

化工新材料III

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 12.31元

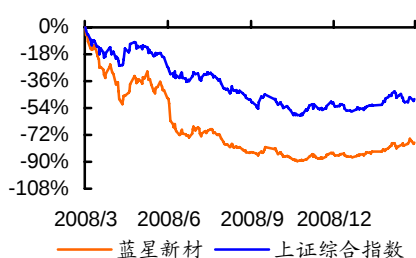
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2139.03
总股本(百万)	523
流通股本(百万)	272
流通市值(亿)	33
EPS (TTM)	0.60
每股净资产(元)	6.13
资产负债率	65.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
蓝星新材	9.52	46.03	35.87
上证综合指数	-5.39	5.28	2.89



相关报告

2008-12-12 行业研究 《重点投资精细化发展领域, 氮磷肥可进行阶段性配置》

2009-02-07 行业研究 《产业振兴, 将诞生新的投资机会》

蓝星新材

600299

推荐

承载国家理想, 欲厚积薄发

近日, 我们调研了蓝星新材, 就公司产品所属领域情况作了较为深入的探讨, 对09年将要投产的项目进行了了解, 并对09年的盈利增长情况进行了交流。

投资要点:

- **化工新材料龙头, 承载国家理想。**公司囊括了我国化工新材料许多技术成果和工业化产品, 是国内最大的有机硅、特种环氧树脂和高端工程塑料生产企业。其发展状况决定了我国化工新材料的发展布局, 代表了我国化工新材料的发展方向, 承载着中国高端化工新材料实现大批量国产化的长期理想。
- **化工新材料多为进口替代型, 仍将实现高成长。**长期以来, 我国化工新材料工业一直受到国外的技术封锁, 国内所需化工新材料产品大部分通过进口来解决, 我国化工新材料还处于技术导向下的高成长阶段, 宏观经济对其影响要小于一般化工产品, 具有很强的抗周期性。
- **成本压力等因素改善, 业绩将会有所恢复。**08年上半年原料成本高企, 以及四季度的高成本库存和超低价销售, 是导致公司亏损的主要原因。08年所有导致公司困境的因素都将在09年有所改善。尤其原料价格大幅下跌50%左右, 而公司新材料产品价格波动仅有15%左右, 公司毛利率会很快提高, 业绩将会很快恢复。
- **09年将有多个项目投产, 产能急剧扩张。**天津有机硅4万吨下游项目将与09年中期建成, 预计09年能够生产1万吨左右的高质量有机硅下游产品; 南通9万吨/年双酚A和5万吨/年电子级环氧树脂已经建成, 预计在09年中期实现大批量投产; 第二套6万吨/年的PBT装置已于08年投产, 但大批量产品生产也将会延迟到09年中期, 下游改性工程塑料将会达到5万吨左右; PPE项目已基本完工, 09年产能达到1万吨/年; 氯丁橡胶产能也有望从原来2.5万吨/年扩大到5.5万吨/年; 工业硅项目也已基本完工, 将于09年10月份投产。
- **公司09年基本面向好, 亮点互现。**公司有机硅业务09年将步入发展的良好时期, 电子级环氧树脂批量投产也将会在09年带来丰厚利润, 工程塑料领域产能扩张将具更强盈利能力。集团整体上市启动, 国外有机硅、POM等优质资产注入确定。
- **维持“推荐”投资评级。**经我们保守预测公司08-10年的EPS分别为-0.21元、0.60元和1.89元。由于公司具有很强的成长性, 10年每股收益将会大幅增长200%; 再由于蓝星新材承载着国家理想, 国家必将会有强有力的政策支持; 且集团的优质资产注入确定, 加上国外资金和国外技术, 公司内外兼修, 基础雄厚, 故我们给予公司09年25倍PE, 6-12个月目标价为15元, 依然维持推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	7900	7900	8171	9672
同比(%)	52%	0%	3%	18%
归属母公司净利润(百万元)	418	-110	313	990
同比(%)	103%	-126%	184%	216%
毛利率(%)	14.5%	8.9%	12.5%	19.8%
ROE(%)	13.6%	-3.7%	9.5%	23.2%
每股收益(元)	0.80	-0.21	0.60	1.89
P/E	15.39	-58.38	20.54	6.50
P/B	2.09	2.17	1.96	1.51
EV/EBITDA	9	26	9	5

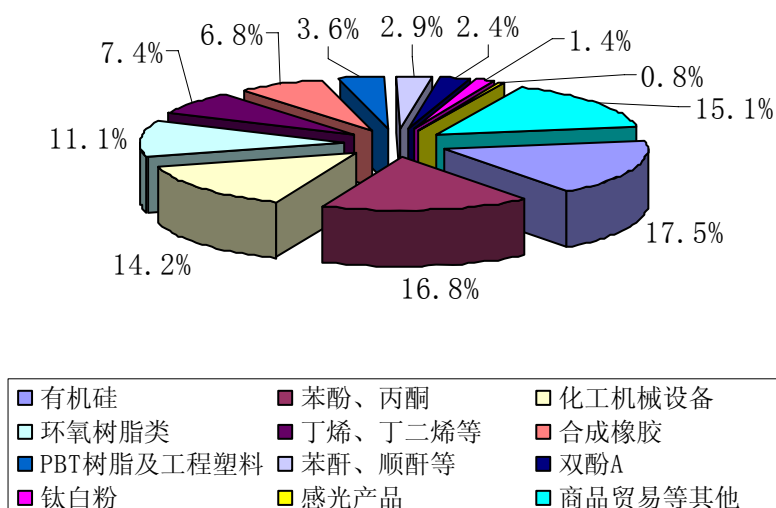
资料来源: 中投证券研究所

1、化工新材料龙头，承载国家理想

蓝星新材是中国化工新材料领域的龙头，公司净资产 30 多亿元人民币。公司囊括了我国化工新材料许多技术成果和工业化产品，大部分产品属于国民经济急需的化工新材料。目前已成为中国有机硅、双酚 A、特种环氧树脂、彩色显影剂、PBT 和 PPE 合成树脂的最大生产商，形成五大产品系列：有机硅单体及特种单体、硅油、硅橡胶、硅树脂产品系列；苯酚、丙酮、双酚 A、环氧树脂及深加工产品系列；PBT 和 PPE 合成树脂及工程塑料改性产品系列；彩色显影剂产品系列；钛白粉、氯丁橡胶和离子膜烧碱装置等化工机械产品系列。

公司正在构建着我国化工行业中一个品种独特、空间独特的产业群体，决定着我国新材料领域的产业布局，承载着中国高端化工新材料实现大批量国产化的长期理想。

图 1：公司 08 年半年报主营业务构成



资料来源：公司公告

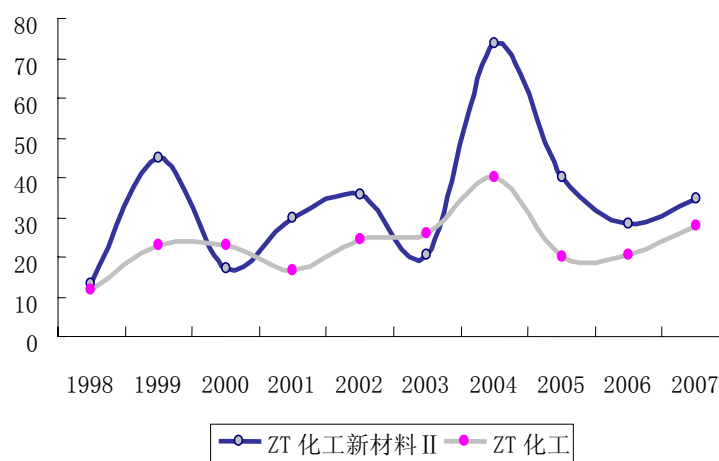
2、化工新材料多为进口替代型，仍将高成长

化工新材料是行业壁垒较高、有一定技术含量的化工子行业，该领域处于化工产品价值链的高端，应用广泛，大部分需求体现为刚性较强，在经济发展、国防建设中具有不可替代的重要作用。受益于技术进步和消费升级，该领域发展异常迅速，新材料行业一直以来超越化工行业与 GDP 的高增长水平。

长期以来，我国化工新材料工业一直受到国外的技术封锁，国内所需化工新材料产品大部分通过进口来解决。虽然经过多年的发展，我国新材料领域取

得了一定成就，但目前我国化工新材料自给率依然偏低，整体而讲，未来两年国内对化工新材料的需求仍将保持 20%以上的增长，目前，化工新材料还处于技术导向下的成长阶段，宏观经济对其影响要小于一般化工产品，具有很强的抗周期性。

图 2：近十年化工新材料板块主业增长率高于化工整体行业



资料来源：wind

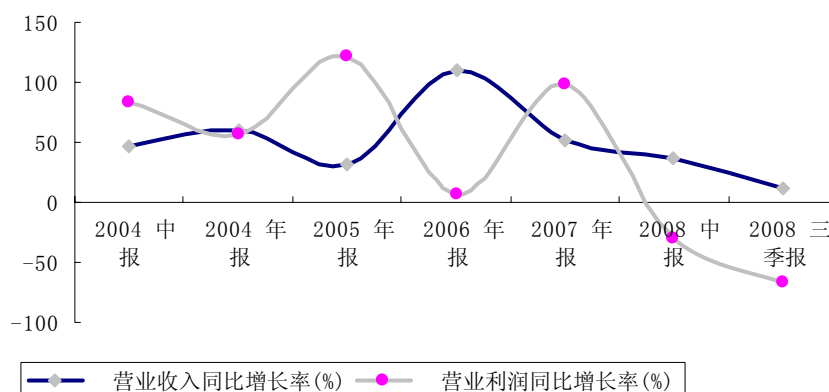
3、公司 08 年突遭困境，四季度亏损约 5.6 亿

从 2004 年到 2007 年，公司营业收入的年平均增率达到 60%以上，营业利润年平均增长率达到 80%左右。公司营业收入从 2004 年的 18.8 亿元到 2007 年的 79 亿元，仅仅用了 3 年时间，07 年公司实现了每股收益 1.04 元的良好业绩。

但 2008 年以来，受雪灾、地震、金融危机等因素的影响，公司的生产经营出现较大波动。上半年原料成本高企，利润空间受到压缩，盈利能力受到明显的挑战，营业利润开始出现下滑局面，第三季度的下滑趋势加剧，但前三季度公司仍实现了每股收益 0.35 元的业绩。

然而进入四季度公司主要产品市场价格急剧走低，需求大幅萎缩，而在此期间部分主要库存原材料价格较高，致使报告期内公司经营业绩出现大幅下降，并且公司将大量有机硅库存产品进行低价抛售，实施了超低价销售战略，对国内外竞争对手进行了价格打压，由此四季度公司出现巨大亏损。后经公司财务部门初步测算，预计公司 2008 年 1—12 月净利润将出现亏损，亏损额度大约在 1.2 亿元—1.7 亿元之间，每股亏损额将达到 0.23—0.33 元之间，由此可以推算出公司四季度亏损额达到了 5.6 亿元左右。

图 3: 公司近 5 年来营业收入和营业利润同比增长情况



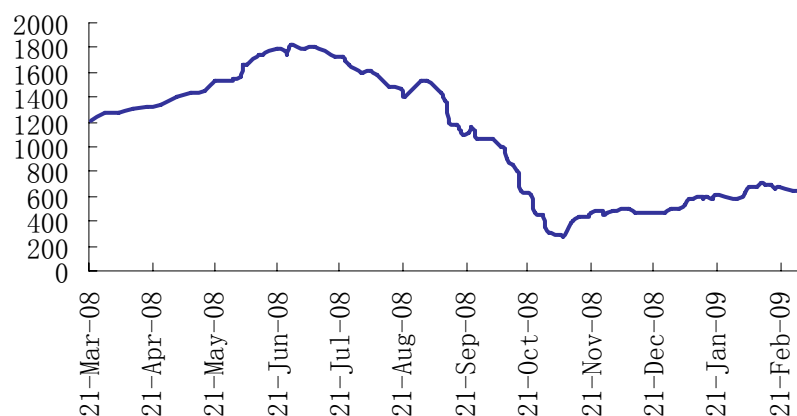
资料来源: 公司报表

4、成本压力等因素改善，业绩将会有所恢复

08 年上半年原料成本高企，以及四季度的高成本库存和超低价销售，是导致公司亏损的主要原因。伴随着高成本原料和产品的消化，原料成本压力迅速减小，国家内需逐渐启动，并且公司产品多为进口替代型，市场空间很大，08 年所有导致公司困境的因素都将在 09 年有所改善。

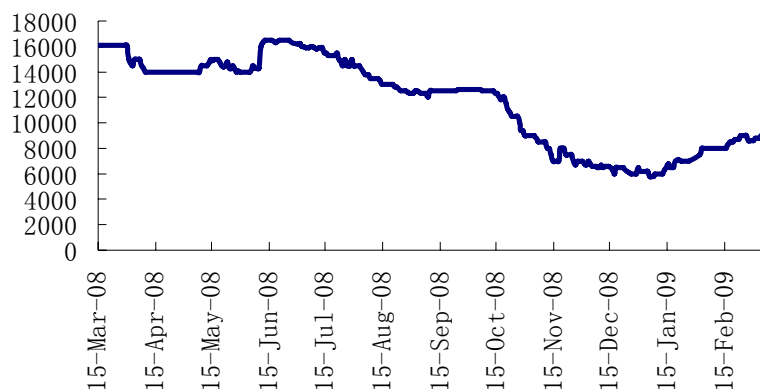
目前上游丙烯、环氧氯丙烷、PTA、BDO、甲醇等原料价格随着石油价格急速回跌后，回落幅度达 50%以上，09 年价将依然处于低位，这大大减轻了公司的成本压力，并且公司有机硅、PBT 和氯丁橡胶，以及集团的 POM 等产品，价格虽然也有些回落，但幅度较小，公司整体毛利率将有所提升。

图 4: 公司上游原料丙烯(韩国 FOB)价格走势(美元/吨)



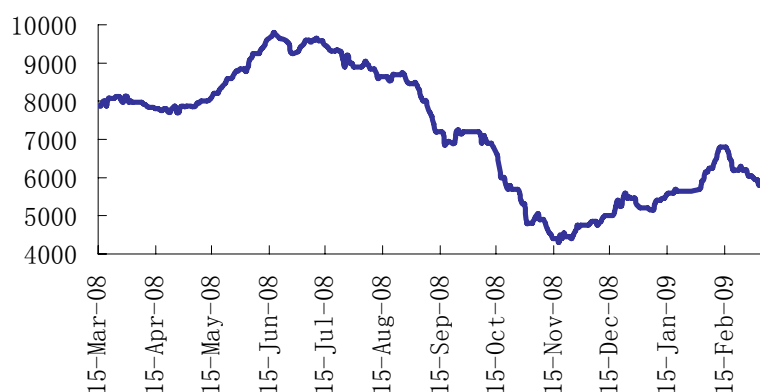
资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

图 5: 公司上游原料环氧氯丙烷价格走势 (元/吨)



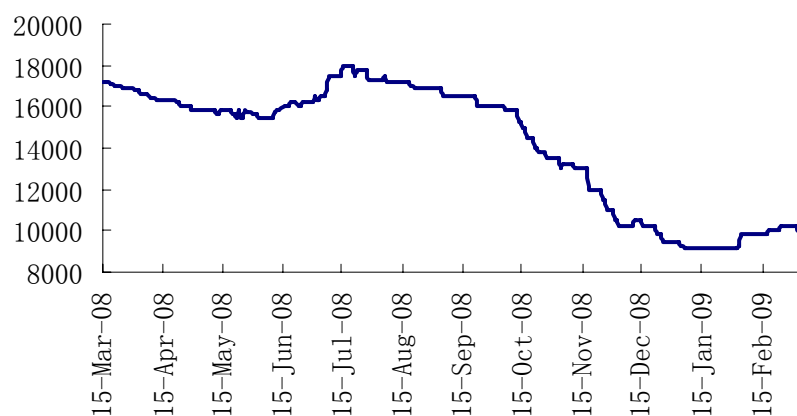
资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

图 6: 公司上游原料 PTA 价格走势 (元/吨)



资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

图 7: 公司上游原料 BDO 价格走势 (元/吨)



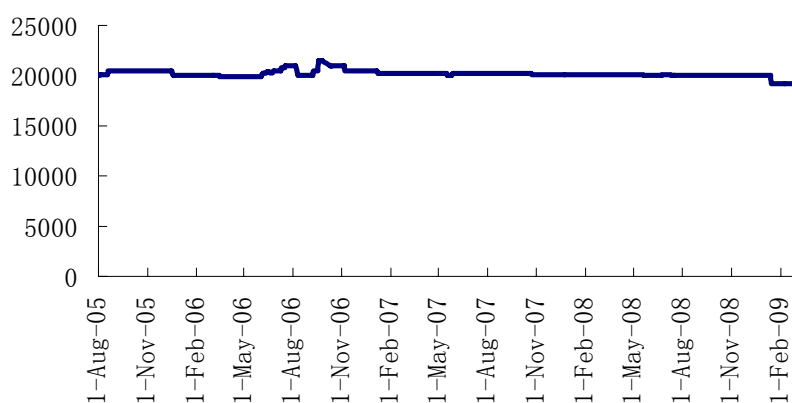
资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

图 8：公司上游原料甲醇价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，中投证券研究所

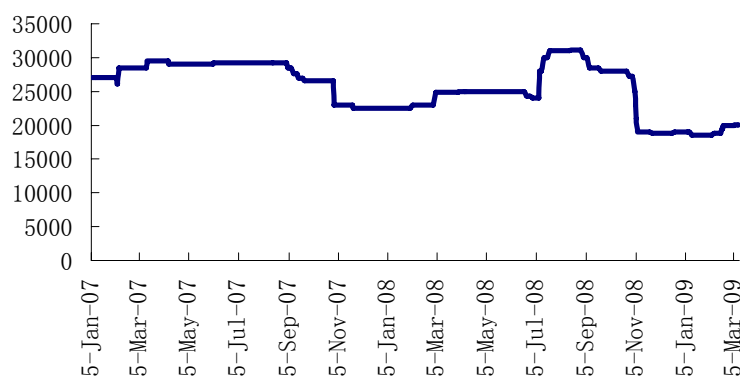
图 9：公司产品 PBT 价格走势（元/吨）



资料
来源

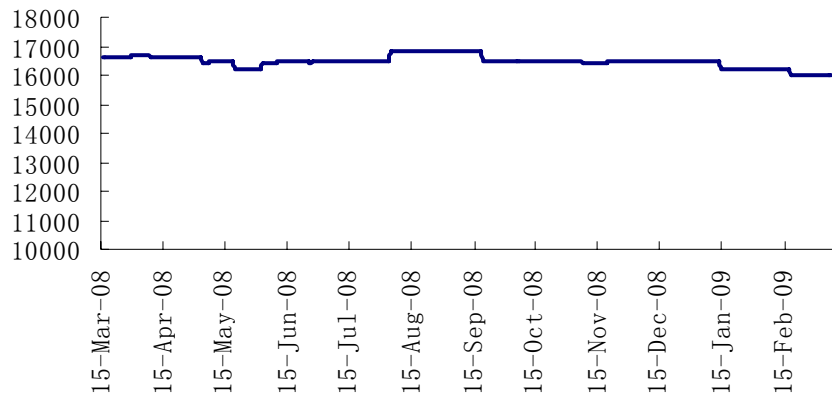
资料来源：化工在线，中投证券研究所

图 10：公司产品 DMC 价格走势（元/吨）



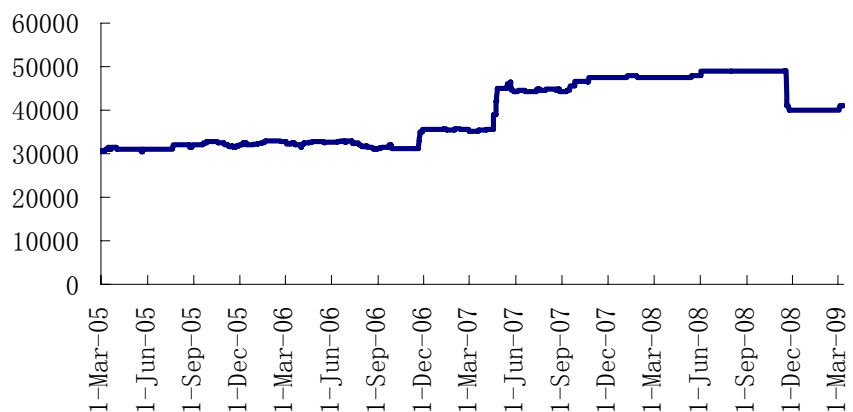
资料来源：化工在线，中投证券研究所

图 11: 集团产品聚甲醛 (POM) 价格走势 (元/吨)



资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

图 12: 公司产品氯丁橡胶价格走势 (元/吨)



资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

5、09 年将会有多个项目投产, 产能急剧扩张

公司多处筹措资金, 现金流比较充沛。公司于 2007 年通过非公开发行募集现金 102,532.50 万元, 08 年三季度末仍有 56,084.35 万元尚未使用。中国化工集团还发行 23 亿元企业债券, 其中 20 亿元将用于中国蓝星 (集团) 总公司与法国罗地亚公司合资建设年产 40 万吨有机硅单体项目。

多项工程进展顺利, 产能将急剧扩张。在工程项目方面, 已投产的 10 万吨/年有机硅项目产能在逐步释放, 公司 09 年有机硅预计年产量将达到 20 万

吨左右，天津有机硅 4 万吨下游项目将与 09 年中期建成，预计 09 年能够生产 1 万吨的高质量有机硅下游产品，天津有机硅一期 20 万吨单体项目将与 10 年中期投产，届时公司将在有机硅领域迈向崭新的台阶。南通 9 万吨/年双酚 A 和 5 万吨/年电子级环氧树脂已经建成，预计在 09 年中期，实现大批量投产；第二套 6 万吨/年的 PBT 装置已于 08 年投产，但大批量产品生产将会延迟到 09 年中期，加上原有的 2 万吨产能，09 年有望生产 PBT 树脂 6 万吨左右，下游改性工程塑料 5 万吨左右；PPE 项目已基本完工，09 年产能达到 1 万吨/年，但由于公司目前改性技术还没有突破，下游诸多改性塑料厂家倒闭停产，目前也处于停产状态，但预计 09 年会有 5 千吨的产量；氯丁橡胶产能也有望从原来 2.5 万吨/年扩大到 5.5 万吨/年；工业硅项目也已基本完工，但投产时间延迟到 09 年 10 月份。

表 1: 公司目前产能和未来项目投产情况一览

项目名称	现有产能 (万吨)	新建产能 (万吨)	股权 比例	投产时间	09 年预 计产量	备注
兰州工业硅	2.5	2.5	100%	今年 10 月	3.25	罗地亚新技术
江西有机硅	20	10	100%	延迟	20	正在进行技改，欲借罗地亚销售渠道
江西有机硅下游	4				4	正在进行技改，欲借罗地亚销售渠道
天津有机硅		20	52%	10 年中		罗地亚技术
天津有机硅下游		4	52%	09 年中	1	下游先行，试生产，罗地亚技术
哈尔滨苯酚/丙酮	12		85%		12	全部外售
顺酐工程		2.25		08 年中	2.25	外售
无锡双酚 A	4.5		100%			目前，满足自身需求
无锡环氧树脂	4		100%		4	
南通双酚 A		9	100%	09 年中	4.5	与 5 万吨电子环氧配套
南通电子级环氧树脂		5	100%	08 年底	3	09 年中期大批生产，销售合同洽谈中
南通 PBT	2	6	100%	08 年底	6	09 年中期大批生产
山西 PPE	1				0.5	目前停产
大同氯丁橡胶	2.5	3	96.5%	09 年初	4.5	
Pc	0.5					中试装置，停产

资料来源：公司公告，中投证券研究所

6、09 年和 10 年应该是有机硅发展良好时期

有机硅性能优异独特，应用领域广泛。有机硅产品具有电气绝缘、耐辐射、

阻燃、耐腐蚀、耐高低温，以及生物相容性好等优良特性，被誉为“工业味精”，广泛应用于国防军工、医疗卫生和国民经济各个行业，具有无可替代的作用。

仍能保持较快的需求增长。5年来，全球有机硅材料需求的平均增长率在10%以上，其中中国近3年来的消费增长率达到29%，目前虽然遭遇经济危机，但中国投巨资，扩内需，4万亿投资将会国内的有机硅材料需求在这两年内有一个持续的拉动，这两年我国有机硅单体需求仍将保持20%以上的增长。

上游技术壁垒和下游技术突破，缓解产能压力。由于07年有机硅单体国内投产迅速，但硅橡胶等下游应用领域技术没有得到突破，使人们产生单体过量的担心，在07年下半年和08年上半年，DMC价格有所回落。但由于技术壁垒较高，产能并没有得到有效释放，随着新安股份和蓝星新材逐渐引入外企技术力量，下游应用技术不断得到突破，使得国内产量得到有效消化。

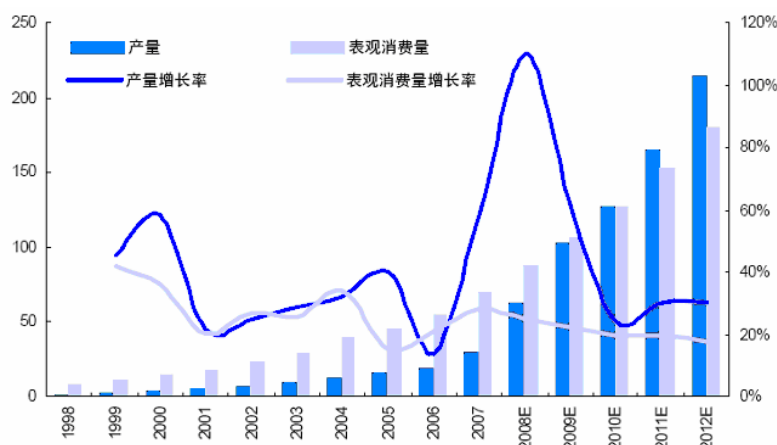
针对有机硅进行反倾销措施，为国内有机硅提供良好发展环境。2008年11月06日，商务部认定原产于韩国和泰国的进口初级形态二甲基环体硅氧烷存在倾销，使得国内相关产业受到了实质损害，并决定对该产品采取保证金形式的临时反倾销措施，目前已经进行最后最终裁决。

国际进口产品受到双重打压。前期DMC价格逐渐增长，最高达到34000元/吨，后虽有所回落，但依然高位盘整。08年四季度由于蓝星新材突然促销处理存货，使得国内DMC价格大幅下跌至19000元/吨，这种突发性的降价处理，已经低于行业平均成本，再由于反倾销的措施，国外产品销售将会面临着双重压力。目前韩国、泰国的初级形态有机硅产品已经在我国占据20%左右的市场份额，经过这次降价促销战和反倾销措施的双重压力下，估计国外初级有机硅产品将逐渐推出中国市场，国内有机硅生产企业将会占据较大市场空间。

其他一些因素也利好这两年的有机硅行业发展。前期蓝星新材因技术泄露问题对其他一些有机硅企业进行起诉，这对国内某些中小有机硅企业的正常运行将产生较大影响。在长三角地区的道康宁-瓦克项目也推迟到10年建设。这也对国内有机硅行业提供了较为良性的发展环境。

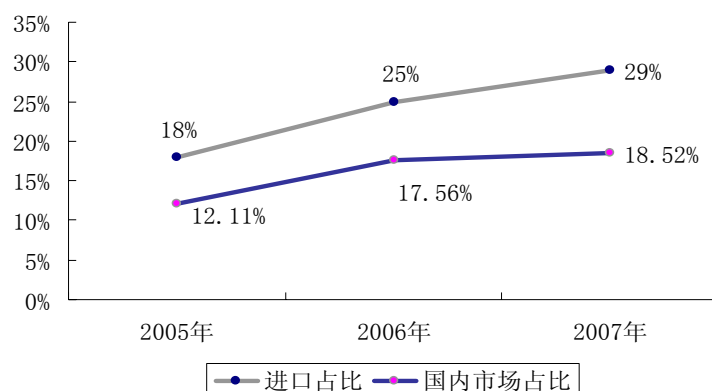
预计近期有机硅价格会在低位快速反转。蓝星新材促销活动过后，并由于目前国内一些中小企业处于停产状态，外国产品逐渐淡出中国市场，加上我国拉动内需的消费刺激，09年DMC价格仍将能维持在25000元/吨左右。预计国内的有机硅价格将会出现一个快速增长阶段。

图 13: 我国有机硅单体到 11 年才会供大于求 (万吨)



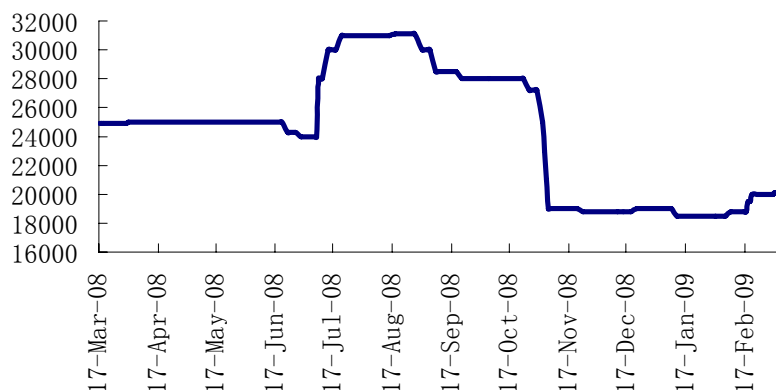
资料来源: 氟硅协会

图 14: 自韩国、泰国的初级形态有机硅产品在我国销售状况



资料来源: 国家商务部

图 15: 国内有机硅已出现反弹行情 (元/吨)



资料来源: 化工在线, 中投证券研究所

7、电子级环氧树脂将会带来丰厚利润

电子级环氧树脂将大批量投产，带来丰富想象空间。蓝星新材 5 万吨的电子级环氧树脂项目已经建成，预计将在 09 年中期实现大批量生产，该产品主要用于电子环氧塑封料的生产制造，技术含量很高，利润丰厚，为公司 09 年盈利能力带来丰富的想象空间。

电子级环氧树脂性能要求独特，技术门槛很高。随着微电子“制芯业”和“封装业”深亚微米技术的突破，单片集成迅速增加，电子封装向小型化，高性能，高可靠性和低成本方向发展。表面贴装（SMT）、环栅阵列（BGA）、多芯片组件（MCM）等封装先进技术的广泛应用，对塑封料的性能提出越来越高的要求。集成电路塑封料中 90%以上用的都是环氧树脂塑封料（EMC），而环氧树脂塑封料的主要原材料是由环氧树脂，硬化剂，充填剂，阻燃剂，催化剂，接合剂等构成。环氧树脂作为塑封料里面的基础原料，对塑封料性能提高和改善起到举足轻重的作用。因此电子级环氧树脂不但要求能快速固化，还要求能耐热，耐应力，吸湿性低，并且不能含有任何离子性杂质，要达到高纯的程度，生产的技术门槛很高。

我国电子级环氧树脂大部分依赖进口。前几年电子级环氧树脂的规模化生产在我国大陆一直是个空白，08 年虽然传闻有一些厂家已经投产成功，但产品质量和稳定性还有待进一步提高，还不能完全达到国内集成电路高端塑封料的需求，并且目前产能规模仅有 1 万多吨。2008 年内地环氧塑封料对电子级环氧树脂的总需求量达到 7 万吨左右，80%以上的需求量还是依赖进口。

蓝星新材技术优势明显，有望实现国家进口替代目标。蓝星新材所属的连云港化工设计研究院具有多年的电子级环氧树脂研究经验，并且目前已经拥有了几千吨的中试生产线。产品质量和稳定性都很出色，能够满足国内需求。并且蓝星新材在特种环氧树脂领域具有很丰富的生产经验，公司收购了无锡迪爱生环氧有限公司，该公司主要生产特种树脂，产品可以满足附铜板基材和风电叶片基材的需求，公司是由日本大油墨化学工业株式会社、无锡石化总厂和日本住友商事株式会社三方合资建成，具有外资企业生产技术和经验储备。

电子级环氧树脂利润空间很大。中高端的电子级环氧树脂每吨达到 4 万元以上，即使低端的电子环氧树脂也要比普通的环氧树脂每吨价格高出 4000 元左右。蓝星新材生产的电子级环氧树脂系列产品，毛利空间至少 30%以上。

8、公司工程塑料领域产品具有很强盈利能力

工程塑料性能优异，应用范围很广。工程塑料一般是指可以作为结构材料承受机械应力、能在较宽的温度范围和较为苛刻的化学及物理环境中使用的塑料材料。工程塑料加工方便，应用广泛，可以作为聚合物合金替代各种金属材料，用在各种电器、交通、航天、工业机械、通信电子等高新技术领域。聚酰胺(PA)、聚碳酸酯(PC)、聚甲醛(POM)、聚苯醚(PPE)和聚酯树脂(PBT)因应用广泛、性能卓越，被合称为五大工程塑料。

我国工程塑料产业刚刚起步，产品需求还主要依赖进口。中国的工程塑料市场需求巨大，08年需求达200万吨以上，但由于产业化技术瓶颈的制约，我国产能十分有限。近年来，我国工程塑料领域通过引进技术取得一定突破，但高端产品和技术仍有空白。因此，我国工程塑料的需求80%以上依赖进口，近三年的进口量年均增长18%以上，其中聚苯醚(PPE)和聚碳酸酯(PC)几乎全部依赖进口，聚酰胺(PA)和聚甲醛(POM)80%以上依赖进口、聚酯树脂(PBT)70%以上依靠进口。

09年公司的PBT工程塑料将会贡献较多利润，PPE也具有潜在的盈利能力。蓝星新材目前拥有8万吨PBT树脂生产能力及5万吨左右的PBT改性塑料生产能力，还具有1万吨的PPE生产能力。新建设完成6万吨PBT树脂生产项目将成为09年公司一大盈利点。目前PBT树脂价格依然非常坚挺，上游PTA和BD0原料价格依然维持低位，使得公司PBT树脂的盈利空间大为提升。并且公司进行改性塑料的开发，PBT树脂产品的附加值得到进一步的挖掘。而针对PPE，其材料性能比PBT还要优异，但公司目前还没有相关改性技术，所以自身消化很难，且对外销售也需要有改性技术的支持和服务，所以目前市场推广还没有正式启动，公司在寻找PPE改性塑料的合作对象，一旦合作成功，将会很快贡献丰厚利润。

9、集团整体上市启动，期待优质资产注入

蓝星集团正式推动资产重组，走出整体上市步伐。2008年10月，世界资产管理巨头黑石集团出资6亿美元购入中国蓝星集团20%的股权的项目正式完成交割。蓝星集团亦完成整体重组改制，挂牌成立为中外合资股份有限公司。中国化工集团和黑石集团计划将蓝星集团打造成为在化工新材料、特种化学品行业的全球领先公司，蓝星集团的整体上市趋势已经毫无悬念。目前集团公司已经开始着手推动资产重组的进程。09年3月5日，蓝星清洗公告称控股股东中国蓝星集团拟在近期对公司的重大资产重组事项进行研究、论证，将连续停

牌 3 个月。

蓝星新材必然会有优质资产注入。由于蓝星新材主营化工新材料业务，是蓝星集团未来发展的重点，也是集团中的最优质资产，蓝星新材将义不容辞地担当发展壮大的重任。因此，无论如何重组，蓝星新材都将是蓝星集团资产逐步实现整合上市的一个运作平台。目前蓝星集团除旗下三家上市公司外，还收购了排名世界第二的安迪苏蛋氨酸业务和世界排名第五的罗地亚有机硅业务，不但拥有 4 万吨/年规模的聚甲醛（POM）项目，还有即将投产的 5.5 万吨/年 BDO 及下游产品链，以及在建的 PC 和准备建设的 MDI 等优质资产。在黑石集团入股的背景下，在证监会要求减少同业竞争的规定下，蓝星集团必然要在合适的时间将罗地亚有机硅、POM 以及 PC 等优质资产注入蓝星新材，以打造出全球知名的化工新材料巨擘，为黑石集团的股份赢得最大利益。

借罗地亚的技术和渠道之优，蓝星新材正在逐步实现完整的吸纳与融合。法国罗地亚（Rhodia）是著名的全球性特殊化学品公司，具有先进的有机硅深加工技术、完善的全球营销网络和强大的研发能力，拥有 6% 的全球有机硅产品市场份额。蓝星（集团）总公司全资收购该公司有机硅业务的专利技术、生产装置、销售渠道等，从而从国内有机硅行业的龙头企业跃升为国际有机硅巨擘。目前蓝星新材的有机硅生产工艺正在罗地亚公司技术人员的帮助下，加快速度实施技改，以实现产品质量的高端化需求，保证产品质量的稳定性和可靠性。蓝星新材的有机硅销售渠道也正在和罗地亚的渠道进行融合，公司的产品将会在不长的时间内借罗地亚的全球营销网络，走向全世界。蓝星新材从技术的吸收到渠道的融合，再到共建项目，无不体现出集团的长期安排和战略意图。

10、盈利预测

我们盈利预测的假设前提如下：

（1）假设公司 08 年的资产减值损失为 3 亿元；

（2）假设 09 年有机硅产品的价格水平为 07 年的 85%；非电子环氧树脂价格水平为 07 年 80%；苯酚/丙酮价格水平为 07 年 70%，PBT 价格水平为 07 年 95%；08 年和 10 年所有产品价格与 07 年持平；

（3）假设电子级环氧树脂的价格和毛利率入表中所示；

（4）假设 08 年-10 年其他主要产品产量和毛利率如下表中所示；

（5）暂没有考虑 PPE 业务的盈利，也没有考虑资产注入后的盈利；

（6）假设 08 年-10 年公司的所得税率均为 15%；

我们对蓝星新材的分产品盈利预测如下:

表 2: 分领域销售收入和毛利率预测

分业务领域	项目	2008 E	2009E	2010E	2011E
有机硅系列 产品	产量(万吨)	16	16	20	25
	收入(万元)	142429.9	142429.9	160233.6	222546.7
	毛利率	19.20%	5.00%	13.00%	16.00%
环氧树脂系 列产品	产量(万吨)	4.5	4.5	4.5	4.5
	收入(万元)	92919.51	92919.51	74335.61	92919.51
	毛利率	10.63%	6.10%	9.00%	10.00%
苯酚/丙酮	产量(万吨)	10.2	10.2	10.2	10.2
	收入(万元)	150407.7	150407.7	105285.4	150407.7
	毛利率	15.22%	10.74%	10.00%	15.22%
PBT 产品	产量(万吨)	2	2	5	8
	收入(万元)	32355.99	32355.99	76845.48	129424
	毛利率	7.41%	6.67%	12.00%	13.00%
电子环氧 树脂	产量(万吨)			2.5	5
	价格(元/吨)			30000	35000
	收入(万元)			75000	175000
	毛利率			30.00%	30.00%
合成橡胶系 列产品	产量(万吨)	2.5	2.5	4.5	5.5
	收入(万元)	64675.96	64675.96	93133.39	64675.96
	毛利率	32.95%	17.35%	15.00%	17.00%
其他业务产 品	收入	307257.9	307257.9	307257.9	307257.9
	毛利率	16.86%	9.00%	6.00%	14.00%
营业收入合计		790047	790047	817091.4	967231.8
毛利率		14.47%	8.86%	12.50%	19.76%

资料来源: 中投证券研究所

维持“推荐”投资评级。作为化工新材料的龙头企业,公司具有多条完善的新材料产业链,囊括了我国化工新材料许多技术成果和工业化产品,公司产能扩张迅速,并着重加快产业上下游一体化的战略部署,未来业绩增长很快,是一个值得长期关注的战略性投资品种。虽然公司预测 08 年将会出现大约在 1.2 亿元—1.7 亿元的亏损额度,但主要是由于库存原料成本价格过高,产品价格受市场观望情绪影响急剧下降,由于这两种因素将在 09 年都将会大幅改善,我们认为 08 年才是蓝星新材最困难的时期。经我们保守预测公司 08-10 年的 EPS 分别为-0.21 元、0.60 元和 1.89 元。由于公司 10 年将会有突飞猛进的发展,每股收益会大幅增长 200%,具有很强的成长性;再由于蓝星新材承载着国家理想,国家必将会有强有力的政策来支持公司的发展;且集团的优质资产注入确定,加上国外资金和国外技术,公司内外兼修,所以我们给予公司 09 年 25 倍 PE, 6-12 个月目标价为 15 元。依然维持“推荐”评级。

表 3: 盈利预测

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7900	7900	8171	9672
同比(%)	52%	0%	3%	18%
归属母公司净利润	418	-110	313	990
同比(%)	103%	-126%	184%	216%
毛利率(%)	14.5%	8.9%	12.5%	19.8%
ROE(%)	13.6%	-3.7%	9.5%	23.2%
每股收益(元)	0.80	-0.21	0.60	1.89
P/E	15.39	-58.38	20.54	6.50
P/B	2.09	2.17	1.96	1.51
EV/EBITDA	9	26	9	5

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元	
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3911	4563	4322	5190	营业收入	7900	7900	8171	9672
现金	1313	1313	1313	1893	营业成本	6757	7201	7149	7761
应收账款	222	498	406	430	营业税金及附加	36	27	29	37
其它应收款	66	70	65	74	营业费用	106	110	112	134
预付账款	611	629	616	704	管理费用	291	291	301	356
存货	1269	1643	1491	1582	财务费用	190	190	190	190
其他	431	410	431	507	资产减值损失	23	300	23	23
非流动资产	5404	5292	5246	5196	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	28	34	39	投资净收益	18	0	0	0
固定资产	3672	3972	4023	3927	营业利润	514	-218	367	1171
无形资产	602	699	817	963	营业外收入	13	95	13	13
其他	1085	593	372	266	营业外支出	8	8	8	8
资产总计	9316	9855	9568	10386	利润总额	519	-131	372	1177
流动负债	4566	5531	4762	4416	所得税	86	-20	56	177
短期借款	2296	3760	2887	2283	净利润	433	-111	316	1000
应付账款	593	681	679	705	少数股东损益	15	-1	3	10
其他	1676	1090	1196	1427	归属母公司净利润	418	-110	313	990
非流动负债	1546	1231	1396	1561	EBITDA	983	334	966	1802
长期借款	1066	1231	1396	1561	EPS（元）(摊薄)	0.80	-0.21	0.60	1.89
其他	480	0	0	0					
负债合计	6112	6762	6158	5977	主要财务比率				
少数股东权益	123	122	125	135	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	402	523	523	523	成长能力				
资本公积	1938	1818	1818	1818	营业收入	51.5%	0.0%	3.4%	18.4%
留存收益	741	630	944	1934	营业利润	99.1%	-142.4%	68.4%	219.2%
归属母公司股东权益	3081	2971	3284	4274	归属于母公司净利润	103.1%	-126.4%	184.2%	216.0%
负债和股东权益	9316	9855	9568	10386	获利能力				
					毛利率	14.5%	8.9%	12.5%	19.8%
					净利率	5.3%	-1.4%	3.8%	10.2%
					ROE	13.6%	-3.7%	9.5%	23.2%
					ROIC	11.3%	-0.4%	7.5%	18.3%
					偿债能力				
					资产负债率	65.6%	68.6%	64.4%	57.5%
					净负债比率	55.34%	74.22%	69.97%	64.76%
					流动比率	0.86	0.82	0.91	1.18
					速动比率	0.58	0.52	0.59	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	0.82	0.84	0.97
					应收账款周转率	33	17	14	18
					应付账款周转率	15.24	11.31	10.52	11.22
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.80	-0.21	0.60	1.89
					每股经营现金流(最	0.85	-2.19	2.40	3.04
					每股净资产(最新摊	5.89	5.68	6.28	8.18
					估值比率				
					P/E	15.39	-58.38	20.54	6.50
					P/B	2.09	2.17	1.96	1.51
					EV/EBITDA	9	26	9	5
现金流量表				单位: 百万元					
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E					
经营活动现金流	446	-1146	1254	1591					
净利润	433	-111	316	1000					
折旧摊销	279	362	409	441					
财务费用	190	190	190	190					

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、诺普信、兴化股份、云天化、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434