，扩大公司未来的市场占有率。

### 三、公司颜料业务分析

#### 1. 中国染颜料行业——面对难关，挑战机遇

颜料就是能使物体染上颜色的物质。颜料有可溶性的和不可溶性的，有无机的和有机的区别。中国也是世界无机颜料初级品的重要贡献者。中国生产的立德粉、氧化铁、铬颜料、钛白粉对世界消费市场的贡献率依次为100%、38%、32%和13%。随着中国颜料工业的快速发展，颜料行业的一些问题不断显现，如资源紧张，对环境污染大，企业盲目扩张等，这种高污染、高消耗、低效率的增长方式已成为中国颜料工业发展面临的瓶颈问题。2008年颜料行业出现了负增长，染料的产量下降了10%，有机颜料下降了7.2%。2009年中国染料行业产值、销售收入均大幅下降，业内企业经营困难，一些小企业处于破产边缘，行业需要彻底洗牌，一批企业将被淘汰。

中国染料和有机颜料企业目前约600家，虽然染料企业的集中度与其他行业的集中度相比算高的，浙江龙盛、浙江闰土、杭州吉华和江苏亚邦4家企业加起来的产量就有35万吨，占全国总量的将近一半，但后面那些小企业就太多了。经过几十年的高速发展，颜料行业已经出现了产能过剩、产品质量不高、产品同质化严重，进入一个调整期。染料行业今后还是需要整合，走集团发展的道路。

## 2. 公司颜料业务 09 年亏损，未来业绩仰仗订单数量增加

西北永新天虹化工有限责任公司以开发、生产、经营颜料和颜料中间体为主，主要产品为酞菁蓝颜料。上市以来天虹化工的盈利能力一致比较弱，一定程度上属于历史遗留问题。2009 年末该公司总资产为 12645 万元，净资产 4318 万元，净利润为 -657.7 万元。颜料业务营业利润率较去年下降，主要是因技改和环保治理，全年仅生产 5 个月，导致收入减少，影响营业利润下降。

技改实施后，颜料生产线在工艺、环保达标等方面有所高进，预计未来生产效率会相应提高，公司的颜料业务经营会有所起色。但是 2010 年颜料业务收入的增长仍然具有不确定，具体要看公司颜料业务订单状况。

## 四、老厂区土地亟待开发，商贸物流业务拓展带来公司新的发展机遇

房地产及物业收入来自于子公司西北永新置业有限公司。截止 2009 年末，该公司总资产为 7843 万元，净资产 3666.6 万元，净利润为 88.3 万元。因公司涂料生产线搬迁以后，原老厂区土地改性，公司计划大力发展商贸物流业务。公司原厂区 117 亩工业用地将在兰州市政府主导下处置，因此公司董事会决议，与上述土地资源相关的土地使用权做为持有待售的土地使用权，预计公允价值减去处置费用远大于账面价值 1.27 亿元，占总资产的 17%。公司计划在年内完成招拍挂。

目前，老厂区工业用地转为商业用地的报批工作正在积极推进。原厂区 117 亩土地位于极具升值潜力的东部商圈，若在招拍挂程序结束后，公司能获得该土地的使用权，公司计划发展商贸物流业务。根据市场价格计算，公司 117 亩土地目前价值约为 7 亿元左右。兰州市作为甘肃省经济文化中心，其中、高、低端百货零售业商圈广泛集中于西关、南关附近，而在东部地域却欠缺很多。所以东部更具有商业发展的巨大空间。照此思路，若老厂区土地得到合理开发、综合利用，商贸物流业务将是公司未来新的业绩增长点，长期来看也会成为公司稳定的收入来源，必将为公司带来新的发展机遇。

## 五、投资看点

### 1. 短期看点：产品结构调整提升涂料业务竞争力，由市场开拓转向市场培育

按照公司未来规划，风电涂料、粉末涂料、水性工业涂料、高分子固沙抑尘剂等新产品成为公司主业新的增长点。目前，风电涂料、粉末涂料、水性工业涂料等精细化工产品已经得到推广应用，客户群正在逐步扩大。正在开发中的固沙剂市场空间广阔，是公司未来的业绩亮点。

### 2. 中长期看点：商贸物流业务拓展有望带来公司新的发展机遇

子公司永新置业拥有兰州市新东部市场大楼的所有权，采用租赁经营模式，未来房地产及物业收入增长较为稳定。同时，若老厂区土地使用权顺利回拍，公司拟借此机会发展商贸物流业务。兰州市东部地区极具升值潜力，对老厂区土地进行综合开发利用，有助于公司做大做强涂料主业的同时，实现公司经营多元化，及时应对涂料行业转型的挑战。

## 六、盈利预测与估值

考虑到未来西部涂料行业发展空间较大，公司涂料业务将快速增长。技改实施后，公司颜料业务有望逐步扭亏，同时房地产及物业收入依旧为公司贡献稳定的利润。我们对公司进行了分业务EPS预测，预计公司2010年、2011年EPS分别为为0.14元、0.19元（此估值并未考虑公司老厂区土地处置带来的影响），对应市盈率分别为58、43倍，给予公司“中性”评级。

#### 假设条件：

1. 公司风电、粉末涂料、水性涂料等新产品得到较好的推广应用，公司综合毛利率有所提高，预计2010年涂料业务收入增长率达到35%左右。
2. 老厂区工业用地转为商业用地项目正在审批之中，暂时不予考虑此块资产。

表2: 西北化工分业务收入预测

单位：万元		2008A	2009A	2010E	2011E
涂料	销售收入	15585.92	17348.13	23419.98	29022.2
	销售成本	13469.87	12712.37	16963.41	20922.04
	销售利润	2116.05	4635.76	6456.57	8100.16
	销售毛利率	13.58%	26.72%	27.57%	27.91%

	收入占比	70%	73%	76%	74%
	毛利占比	86%	85%	87%	85%
颜料	销售收入	3104	1336.16	1668.56	3424.38
	销售成本	3367	1573.66	1845.45	3386.54
	销售利润	-263	-237.5	-176.89	37.84
	销售毛利率	-8.47%	-17.77%	-10.60%	1.11%
	收入占比	14%	5.59%	5.42%	8.77%
	毛利占比	-11%	-4.36%	-2.38%	0.40%
房地产及物业收入	销售收入	1438.84	2055.49	2431.03	3063.1
	销售成本	878.26	1163.24	1435.31	1794.14
	销售利润	560.58	892.25	995.72	1268.96
	销售毛利率	38.96%	43.41%	40.96%	41.43%
	收入占比	6.46%	8.60%	7.90%	7.85%
	毛利占比	22.84%	16.37%	13.42%	13.26%
其他业务收入	销售收入	2149.31	3167.22	3251.05	3518.26
	销售成本	2108.74	3006.10	3108.06	3352.58
	销售利润	40.57	161.12	142.99	165.68
	销售毛利率	1.89%	5.09%	4.40%	4.71%
	收入占比	9.65%	13.25%	10.57%	9.01%
	毛利占比	1.65%	2.96%	1.93%	1.73%
合计	销售收入	22278.07	23907.00	30770.62	39027.94
	销售成本	19823.87	18455.37	23352.23	29455.30
	毛利	2454.2	5451.63	7418.39	9572.64
	销售毛利率	15.50%	22.80%	24.11%	24.53%

数据来源：华龙证券

表3: 西北化工盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	22278.07	23907.09	30770.62	39027.94
收入增长率	5.63%	7.31%	28.71%	26.84%
- 主营业务成本	18823.87	18455.37	23352.23	29455.3
销售毛利率	15.50%	22.80%	24.11%	24.53%
- 主营税金及附加	242.97	215.41	287.00	397.00
主营业务利润	3211.23	5236.31	7131.39	9175.64
+ 其他业务利润	0	0	0	0
- 营业费用	877.51	2177.93	2205.00	2358.00
管理费用	2438.88	2002.30	2269.00	2765.00
财务费用	750.85	645.38	760	1061
- 资产减值损失	78.12	639.38	0	0
营业利润	-934.13	-228.68	1962.39	3061.64
+ 投资收益	-0.36	-73.48	65	70

营业外收入	3101.75	1311.72	550	580
- 营业外支出	6.47	3.26	0	0
利润总额	2160.79	1066.01	2577.39	3711.64
- 所得税	89.19	114.91	145.80	229.75
少数股东损益	-265.44	-253.81	-187.00	-128.00
净利润	2337.04	1144.91	2618.59	3609.89
EPS	0.12	0.06	0.14	0.19

数据来源：华龙证券



华龙证券行业投资评级说明：

**推 荐：**预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上；

**谨慎推荐：**预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上；

**中 性：**预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%；

**回 避：**预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

---

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表华龙证券研究中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.