

分析师： 李兴 021-63237807 lixing@cjsc.com.cn

联系人： 鄢祝兵 (8627) 65799773 yanzb@cjsc.com.cn

## 硬泡组合聚醚受益家电下乡，异丙醇胺产量大幅增长

### 事件描述

此前，公司在2009年4月25日披露的2009年第一季度报告中，预计2009年1-6月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度为35%-65%。7月10日，公司发布公告，修正后的业绩预计归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度为65%-85%。

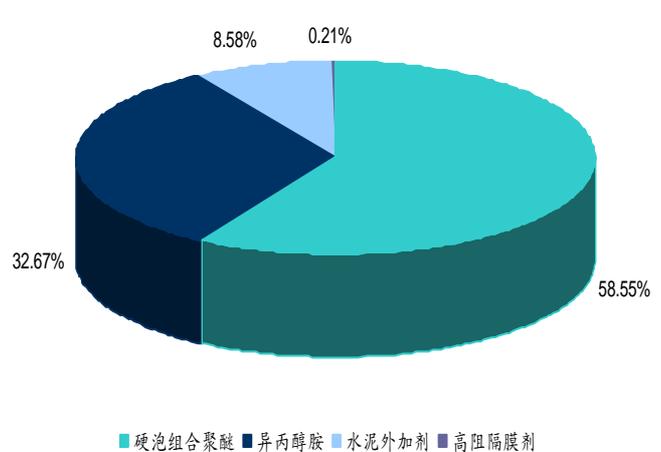
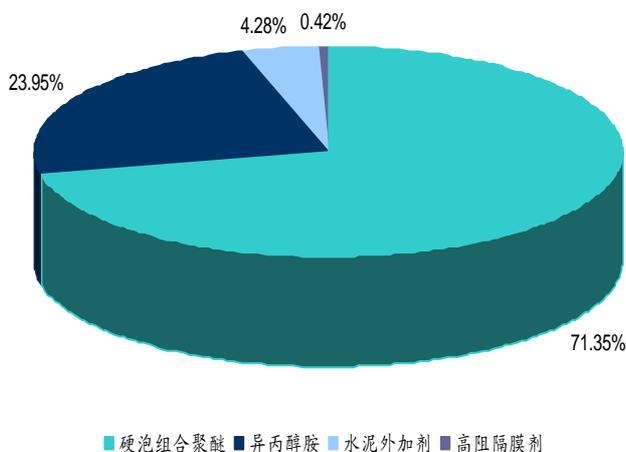
### 事件评论

#### 第一，公司主业生产经营状况良好，毛利率有所提升

公司主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营。目前公司具有4万吨硬泡组合聚醚、2万吨异丙醇胺、1万吨水泥外加剂的生产能力，公司硬泡组合聚醚生产规模居国内第一，异丙醇胺生产规模居亚洲第一，全球第三。公司主营业务收入和利润主要来自于硬泡组合聚醚和异丙醇胺。公司2009年上半年公司实现归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比上升65%~85%，主要原因是公司加大了国际、国内市场拓展力度，并针对不同市场情况，采取了积极灵活的销售政策。同时，受“家电下乡”等拉动内需政策的影响，冰箱等行业需求有所回升，上半年公司产品销售量保持稳定增长，其中异丙醇胺销售量同比增长35%以上；公司进一步加大了技术创新和管理创新力度，通过采取具有战略性的降本措施，有效控制了主要原材料采购成本和经营成本，产品综合毛利率同比有了较大幅度的提高。

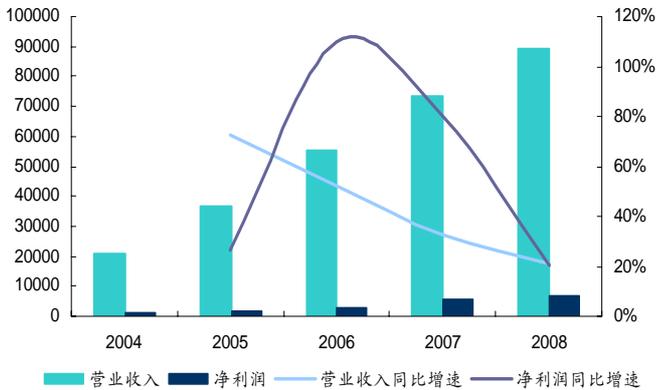
图 1：2008 年公司主营业务收入构成

图 2：2008 年公司主营业务毛利构成

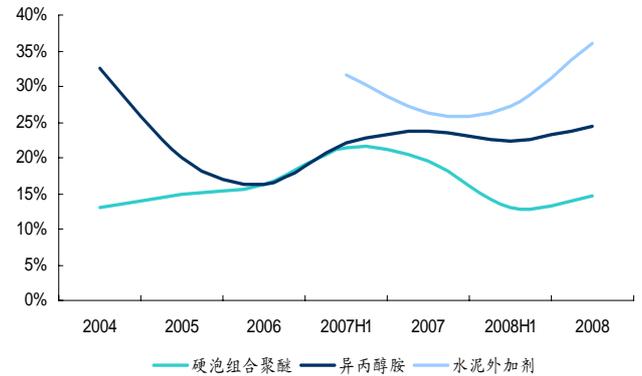


资料来源：公司公告 长江证券研究部

资料来源：公司公告 长江证券研究部

**图 3: 公司近年来营业收入和净利润增速情况**


资料来源: 公司公告 长江证券研究部

**图 4: 异丙醇胺和水泥外加剂毛利率稳中有升**


资料来源: 公司公告 长江证券研究部

## 第二，成立新材料公司有利于延伸产业链，做大做强新材料产业

公司除聚氨酯硬泡聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂三大主营业务外，还从事聚氨酯泡体、高阻隔薄膜产品经营。尽管聚氨酯泡体、高阻隔薄膜在公司经营产品中所占比重较低，但近三年来经营呈现稳定增长的态势，2008 年，聚氨酯泡体实现营业收入 603.58 万元，毛利润 203.77 万元；高阻隔薄膜实现营业收入 364.45 万元，毛利润 32.16 万元。公司第五届董事会第十三次会议审议通过了《公司关于设立新材料公司的议案》。同意公司与控股子公司南京宝淳化工有限公司共同出资设立南京红宝丽新材料有限公司。该公司注册资本 5000 万元，其中公司以实物资产及现金出资 4500 万元，占该公司注册资本 90%；宝淳化工以现金出资 500 万元，占该公司注册资本 10%。南京红宝丽新材料有限公司未来主要经营聚氨酯板材、聚氨酯制品（聚氨酯泡体等）、复合包装材料。

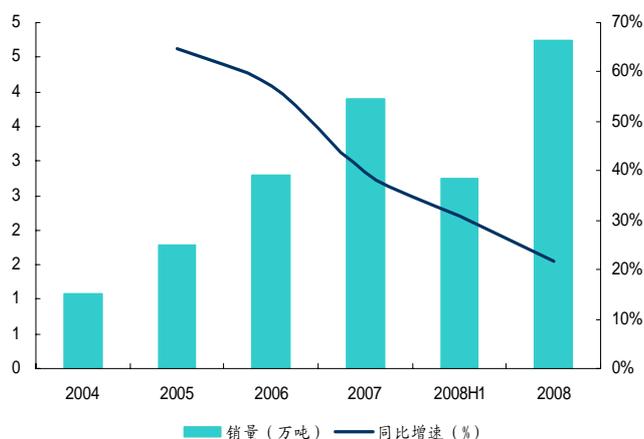
聚氨酯泡体是聚氨酯下游产品与高阻隔薄膜同属于新材料领域，随着我国经济的持续健康快速发展，提高能源利用效率、降低能耗成为社会发展的方向，新材料工业适应时代发展的要求，发展前景十分广阔，聚氨酯保温材料（板材、管道保温、热水器保温等制品）领域面临历史性的发展机遇。公司出资设立新材料公司，不仅有利于公司做大新材料产业，而且可带动硬泡聚醚主业的增长，促进公司长远发展。

## 第三，硬泡组合聚醚受益家电下乡，期待建筑节能蓝海启动

受“家电下乡”等拉动内需政策的影响，冰箱等行业需求有所回升，上半年公司产品销售量保持稳定增长，未来硬泡组合聚醚最大的看点在于建筑节能领域。2009 年 3 月 27 日，第五届国际智能、绿色建筑与建筑节能大会及新技术与产品博览会在北京开幕，住房和城乡建设部部长在出席会议时表示，住房建筑部和城乡建设部正同国家发改委、财政部等有关部门，制定《建筑节能三年规划》，报国务院批准后将落实工作。随着国家队建筑节能保温材料不断推进与强化，作为聚氨酯外墙保温材料主要成分的硬泡组合聚醚也将迎来较快发展。

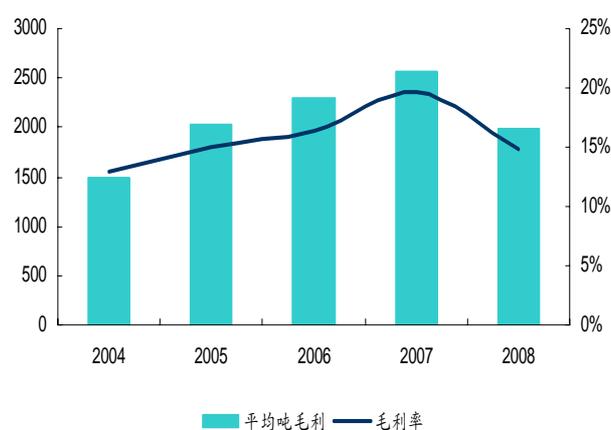
受次贷危机影响，“土豆”效应会加速公司对 BASF、BAYER 等国外竞争对手硬泡组合聚醚的替代。目前公司硬泡组合聚醚装置产能为 4 万吨/年，受制于产能瓶颈，2008 年上半年销售旺季一度出现产能偏紧的局面，募集资金项目 5 万吨环保组合聚醚计划在 09 年下半年顺利达产，可解决目前生产能力不能完全满足旺季需求的问题，未来随着产能逐步释放，龙头地位得到巩固；考虑到该产能释放后，可能短期内给市场消化造成压力，公司通过新材料生产聚氨酯保温材料，延伸产业链，缓解产能集中释放带来过大压力。

图 5: 公司硬泡组合聚醚销量增速远超行业平均增速



资料来源: 长江证券研究部

图 6: 硬泡组合聚醚毛利和毛利率水平较为稳定

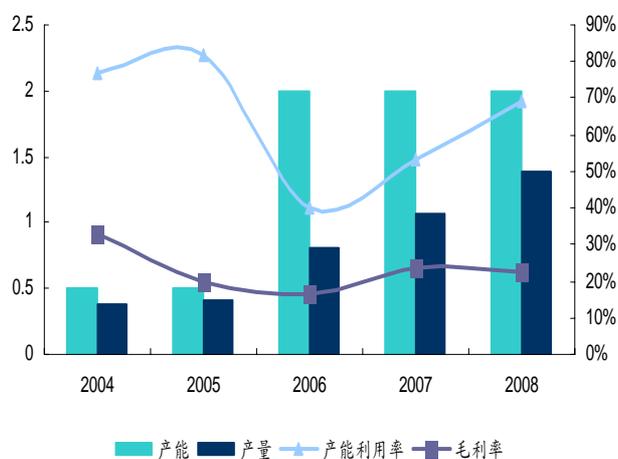


资料来源: 长江证券研究部

#### 第四, 异丙醇胺装置开工率不断提升, 贡献利润比重逐步加大

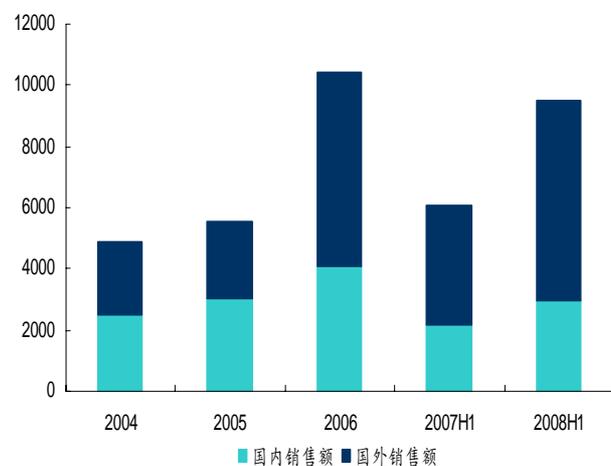
公司目前设计的2万吨/年的异丙醇胺产能, 2008年装置开工率为70%左右, 2009年上半年装置开工率提升到90%以上, 产品毛利率达到25%或更高水平, 未来几年内, 随着随着国内外需求旺盛, 异丙醇胺销售收入增速仍有望维持在30%以上水平, 未来根据市场需求情况, 公司未来可能会扩建异丙醇胺产能, 缓解目前供求偏紧的格局。

图 7: 公司异丙醇胺开工率提升、毛利率稳中有升



资料来源: 公司资料 长江证券研究部

图 8: 公司异丙醇胺产品国内外销售增长迅速



资料来源: 公司资料 长江证券研究部

#### 第五, 水泥外加剂业务受益国内基建投资, 延伸产业链, 未来形成新的利润增长点

在水泥外加剂领域, 公司作为国内唯一拥有主原料异丙醇胺生产基地的水泥外加剂专业供应商, 控股子公司宝佳公司充分发挥技术研发、产品成本、性价比和服务优势, 销售领域逐步由高端水泥市场向中端市场延伸; 水泥外加剂正以良好的增长态势, 成为公司第三大主产品, 公司目前水泥外加剂产能为1万吨/年, 公司未来将依托宝淳化工的平台, 利用资源优势, 提升水泥外加剂生产规模, 既能消化异丙醇胺现有产能, 产业链趋于完善后提升综合能力。

#### 第六, 估值与盈利预测

随着 09 年下半年随着 5 万吨/年环保型硬泡组合聚醚募集资金项目的投产，未来组合聚醚业务将逐步扩大在集装箱、建筑节能等新领域市场份额，组合聚醚新释放产能需求也将得到有力保障；异丙醇胺业务产量将逐步扩大，毛利率有望稳中有升，水泥外加剂业务盈利能力也将不断加强，我们看好拥有核心技术、规模、服务优势的“轻资产，高周转”经营模式的公司未来长期发展。我们预测公司 09、10、11 年摊薄后 EPS 分别为 0.643 元、0.799 元、0.965 元；公司目前股价对应于 09、10、11 年动态 PE 分别为 27.8、22.4 和 18.5 左右，考虑到目前化工估值水平整体提升情况下，未来几年内公司业绩持续增长明确，公司综合竞争优势显著，我们维持前期“推荐”投资评级。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	890	991	1342	1565	货币资金	189	191	249	156
营业成本	735	796	1094	1269	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	155	196	248	296	应收账款	85	93	126	147
% 营业收入	17.4%	19.7%	18.5%	18.9%	存货	60	0	0	0
营业税金及附加	3	3	4	4	预付账款	11	12	16	19
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	7	8	11	12
销售费用	17	19	25	30	流动资产合计	450	413	550	507
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	34	38	51	59	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	2	-1	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.2%	-0.1%	0.0%	固定资产合计	127	156	149	371
资产减值损失	1	1	2	1	无形资产	63	60	57	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	89	134	167	201	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	10.0%	13.5%	12.4%	12.9%	资产总计	643	630	757	933
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	100	0	0	41
利润总额	90	134	167	201	应付款项	45	49	67	77
% 营业收入	10.1%	13.5%	12.4%	12.9%	预收账款	5	5	7	8
所得税费用	18	25	32	38	应付职工薪酬	15	17	23	27
净利润	72	109	135	163	应交税费	6	9	11	13
归属于母公司所有者的净利润	67.0	101.3	125.8	152.0	其他流动负债	3	3	5	5
少数股东损益	5	7	9	11	流动负债合计	174	82	112	171
EPS (元/股)	0.43	0.64	0.80	0.96	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	97	224	158	228	其他非流动负债	6	6	6	6
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	180	88	118	177
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	448	519	607	713
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	15	23	32	43
固定资产投资	-45	-90	-63	-316	股东权益	463	542	639	756
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	643	630	757	933
投资活动现金流净额	-45	-90	-63	-316	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.426	0.643	0.799	0.965
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.98	4.61	5.40	6.34
银行贷款增加(减少)	-40	-100	0	41	PE	42.05	27.83	22.41	18.55
筹资成本	38	-32	-37	-46	PEG	1.34	0.89	0.71	0.59
其他	-75	0	0	0	PB	4.50	3.88	3.32	2.82
筹资活动现金流净额	-78	-132	-37	-5	EV/EBITDA	24.12	13.15	10.74	9.08
现金净流量	-26	2	58	-93	ROE	15.0%	19.5%	20.7%	21.3%
					EPS	0.426	0.643	0.799	0.965

---

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

## 投资评级说明

<b>行业评级</b>	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
<b>公司评级</b>	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---