

投资评级：推荐（首次）

分析师

余嫒嫒 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

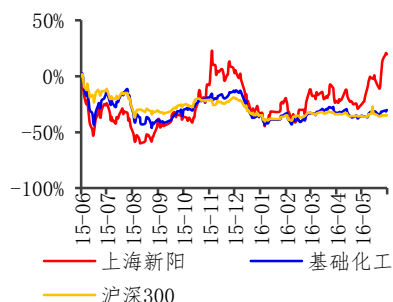
市场数据

目前股价	47.86
总市值（亿元）	93.20
流通市值（亿元）	35.08
总股本（万股）	19,474
流通股本（万股）	16,166
12 个月最高/最低	50.43/14.67

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	481	651	899
(+/-%)	30.5%	35.4%	38.0%
净利润	70	99	154
(+/-%)	65.6%	40.8%	55.7%
摊薄 EPS	0.36	0.51	0.79
PE	132.9	94.4	60.6

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

晶圆化学品 + 大硅片引领新一轮高增长

——上海新阳（300236）公司调研报告

投资建议

预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.36 元、0.51 元和 0.79 元，当前股价对应 PE 为 133 倍、94 倍和 61 倍，公司是国内半导体产业大发展的受益者，近年晶圆化学品将持续放量，参股大硅片项目填补国内空白，投产后具有巨大的经济与社会效益，首次给予“推荐”评级。

投资要点

- **半导体专用化学品供应商，纵深发展与横向拓展并举：**公司主要从事半导体专用化学材料及配套设备的研发设计、生产制造与销售服务。目前拥有引脚线表面处理化学品产能 4600 吨/年，晶圆镀铜、清洗化学品产能 2000 吨/年，在半导体传统封装领域已经成为国内市场的主流供应商。公司近年的发展路径主要围绕两方面：一方面，在半导体领域持续纵深发展，除了已有的半导体传统封装电子化学品之外，晶圆制程和晶圆级封装的电子化学品、晶圆划片刀产品逐渐放量，并投资进入半导体硅片生产领域。另一方面，向功能性化学材料的其他应用领域积极横向拓展，在工业特种涂料、汽车零部件表面处理化学品等一些新的产品领域进行了积极的尝试和布局。
- **大硅片填补国内空白：**300 mm 大硅片主要用于生产 90nm-28nm 及以下特征尺寸(16nm 和 14nm)的存储器、数字电路芯片及混合信号电路芯片，多用于 PC、平板、手机等领域，自 2009 年起成为全球硅片需求的主流。国内一个月需求量约 50 万片，但完全依靠进口。公司参股的大硅片项目技术来源为张汝京博士为首的技术团队及引进部分关键核心技术，技术团队均为半导体硅片行业的一流技术人才，有多年 300mm 和 200mm 大硅片研发与生产实战经验，有望确保 300 毫米半导体硅片制造技术在国内落地。项目已于 2014 年四季度启动，建设期为 2 年，预计 2017 年达到 15 万片/月产能目标。目前公司已经与中芯国际、武汉新芯、华力微电子三公司签署了采购意向性协议，销售前景明确，建成后将为公司带来巨大的经济与社会效益。
- **晶圆化学品通过多家大客户认证将逐步放量替代进口：**国内晶圆电镀液及清洗液市场容量在 10 亿元左右，且供应商盈利丰厚，产品毛利率基本在 50%以上。但市场一直被国外化学品巨头垄断。公司晶圆化学品领域主要包括芯片铜互连电镀液及添加剂、光刻胶剥离液、光刻胶清洗液等产品。经过前期认证，目前已经进入中芯国际、无锡海力士、华力微电子三家客户，且 2016 年产品有望进入台积电供应体系。随着公司产

品不断通过下游客户认证，产品技术工艺日益成熟稳定，公司相较于跨国公司供货效率优势将逐渐显现。公司的产品有望逐渐替代进口，业务持续放量。

- **发展晶圆级封装湿制程设备业务，逐步发展为半导体行业国际化龙头公司：**随着半导体产能逐渐向国内转移，中国大陆将引发新一轮产能建设热潮，带动装备产业快速增长。2016-2020 将成为中国产业集中投资期，国产装备的关键 5 年。公司今年与硅密四新合作发展 300MM 电镀设备、300MM 批量式湿法设备的研发和生产及设备翻新业务与平台建设，逐渐将新阳电子化学打造成为一家专业的半导体设备研发、设计、制造、服务的公司，全力打造亚洲唯一完整的半导体湿法设备与化学药液一体化的技术平台，为前段、中段、后段半导体生产客户提供完整的一站式工艺、设备及技术服务。
- **多领域积极布局，高端涂料等进入收获期：**近年来，公司不断通过并购、投资、合作等方式，向功能性化学材料的其他应用领域积极横向拓展，在工业特种涂料、汽车零部件表面处理化学品、蓝宝石专用高纯氧化铝材料等一些新的产品领域进行了积极的尝试和布局。其中子公司常州考普乐公司是特种用途功能性高端涂料行业中的高新技术企业，目前 PVDF 涂料的产能为 10000 吨/年，业务持续稳定增长，更加节能环保优质高效的粉末涂料和水性涂料将逐步放量贡献业绩。
- **风险提示：**大硅片项目进度不达预期；晶圆化学品认证及产品销售放量低于预期。

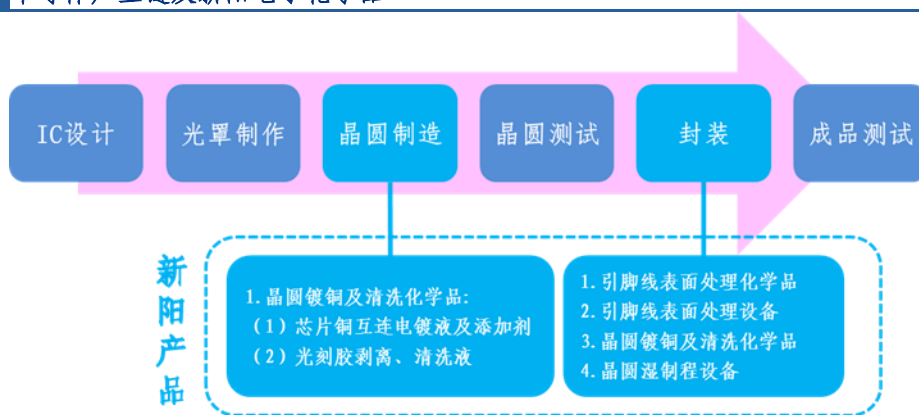
目录

1. 半导体专用化学品供应商，纵深发展与横向拓展并举	4
2. 大硅片填补国内空白	6
3. 半导体领域纵深发展，晶圆化学品与晶圆封装引领新增长	10
4. 多领域积极布局，高端涂料等进入收获期	13
5. 盈利预测与估值	15
6. 风险提示	15
附：盈利预测表	16

1. 半导体专用化学品供应商，纵深发展与横向拓展并举

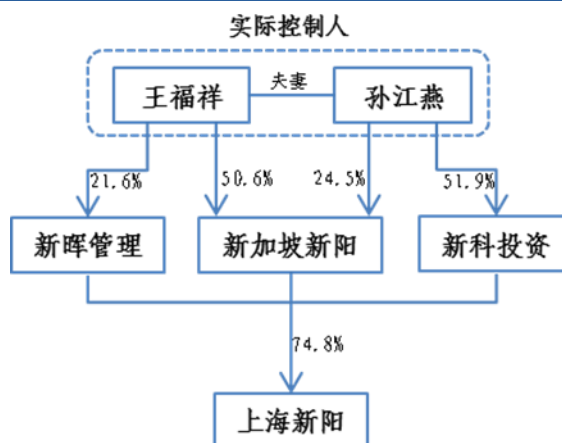
公司主要从事半导体专用化学材料及配套设备的研发设计、生产制造与销售服务。多年来，公司立足于电子电镀和电子清洗两大核心技术，拥有引脚线表面处理化学品产能 4600 吨/年，晶圆镀铜、清洗化学品产能 2000 吨/年，在半导体传统封装领域已经成为国内市场的主流供应商。

图 1：半导体产业链及新阳电子化学品



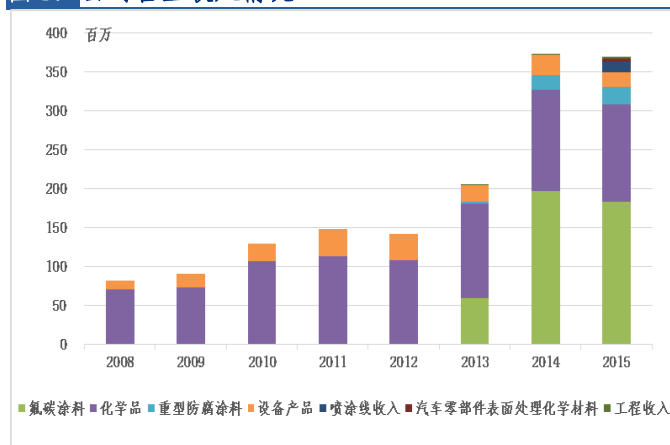
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 2：公司股权结构



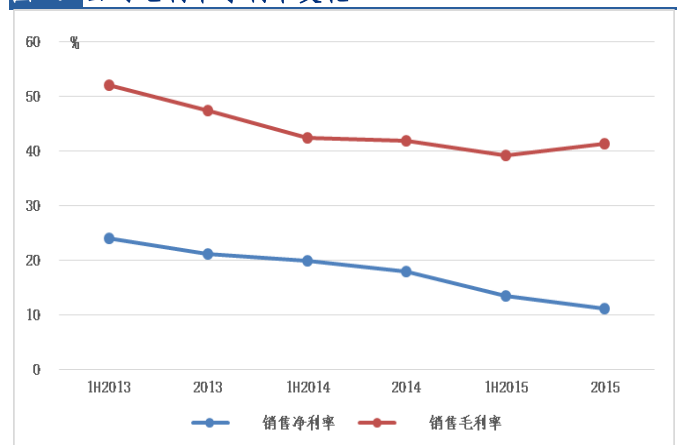
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 3: 公司营业收入情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 4: 公司毛利率净利率变化



资料来源: WIND, 长城证券研究所

公司近年的发展路径主要围绕两方面：一方面，在半导体领域持续纵深发展，除了已有的半导体传统封装的电子化学品之外，晶圆制程和晶圆级封装的电子化学品、晶圆划片刀产品逐渐放量，并投资进入半导体硅片生产领域。另一方面，向功能性化学材料的其他应用领域积极横向拓展，在工业特种涂料、汽车零部件表面处理化学品等一些新的产品领域进行了积极的尝试和布局。

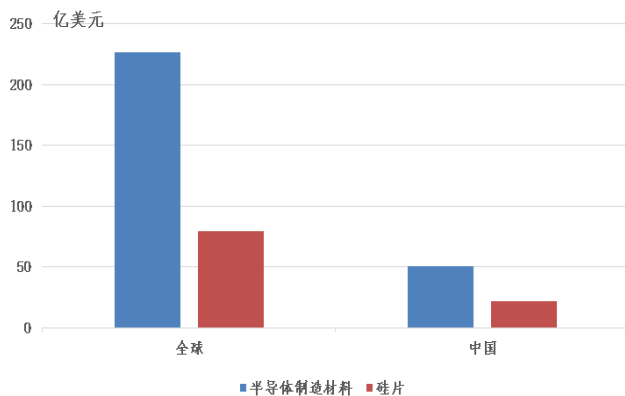
我们认为公司未来的发展颇具看点：自上而下，全球半导体产业逐渐向国内转移，在国家相关扶持政策及产业基金的支持下，公司所在的半导体上游原材料领域将充分受益，有望实现飞速发展；自下而上，公司多年的技术储备与客户积累在近年日益显现，后续随着晶圆化学品的放量与大硅片项目的建成，公司有望迎来从 1 到 N 的爆发式增长。

2. 大硅片填补国内空白

硅片是半导体上游材料中成本占比最高的一块。300mm 大硅片从 1990 年代末开始切入市场，自 2009 年起成为全球硅片需求的主流(大于 50%)。目前 300mm 大硅片主要用于生产 90nm-28nm 及以下特征尺寸(16nm 和 14nm)的存储器、数字电路芯片及混合信号电路芯片，多用于 PC、平板、手机等领域。

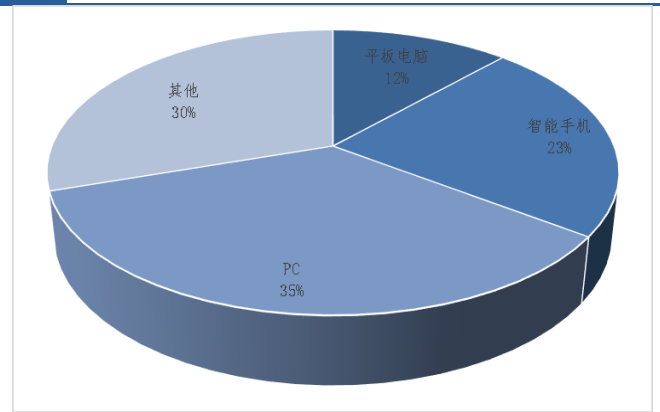
截止 2014 年，全球 300mm 硅片实际出片量已占各种硅片出片量的 65%左右，平均约 450 万片/月。2015 年上半年每月平均需求量约 500 万片。从企业角度，日本信越和 SUMCO 两家企业的产能和实际供应量占到全球 2/3 以上。从国内情况来看，300mm 半导体级的硅片一个月需求量约 50 万片。但目前硅片生产仍主要以中小尺寸为主，300mm (12 英寸) 大硅片完全依靠进口。

图 5: 2013 年半导体制造材料及硅片市场规模



资料来源: SEMI, 长城证券研究所

图 6: 12 英寸晶圆下游应用分类



资料来源: WTST, 长城证券研究所

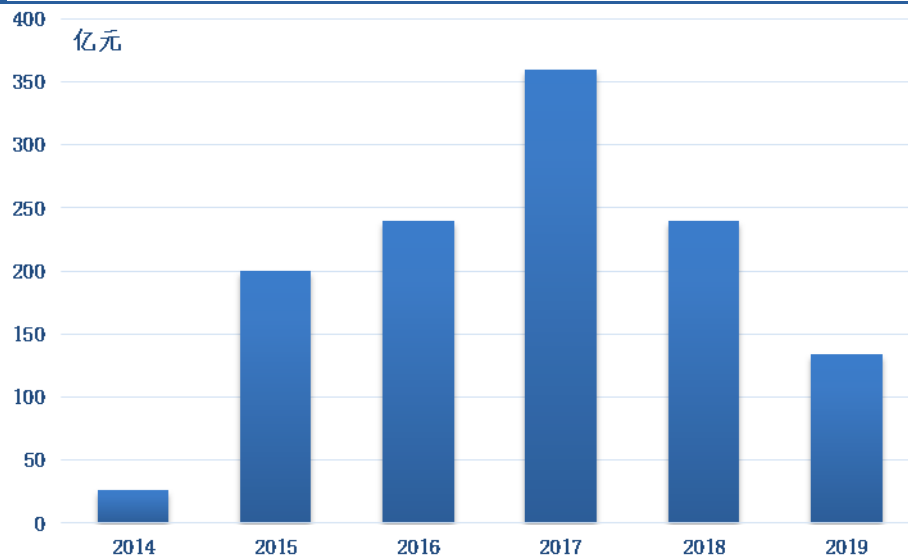
300mm 半导体级的大硅片，不仅是国内产业链缺失的重要一环，也是国家安全战略发展的需要。自主研发并量产 300mm 大硅片项目势在必行。2014 年 6 月，《国家集成电路产业发展推进纲要》发布，并设立千亿国家集成电路产业投资基金，表明我国政府对于整个产业发展的重视与决心。尤其对于关键材料大硅片，对于有望量产成功的项目，将给予较大的支持。

表 1: 《国家集成电路产业发展推进纲要》提出的发展目标

	2015	2020	2030
收入	>3500 亿	>8700 亿 (CAGR>20%)	集成电路产业链主要环节达到国际先进水平，一批企业进入国际第一梯队，实现跨越发展
IC 制造	32/28nm 量产	16/14nm 量产	
IC 设计	部分关键领域技术接近世界先进水平	关键领域技术达到世界领先水平	
封测	中高端占比>30%	技术达到世界领先水平	
材料	12 寸晶圆进入生产线	进入全球供应链	
设备	65-45nm 关键设备进入生产线	进入全球供应链	

资料来源: 《国家集成电路产业发展推进纲要》，长城证券研究所

图 7: 国家集成电路产业投资基金计划投资金额



资料来源: CSIA, 长城证券研究所整理

2014 年 5 月, 公司与兴森科技、上海新傲科技、张汝京博士签订《大硅片项目合作投资协议》, 设立“上海芯昇半导体科技有限公司。承担 300 毫米半导体硅片项目。2016 年 5 月, 上海新昇获上海硅产业有限公司增资 3.085 亿元, 资金用来满足大硅片项目的短期需求。硅产业公司由国家集成电路产业投资基金、国盛(集团)有限公司、武岳峰、新微电子、嘉定工业区开发(集团)有限公司发起成立, 专注于硅材料产业及其生态系统发展的投资平台, 技术及产业背景雄厚, 后续将为该大硅片项目提供更有力的支持。

表 2: 上海新昇最新股权结构

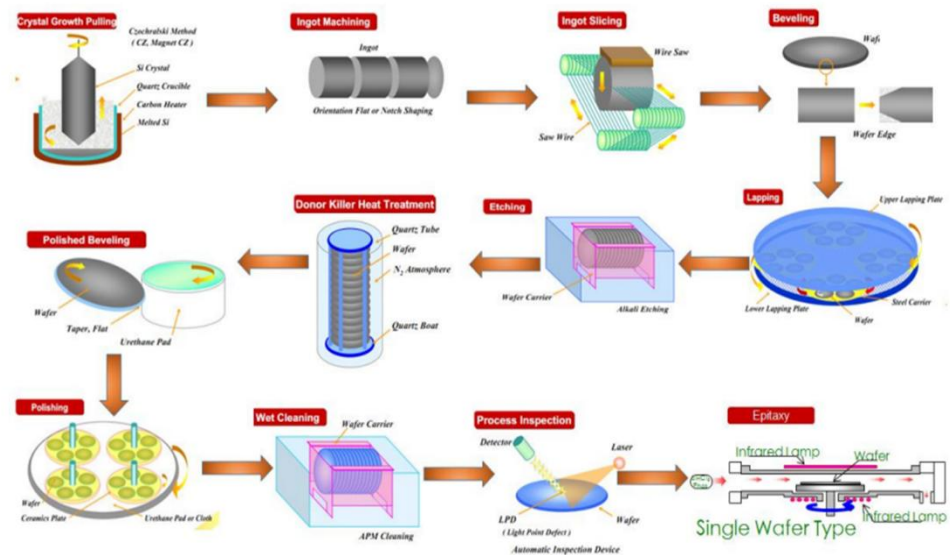
股东名称	出资额 (万元)	持股比例	备注
上海硅产业投资有限公司	33,000	42.31%	硅产业投资公司由国家集成电路产业投资基金、上海国盛(集团)有限公司、上海武岳峰集成电路股权投资合伙企业、上海新微电子有限公司、上海市嘉定工业区开发(集团)有限公司发起成立。
上海新阳半导体材料股份有限公司	19000	24.36%	
深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	16000	20.51%	
上海皓芯投资管理有限公司	10000	12.82%	
合计	78000	100%	

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司参股的大硅片项目技术来源为张汝京博士为首的技术团队及引进部分关键核心技术，该技术团队均为半导体硅片行业的一流技术人才，有多年 300mm 和 200mm 大硅片研发与生产实战经验，有望确保 300 毫米半导体硅片制造技术在国内落地。项目已于 2014 年四季度启动，建设期为 2 年，预计 2017 年达到 15 万片/月产能目标。目前公司已经与中芯国际、武汉新芯、华力微电子三公司签署了采购意向性协议，销售前景明确，建成后将为公司带来巨大的经济效益。

图 8: 大硅片生产工艺流程

拉晶—>滚磨—>线切割—>倒角—>研磨—>腐蚀—>热处理—>边缘抛光—>正面抛光—>清洗—>检测—>外延



资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 3: 全球六大硅片供应商

公司名称	基本情况
信越	唯一一家自 80 年代中期以来持续盈利的硅片公司。因 2011 年地震和日元强势，市场份额有些许下降。
SUMCO	由三菱硅材料和住友材料 Sitix 分部的合并而来。
Siltronic	德国化工企业瓦克（Wacker）的子公司。Siltronic 在 150mm 硅片上拥有顶尖的地位，但却减少了 200mm 的投资。
MEMC/SunEdison	一个有着 50 年商业硅晶制造历史的美国上市公司。
LG Siltron	韩国电子系统公司分支。1990 年代只是内部供货，由于韩国客户的需求增长，从 2003 年起其市场份额稳定增长。最近在中国获得一定订单
SAS（中美矽晶）	中国台湾硅片制造商，通过收购 Globitech 和 Covalent 进入了尖端 IC 应用半导体硅片市场

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 4: 国内主要 12 寸晶圆厂情况

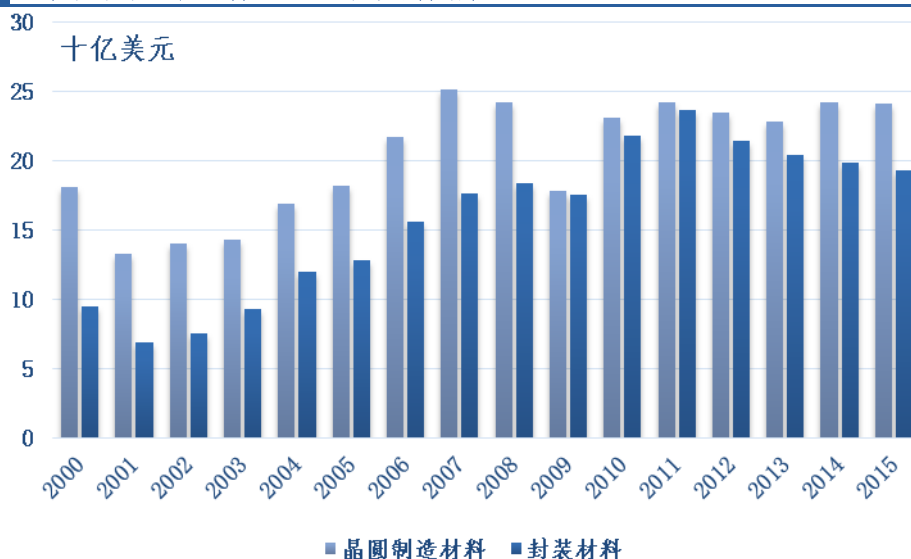
公司	地点	生产项目	月产能（千片）
联电 UMC	厦门	逻辑晶片代工	50
中芯国际 SMIC	北京	逻辑晶片代工	50
	上海		14
	武汉	编码型快闪记忆体	60
英特尔 INTEL	大连	处理器	52
三星 SAMSUNG	西安	储存型快闪记忆体	100
SK 海力士 SKHYMIX	无锡	DRAM	130
华力微电子 HLMC	上海		35

资料来源：元器件交易网，长城证券研究所整理

3. 半导体领域纵深发展，晶圆化学品与晶圆封装引领新增长

经过多年的发展，公司已成为半导体下游封装电子化学品细分领域龙头，主要产品引线键合化学品产能已达 4600 吨，国内市场份额稳定在 10% 左右；另一产品晶圆划片刀产品也开始逐步放量，预计 2016 年底产能可达 5000 片/月，未来产能目标为 5 万片/月。

图 9：全球半导体封装材料、晶圆制造材料销售额



资料来源：wind，长城证券研究所整理

另一方面，公司也早已意识到晶圆制造及先进封装市场的发展潜力，在晶圆化学品（包括晶圆制程与晶圆级封装）领域早有积累。公司承担了国家 02 专项“65-45nm 芯片铜互连超纯电镀液及添加剂研发和产业化”，掌握了芯片铜互连电镀液及添加剂、光刻胶剥离和清洗液等高端芯片制造所需的电子化学品的核心技术，在晶圆化学品领域主要包括芯片铜互连电镀液及添加剂、光刻胶剥离液、光刻胶清洗液等产品。该系列化学品不仅可用于晶圆制造，也可用于先进封装产业。公司已成为国内首家晶圆化学品供应商。

大客户认证稳步推进：晶圆制造工艺对制造设备、材料技术以及工艺过程都有极高的要求，因而对供应商的产品会要经过严格的认证。整个认证过程通常需要 6-12 个月的时间。一旦认证通过，客户粘性较高，供应商的盈利水平也相应能得到保证。

目前公司晶圆化学品已经进入中芯国际、无锡海力士、华力微电子三家客户，其中在芯片铜互连电镀液产品方面已经成为中芯国际第一供应商，用于晶圆制程的铜制程清洗液和铝制程清洗液也都分别开始供货；另一方面，公司已经被台湾积体电路制造公司（TSMC）列入合格供应商名录，并开始接洽产品验证事宜，预计 2016 年公司产品有望进入台积电供应体系。

图 20: 晶圆化学品供应商认证过程



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

逐步替代进口，市场空间广阔：据行业测算，目前国内晶圆电镀液及清洗液市场容量在 10 亿元左右，且供应商盈利丰厚，产品毛利率基本在 50% 以上。但市场一直被国外化学品巨头垄断。以铜互联电镀液及添加剂为例，美国的乐思化学占据了全球市场 80% 的份额。

随着公司产品不断通过下游客户认证，产品技术工艺日益成熟稳定，公司相较于跨国公司供货效率优势将逐渐显现。跨国公司出于技术保密考虑未在国内设厂，因而由于距离远需要经过海运、报关等环节，供货周期较长，一般在 2-3 个月左右。反之公司对国内客户的供货周期为一周，长三角地区客户可能更快；供货效率的差异直接对客户的生产效率、原料库存周转效率等都会产生影响。因而公司的产品有望逐渐替代进口，业务持续放量。

表 5: 晶圆化学品供应商情况

产品	供应商	简介	产品市场地位
铜电镀液、添加剂	乐思化学	全球最大的电镀原料、工艺和设备供应商	全球市占率 80%，国内主要供应商。
	巴斯夫	全球最大的化学品公司，2007 年开始与 IBM 合作研发电镀铜化学品。	技术领先，应用于 32nm 和 22nm 芯片技术。
光刻胶剥离、清洗液	杜邦	旗下 EKC Technology 是半导体行业特殊化学品顶级制造商。	全球及国内高端市场主要供应商
	安吉微电子	从事集成电路行业晶圆制造所需的化学机械抛光液的研发、经营为主。	从事高端晶圆清洗液、光刻胶去除液的研发及产业化。

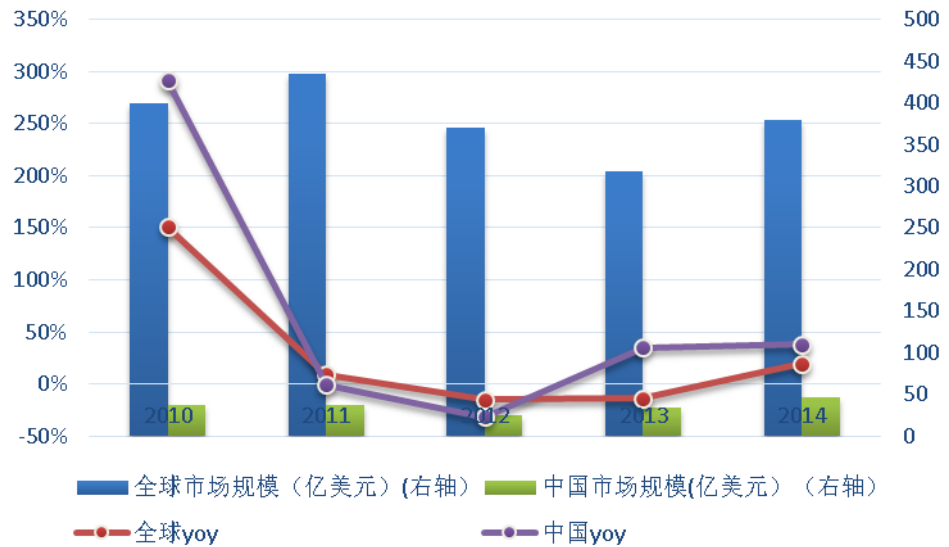
资料来源: 公司招股书, 长城证券研究所

发展晶圆级封装湿制程设备业务，逐步发展为半导体行业国际化龙头公司：2016 年 3 月，公司公告拟对子公司进行增资，同时引入新股东投资方硅密四新半导体技术（上海）有限公司，主营 300MM 电镀设备的研发和生产、300MM 批量式湿法设备的研发和生产及设备翻新业务与平台建设，逐渐将新阳电子化学打造成为一家专业的半导体设备研发、设计、制造、服务的公司，全力打造亚洲唯一完整的半导体湿法设备与化学药液一体化的技术平台，为前段、中段、后段半导体生产客户提供完整的一站式工艺、设备及技术服务。

2014 年中国大陆半导体设备采购额达到 46.6 亿美元，增长 37.9%，仅占全球市场的 12%。同时我国半导体占全球应用市场的 50%；产能缺口巨大。随着半导体产能逐渐向国内转移，中国大陆将引发新一轮产能建设热潮，带动装备产业快速增长。2016-2020 将成为中国产业集中投资期，国产装备的关键 5 年。

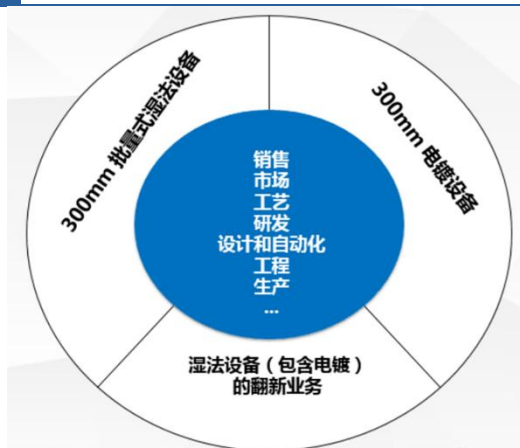
技术与客户优势显著：公司该项目拥有亚洲唯一的晶圆电镀工艺实验室，拥有优秀的半导体湿法制程工艺团队，是亚洲唯一同时拥有工艺及设备能力的团队，能够为客户提供设计/工艺整体解决方案，打破了现有工艺人员和设备人员之间的壁垒。另一方面，公司及合作方硅密四新在半导体领域经过多年的深耕细作，拥有丰富的客户资源和较高的行业认可度，拥有半导体生产链各道制程的材料应用和设备设计及使用经验，有利于更快的进入市场和提高市场份额。

图 31: 半导体专用设备市场规模及增长



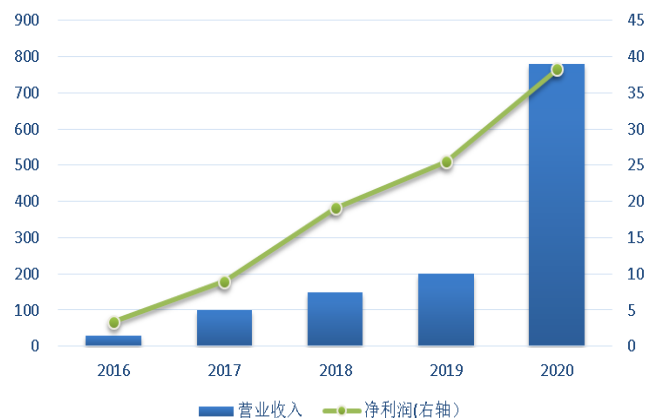
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 12: 项目主营业务



资料来源：公司公告,长城证券研究所

图 13: 项目经营业绩预测（百万元）



资料来源：公司公告,长城证券研究所

4. 多领域积极布局，高端涂料等进入收获期

近年来，公司不断通过并购、投资、合作等方式，向功能性化学材料的其他应用领域积极横向拓展，在工业特种涂料、汽车零部件表面处理化学品、蓝宝石专用高纯氧化铝材料等一些新的产品领域进行了积极的尝试和布局。

公司于 2013 年 10 月完成对常州考普乐公司的定向增发全资收购。考普乐是特种用途功能性高端涂料行业中的高新技术企业，主要产品包括以 PVDF 涂料为代表的超耐候建筑金属制品烤漆和以丙烯酸涂料为代表的重防腐涂料。目前 PVDF 涂料的产能为 10000 吨/年。

2015 年，考普乐业务继续保持稳定增长，新建产能已经投入使用，但由于国家对溶剂型涂料开征消费税，其净利润受到较大影响。在“产品结构转型升级”的战略指导下，考普乐近年研发的重点在更加节能环保优质高效的粉末涂料和水性涂料。2015 年，考普乐开发完成了粉末氟碳涂料、水性氟碳涂料、水性丙烯酸涂料及有关核电、集装箱行业使用的涂料产品。截止目前粉末氟碳涂料已初步实现规模化销售，用于核电项目的高锌含量的环氧富锌涂料已实现两批次供货；水性氟碳涂料底漆和面漆，经测试其基本性能与油性 PVDF 涂料相当，能应用于“两涂一烤”的喷涂工艺；水性丙烯酸色漆和金属漆，基本性能均达到国家标准要求，显著提升了考普乐的行业竞争优势。

PVDF 涂料所具有的低维护成本、优秀的保光保色性及耐沾污特性，受到建筑行业广泛认可，同时其具有的优异抗拉强度和伸长率，使其在弯曲或滚动时可保持漆膜完整性，可保护金属底材。2007 年至 2015 年国内 PVDF 涂料市场需求量由 1.5 万吨增长到 6.84 万吨，复合增长率达到 20.90%。但我国 PVDF 涂料产业起步较晚，目前应用主要集中在建筑建材领域，特别是高档建筑的幕墙、公共场馆和铝制门窗等。而在经济发达国家，PVDF 涂料历经 40 年的研究和发展，在建筑、化工设备、电子三大领域，用量各占 1/3。随着我国基础建设的进一步加大以及氟碳涂料应用再推广到石油化工、电子技术、食品工业、核电工业、船舶、海洋工程等其他领域，未来 PVDF 涂料市场潜力更大。

表 6: 考普乐近三年实现业绩情况

	承诺业绩（扣非后）	实际扣非后净利润	营业收入	备注
2013	3,620	3,775.76	20103.8	
2014	4,055	4,689.70	21610.75	
2015	4,580	3825.91	22,028.41	国家对溶剂型涂料开征消费税，其净利润受到较大影响。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 44: PVDF 涂料重点示范项目



资料来源：长城证券研究所

5. 盈利预测与估值

预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.36 元、0.51 元和 0.79 元，当前股价对应 PE 为 133 倍、94 倍和 61 倍，公司晶圆化学品将持续放量，参股大硅片项目填补国内空白，投产后具有巨大的经济与社会效益，首次给予“推荐”评级。

6. 风险提示

大硅片项目进度不达预期；晶圆化学品认证及产品销售放量低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	376.17	368.48	480.87	651.09	898.51	成长性					
营业成本	218.49	215.94	276.50	368.52	496.88	营业收入增长	80.1%	-2.0%	30.5%	35.4%	38.0%
销售费用	25.76	27.19	33.66	45.58	62.90	营业成本增长	98.8%	-1.2%	28.0%	33.3%	34.8%
管理费用	53.48	59.94	74.65	100.18	137.29	营业利润增长	155.6%	-41.2%	71.8%	43.9%	58.2%
财务费用	-3.05	0.24	8.45	16.96	27.08	利润总额增长	56.8%	-38.8%	69.1%	41.3%	55.7%
投资净收益	1.03	-0.89	0.00	5.00	20.00	净利润增长	54.5%	-38.0%	65.6%	40.8%	55.7%
营业利润	76.24	44.81	77.00	110.84	175.39	盈利能力					
营业外收支	3.04	3.68	5.00	5.00	5.00	毛利率	41.9%	41.4%	42.5%	43.4%	44.7%
利润总额	79.29	48.50	82.00	115.84	180.39	销售净利率	18.1%	11.5%	14.6%	15.2%	17.1%
所得税	11.82	7.05	11.89	16.80	26.16	ROE	8.0%	4.7%	7.2%	9.3%	12.8%
少数股东损益	-0.75	-0.88	0.00	0.30	0.47	ROIC	8.3%	5.9%	8.3%	9.9%	11.9%
净利润	68.21	42.33	70.11	98.74	153.77	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	6.8%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
流动资产	519.14	510.66	611.56	826.12	1,136.21	管理费用/营业收入	14.2%	16.3%	15.5%	15.4%	15.3%
货币资金	119.35	53.94	72.13	97.66	134.78	财务费用/营业收入	-0.8%	0.1%	1.8%	2.6%	3.0%
应收账款	238.62	252.96	313.88	424.99	586.49	投资收益/营业利润	1.3%	-2.0%	0.0%	4.5%	11.4%
应收票据	87.29	82.75	105.79	143.24	197.67	所得税/利润总额	14.9%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
存货	68.33	81.35	90.90	121.16	163.36	应收账款周转率	1.71	1.50	1.70	1.76	1.78
非流动资产	521.73	649.30	784.20	888.63	990.65	存货周转率	3.81	2.89	3.21	3.48	3.49
固定资产	200.94	203.38	270.80	307.75	342.29	流动资产周转率	0.71	0.72	0.86	0.91	0.92
资产总计	1,040.87	1,159.96	1,395.76	1,714.75	2,126.86	总资产周转率	0.38	0.33	0.38	0.42	0.47
流动负债	165.60	237.98	410.69	640.60	913.99	偿债能力					
短期借款	20.00	110.00	50.00	50.00	50.00	资产负债率	17.6%	21.8%	30.5%	38.2%	43.7%
应付款项	110.66	93.89	113.63	151.45	204.20	流动比率	3.13	2.15	1.49	1.29	1.24
非流动负债	18.10	14.92	14.92	14.92	14.92	速动比率	2.72	1.80	1.27	1.10	1.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	183.70	252.90	425.60	655.52	928.91	EPS	0.35	0.22	0.36	0.51	0.79
股东权益	857.17	907.06	970.16	1,059.23	1,197.95	每股净资产	4.40	4.66	4.98	5.44	6.15
股本	114.91	184.02	194.74	194.74	194.74	每股经营现金流	0.11	-0.03	0.91	0.54	0.64
留存收益	737.74	720.29	772.66	861.32	999.39	每股经营现金/EPS	0.33	-0.13	2.53	1.07	0.81
少数股东权益	2.26	1.38	1.38	1.59	1.91	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1,040.87	1,159.96	1,395.76	1,714.75	2,126.86	PE	136.63	220.20	132.94	94.39	60.61
现金流量表					(百万)	PEG	99.07	4.18	3.26	1.69	-
经营活动现金流	22.29	-5.48	177.60	105.86	124.48	PB	10.87	10.28	9.61	8.80	7.78
其中营运资本减少	-146.05	-141.84	75.00	-29.11	-69.59	EV/EBITDA	94.71	125.96	77.62	59.13	43.51
投资活动现金流	-118.61	-150.60	-145.00	-130.00	-130.00	EV/SALES	23.29	120.24	101.22	72.72	50.49
其中资本支出	-39.75	-17.22	-80.00	-60.00	-60.00	EV/IC	9.99	8.70	7.30	6.11	5.08
融资活动现金流	-4.67	95.34	-56.29	-9.87	-15.38	ROIC/WACC	0.65	0.46	0.65	0.77	0.94
净现金总变化	-100.98	-60.74	-23.68	-34.01	-20.90	REP	17.05	22.20	13.57	9.60	6.55

研究员介绍及承诺

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>