

红宝丽 (002165)

当前股价: 16.73 元

下游需求稳定, 增长还在继续

投资要点:

- 公司是在原南京市聚氨酯化工厂基础之上整体改制设立的股份有限公司, 具有20年研究、开发聚氨酯产品的历史, 目前主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营, 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, 异丙醇胺生产规模排名亚洲第一、全球第三。公司未来将依旧专注于聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂三大主业产品, 加大产品研发力度, 在提高现有产品市场占有率的同时, 试图实现产业链的延伸, 实现业绩的持续稳定增长。
- 公司是国内最大的组合聚醚生产商, 在硬泡组合聚醚领域占据国内市场总量的10%左右, 而在冰箱冰柜市场, 公司08年占据30%左右的市场份额, 具有绝对的龙头地位。公司产品在同行业中质量优良, 单体和硬泡组合聚醚可以针对客户的不同地域和季节进行调节, 并在各大冰箱冰柜生产企业都派驻有技术人员, 可以根据企业需求进行技术研发, 有助于提高下游企业的生产效率。公司利用产品的优良品质和强大的技术服务优势, 建立了稳定的大客户群。2009年, 公司5万吨新建产能完工后, 将进一步确保组合聚醚业务的国内龙头地位, 并将在冷链、保温板等业务领域拓展市场份额。
- 公司异丙醇胺业务是经过7年的研究发展起来的新业务领域, 异丙醇胺作为乙醇胺替代性产品, 具有广阔的市场空间。公司的高压超临界流合成工艺, 已经达到世界先进水平, 目前是亚洲第一、世界第三的异丙醇胺生产商。08年产能负荷率70%左右, 随着下游市场的开发, 预计09年将进一步提升至85%左右。
- 水泥外加剂是以三异丙醇胺为原料的新型水泥磨料, 在国际上已有了较为广泛的运用, 在国内尚处在推广阶段, 公司是国内唯一一家拥有原料三异丙醇胺生产能力的水泥外加剂生产企业, 随着市场开发力度的加大和国内基础设施建设步伐的加快, 预计未来几年将保持30%以上增长幅度。
- 根据预测, 红宝丽2009-2011年的每股收益分别为0.77元、1.07元和1.30元, 动态市盈率分别为21.80倍、15.84倍和12.84倍。我们认为, 公司在募集资金项目建成后, 将继续保持快速增长的态势, 下游行业的发展有利于公司有效规避经济危机的影响, 公司的技术服务性质的业务模式也赋予了公司有别于一般化工企业的低周期性, 可以给予公司一定的溢价, 我们给予公司“推荐”的首次评级, 目标价18.50元。

研究员: 熊杰

电 话: 025-84457777-833

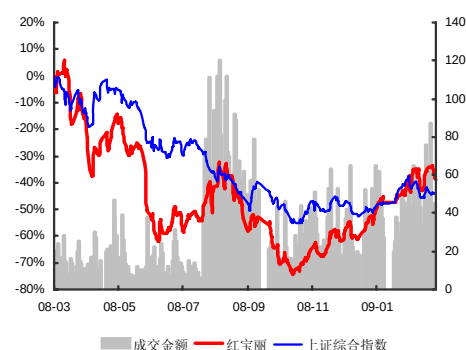
E-mail: yjsxj@mail1.htsc.com.cn

http://www.htsc.com.cn

地 址: 南京市中山东路90号

投资评级 推荐
目标价 18.50

股价走势图



公司基本资料

总股本 (万股)	11250.00
实际流通 A 股 (万股)	5969.54
52 周内股价区间 (元)	6.95-53.38
总市值 (万元)	188212.50
总资产 (万元)	64320.93
每股净资产 (元)	3.98

主要经营指标预测

单位: 万元	08A	09E	10E	11E
主营业务收入	88990.49	97884.18	131300.00	152050.00
+/-%	20.83	9.99	34.14	15.80
净利润	7237.62	9336.21	12965.13	15795.54
+/-%	21.57	29.00	38.87	21.83
EPS (元)	0.60	0.77	1.07	1.30
P/E	28.07	21.80	15.64	12.84

目录

公司估值	4
盈利预测及说明	4
公司估值和评级	5
投资要件	6
一、公司简介	6
1.1、国内硬泡组合聚醚和异丙醇胺龙头	6
1.2、合理的股权结构有利于公司长期发展	6
二、硬泡组合聚醚：成长空间依旧广阔	7
2.1、国内最大硬泡组合聚醚生产商	8
2.2、受益于家电下乡，硬泡组合聚醚市场依旧保持成长	9
2.3、现有装置依旧有潜力可挖，新装置将在 09 年底建成	10
2.4、组合聚醚未来市场空间依旧广阔	11
三、异丙醇胺：逐渐成熟的广阔市场	12
3.1、市场需求空间广阔	13
3.2、公司异丙醇胺产能全球第三、亚洲第一	14
四、水泥外加剂：培育中的新增市场	15
五、公司优势显著	16
5.1、服务体系领先	17
5.2、产品毛利基本稳定	17
六、风险分析	18
附表	20

图表目录

表 1: 公司盈利预测假设.....	4
表 2: 红宝丽损益表及预测 (2008-2011 年)	4
表 3: 公司 2008 年股权结构.....	6
表 4: 2006 年国内聚醚多元醇主要生产企业 (单位: 万吨)	8
表 5: 2006 年国内主要硬泡组合聚醚生产企业 (单位: 万吨)	8
表 6: 世界主要异丙醇胺生产企业.....	14
图 1: 公司股权结构.....	7
图 2: 硬质泡沫产业链.....	7
图 3: 环氧丙烷及丙烯市场价格.....	9
图 4: 中国冰箱产量状况.....	10
图 5: 公司硬泡组合聚醚销量状况.....	11
图 6: 中国硬泡聚醚主要消费领域.....	12
图 7: 美国硬泡聚醚主要消费领域.....	12
图 8: 世界异丙醇胺消费状况.....	13
图 9: 2010 年中国异丙醇胺主要量预测.....	14
图 10: 中国水泥产量数据.....	16
图 11: 2008 年公司主营业务收入构成.....	17
图 12: 2008 年公司主营业务利润构成.....	17

公司估值

盈利预测及说明

公司募集资金项目 5 万吨硬泡组合聚醚在 2009 年上半年开始建设，2009 年底建成，2010 年开始体现业绩。现有装置中，公司通过调节生产，09 年 4 万吨组合聚醚装置将超设计产能运行。由于环氧丙烷市场价格回落，组合聚醚销售价格低于 2008 年平均价格，但由于采取锁定成本的定价方式，毛利基本稳定。

2 万吨异丙醇胺装置开工率继续提高，预计在 2009 年提升至 80% 左右，2010 年以后实现满负荷运行；随着水泥外加剂市场接受度的增长，未来三年保持 40% 增速。

表 1：公司盈利预测假设

		2009 年	2010 年	2011 年
硬泡组合聚醚	产量	5.4	7.5	9.0
	价格	12000	12000	12000
	实现收入	64204.18	90000.00	108000.00
	业务毛利	10272.67	14400.00	18360.00
异丙醇胺	产量	1.7	2.0	2.0
	价格	13500	14500	15000
	实现收入	22950.00	29000.00	30000.00
	业务毛利	5737.50	7830.00	8100.00
水泥外加剂	产量	0.6	0.8	1.0
	价格	8800	8500	8500
	实现收入	5280.00	6800.00	8500.00
	业务毛利	1848.00	2380.00	2975.00

资料来源：华泰证券研究所

假设条件：

- 1、公司主要原料环氧丙烷价格在 2009 年以后基本平稳；
- 2、2008 年以后，公司所得税率为 15%；

基于以上预测，我们对于公司 2008-2010 年盈利预测为 0.767、1.070 元和 1.303 元。

表 2：红宝丽损益表及预测（2008-2011 年）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	88990.49	97884.18	131300.00	152050.00
营业总成本	80125.08	87005.71	116160.11	133582.81
营业成本	73468.11	79740.01	106400.00	122321.00
营业税金及附加	251.10	293.65	393.90	456.15
销售费用	1682.53	1879.02	2536.38	2920.68
管理费用	3408.53	3773.27	5092.54	5873.07
财务费用	1207.58	1219.75	1637.29	1911.92
资产减值损失	107.23	100.00	100.00	100.00

加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8865.41	10878.47	15139.89	18467.19
加：营业外收入	425.06	361.74	378.40	380.62
减：营业外支出	280.44	256.44	265.20	264.82
利润总额	9010.03	10983.77	15253.09	18582.99
减：所得税费用	1772.41	1647.57	2287.96	2787.45
净利润	7237.62	9336.21	12965.13	15795.54
归属于母公司股东净利润	26818.99	34532.95	48141.17	58644.13
少数股东损益	532.88	659.03	915.19	1114.98
每股收益	0.60	0.77	1.07	1.30

资料来源：华泰证券研究所

公司估值和评级

根据预测，红宝丽 2009-2011 年的每股收益分别为 0.77 元、1.07 元和 1.30 元，动态市盈率分别为 21.80 倍、15.84 倍和 12.84 倍。

我们认为，公司在募集资金项目建成后，将继续保持快速增长的态势，下游行业的发展有利于公司有效规避经济危机的影响，公司的技术服务性质的业务模式也赋予了公司有别于一般化工企业的低周期性，可以给予公司一定的溢价，我们给予公司 “推荐” 的首次评级，目标价 18.50 元。

投资要件

一、公司简介

1.1、国内硬泡组合聚醚和异丙醇胺龙头

公司是在原南京市聚氨酯化工厂基础之上整体改制设立的股份有限公司，具有 20 年研究、开发聚氨酯产品的历史，目前主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营，拥有 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，异丙醇胺生产规模排名亚洲第一、全球第三。公司未来将依旧专注于聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂三大主业产品，加大产品研发力度，在提高现有产品市场占有率的同时，试图实现产业链的延伸，实现业绩的持续稳定增长。

1.2、合理的股权结构有利于公司长期发展

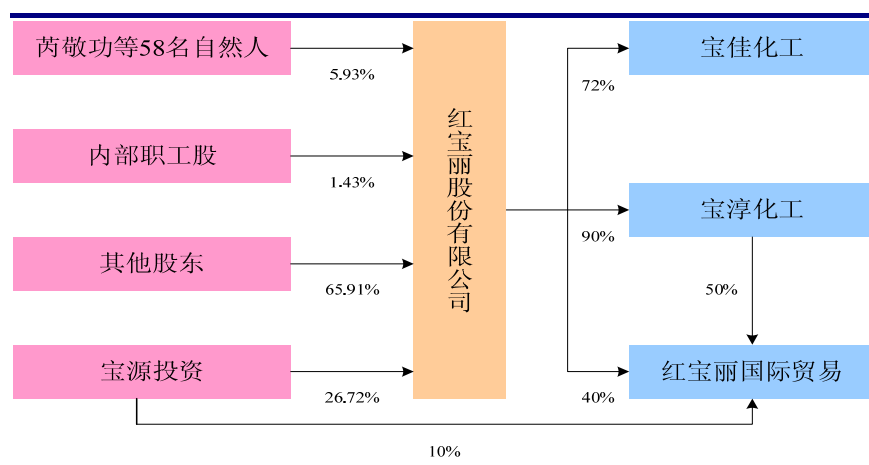
表 3：公司 2008 年股权结构

股东名称	发行前持股数 (万股)	持股比例
江苏宝源投资管理有限公司	3006.50	26.72%
高淳县国有资产经营（控股）有限公司	642.75	5.71%
南京市高新技术风险投资股份有限公司	622.47	5.53%
江苏省高科技产业投资有限公司	465.00	4.13%
南京弘明投资有限公司	450.00	4.00%
江苏弘瑞科技创业投资有限公司	435.00	3.87%
芮敬功等 58 名自然人	667.62	5.93%
内部职工	160.66	1.43%
其他股东	1950.00	17.33%
社会公众股	2850.00	25.33%
合计	11250.00	100.00%

资料来源：公司定期报告

公司控股股东为江苏宝源投资管理有限公司，公司实际控制人芮敬功通过直接和间接控制公司 3158.07 万股，占公司股本总额的 28.07%，兼任公司董事长和总经理，对保持公司长期稳步发展极为有利。同时，公司主要管理层和业务骨干也间接或直接持有公司部分股权，公司管理层已经充分实现了管理层持股，合理的股权结构是公司良好运作的有利保障。

图 1：公司股权结构

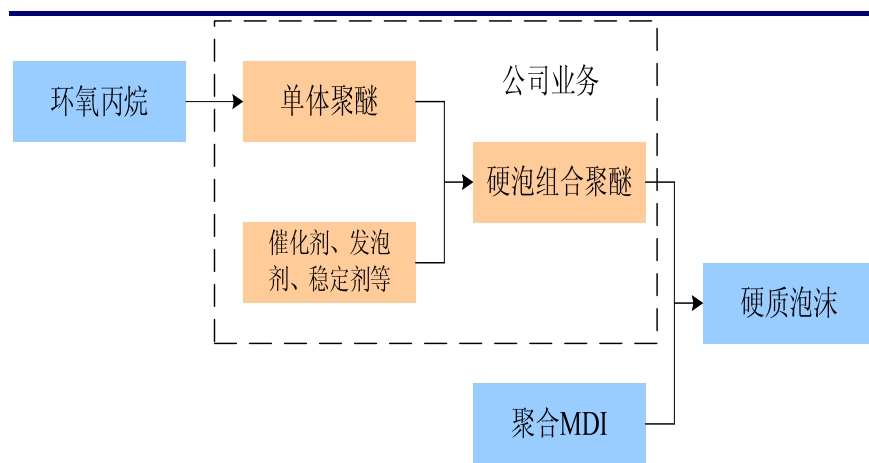


资料来源：公司定期报告

二、硬泡组合聚醚：成长空间依旧广阔

聚氨酯制品包括硬泡制品、软泡制品等，主要是由异氰酸酯和多元醇发泡而成，其中聚氨酯硬泡主要是由聚合 MDI（俗称黑料）和硬泡组合聚醚（俗称白料）发泡制成，其中 MDI 技术壁垒较高，生产垄断在全球几家主要的 MDI 生产企业手中，而硬泡组合聚醚的生产技术则较为简单，主要通过聚醚单体、发泡剂、催化剂、稳定剂等几种主要成份合成制的，生产门槛较低，但由于下游需求企业发泡要求复杂，对于生产企业技术服务要求较高，因此硬泡组合聚醚更多具有技术服务型行业的特征，要求生产企业提供多边的配方以适应生产需求。

图 2：硬质泡沫产业链



资料来源：华泰证券研究所

2.1、国内最大硬泡组合聚醚生产商

通用聚醚多元醇是我国工业化较早的品种之一，制造技术已经相当成熟，目前国内生产企业有 40 多家，但我国一直存在的问题是产品结构较为不合理，软泡比例较大导致软泡行业竞争激烈，而硬泡则生产相对集中，红宝丽主要生产硬泡聚醚多元醇以及硬泡组合聚醚，目前已是国内最大的硬泡组和聚醚生产商。

表 4：2006 年国内聚醚多元醇主要生产企业（单位：万吨）

生产企业	供应量	市场占有率
高桥石化	16	17.41%
中海壳牌	11	11.97%
天津三石化	7	7.62%
钟山石化	6.5	7.07%
山东东大	6	6.53%
天津大沽	4.4	4.79%
浙江太平洋	4.4	4.79%
锦西化工	4.2	4.57%
南京红宝丽	4	4.35%
镇江东昌	4	4.35%
常熟一统	4	4.35%
福建湄洲湾	3.3	3.59%
合计	91.9	

资料来源：维普资讯

表 5：2006 年国内主要硬泡组合聚醚生产企业（单位：万吨）

生产企业	产能	销量	市场占有率
南京红宝丽	4	2.9	9.5%
亨斯曼	2	1.4	4.8%
巴斯夫	2	1.3	4.5%
拜耳	2	1.3	4.5%
广东容威	2	1.2	4.1%
陶氏化学	2	1	3.4%
天津天寰	1.8	1.2	4.1%
广东浪腾	1.5	0.8	2.8%
山东东大	1	1.3	4.5%
其他	16.8	16.6	57.7%
合计	36.1	29	

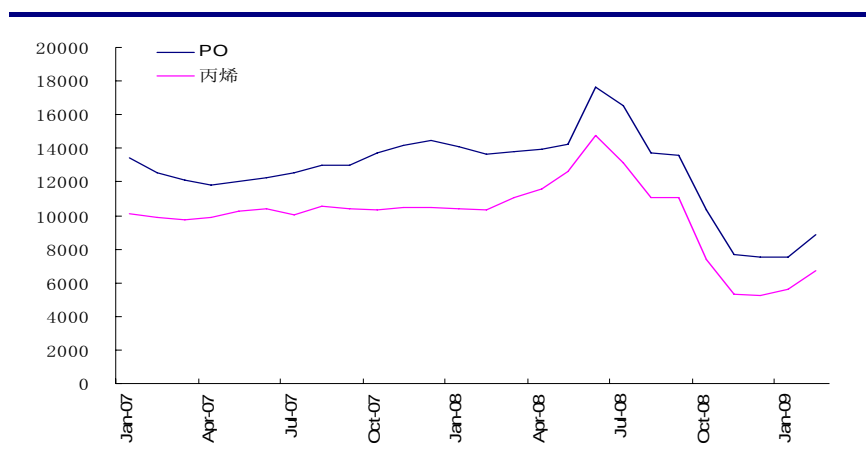
资料来源：维普资讯

公司的主要生产原料是环氧丙烷，目前年环氧丙烷需求量达到 8 万吨左右，而环氧丙烷价格则主要由丙烯价格决定。目前我国环氧丙烷的消费构成中，60%用于生产聚醚多元醇，21%用于生产丙二醇，随着中海壳牌、镇海炼化等 PO/SM 法环氧丙烷装置的生产，国内环氧丙烷供应逐步提升，价格也有回落的趋势。公司通过大量采购和规模化生产来降低原料成本和生产成本，与国内外竞争对手相比，成本优势明显。

同时，公司开发的生物多元醇技术能够有效降低对于环氧丙烷的原料依赖，环氧丙烷使用量可以降低 15%-35%，近年来公司环氧丙烷的消耗量逐年降低，植物油的比重不断上升，一方面减小了公司对环氧丙烷的依赖，更易于抵御其价格上涨对产品成本的影响；一方面也

提高了产品的环保性能，产品更具有持续的竞争力。

图 3：环氧丙烷及丙烯市场价格



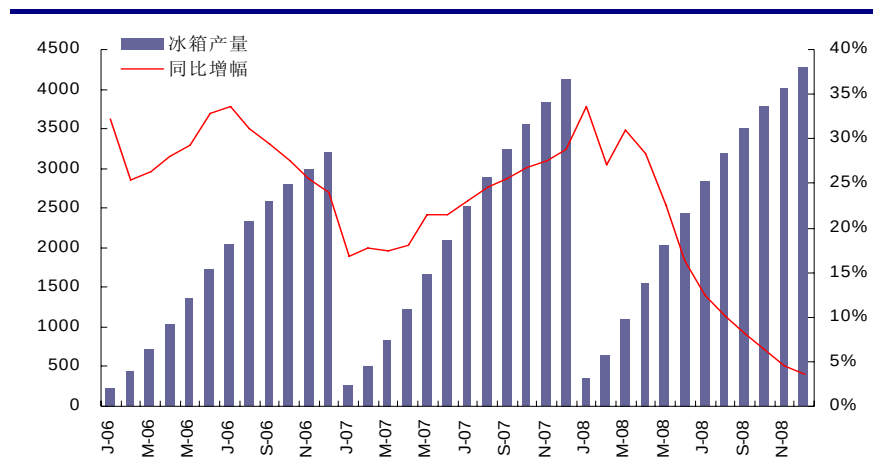
资料来源：隆众石化商务网

2.2、受益于家电下乡，硬泡组合聚醚市场依旧保持成长

目前，冰箱冰柜是国内硬泡组合聚醚最大的消费市场，占国内硬泡组合聚醚消费量的 58%，2002-2007 年中国冰箱冰柜行业的高速发展期，五年平均增幅达到 20%以上，从 2008 年开始这种增幅有逐渐回落趋势，2008 年全国冰箱产量增幅仅为 3.7%，这与世界经济增速下滑有很大关系，预计 2008 年全国冰箱冰柜行业使用硬泡组合聚醚重量在 17 万吨左右。

公司在硬泡组合聚醚领域占据国内市场总量的 10%左右，而在冰箱冰柜应用市场，公司 08 年能够占据 30%左右的市场份额，具有绝对的龙头地位。公司产品在同行业中质量优良，单体和硬泡组合聚醚可以针对客户的不同地域和季节进行调节，并在各大冰箱冰柜生产企业都派驻有技术人员，可以根据企业需求进行技术研发，公司产品的脱模效率高，有助于提高下游企业的生产效率。公司利用产品的优良品质，建立稳定的大客户群，目前主要面对新飞电器、美菱电器、科龙电器、海尔集团、三星电子、海信集团等冰箱冰柜制造企业销售，也是由于公司在硬泡脱模上的优异表现，成为韩国三星的唯一供应商。

图 4：中国冰箱产量状况



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

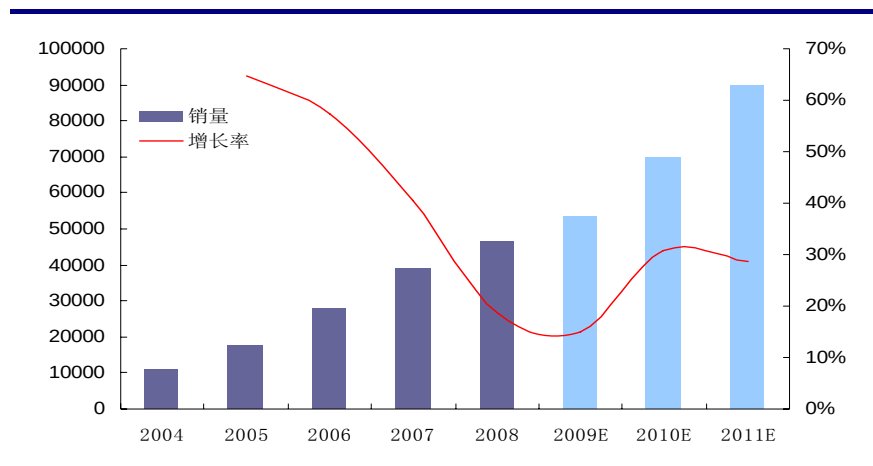
近期，国家有关家电下乡政策将推动冰箱冰柜行业的产量增幅的回升，目前我国农村的冰箱拥有率依旧较低，百户居民拥有 26.1 台。随着试点范围的进一步扩大，冰箱、冰柜制造商的销售将有望得到支撑，家电下乡政策将推动农村冰箱消费量增幅达 50% 以上，预计将拉动冰箱行业每年 700 万台左右的增长。按照平均每台冰箱消耗 3kg 组合聚醚计算，新增的组合聚醚需求达到 2.1 万吨/年。

2.3、现有装置潜力依旧，新装置将在09年底建成

公司现有硬泡组合聚醚生产能力 4 万吨，自 2004 年至今，公司组合聚醚销量不断增长，五年平均增长率达到 45%。由于募集资金项目建设期的推迟，公司在现有装置上挖掘潜力，由于下游主要生产企业在淡旺季的生产区别，公司主要利用在淡季生产备货的方式提高生产能力以满足市场需求，2008 年公司组合聚醚销量已经达到 4.65 万吨，预计 2009 年产量增幅将依旧能达到 15%，达到 5 万吨以上。

目前，公司的募集资金项目 5 万吨组合聚醚生产装置由于建设地点的改变，比原计划有所推迟，将在南京化工园进行建设，目前建设用地已经完成前期准备，生产设备也都基本订好货，预计将在 09 年二季度开始建设，09 年底完工。届时，公司的产能瓶颈压力将得以缓解，到 2011 年将完全达产。

图 5：公司硬泡组合聚醚销量状况



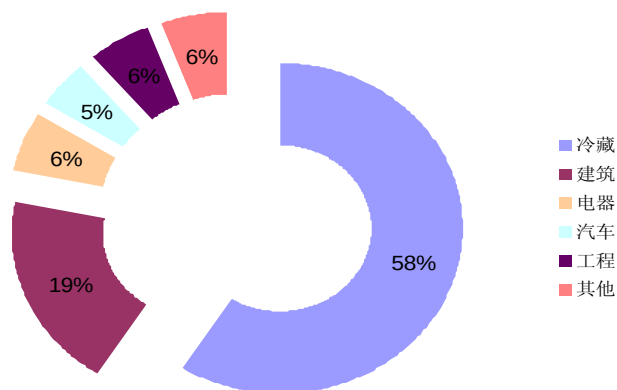
资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

2.4、组合聚醚未来市场空间依旧广阔

公司目前在冰箱、冰柜市场已经占据较大的市场份额，未来兴建 5 万吨产能可能会形成一定的销售压力，公司方面也充分认识到了这种市场压力，一方面公司依旧在不断开拓现有的冰箱冰柜市场，另一方面公司也在积极拓展市场领域，将市场从现有的冰箱冰柜保温材料向冷链、太阳能热水器等广义的保温市场推进。目前，公司产品已成功进入中集、马士基等集装箱生产企业使用，并获得了皇明太阳能的认可，这些都是未来公司市场进一步扩大的基石。

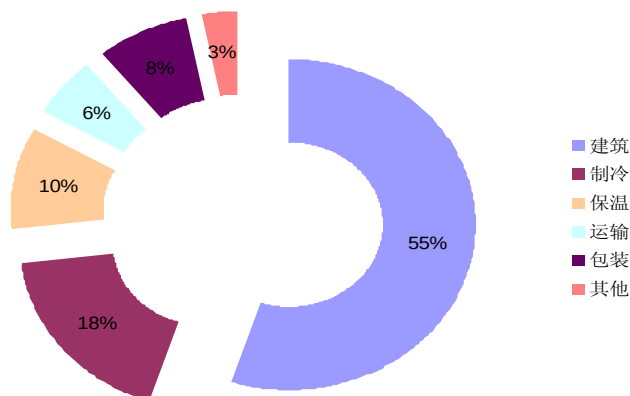
此外，建筑节能领域才是公司组合聚醚产品真正的“蓝海”。从美国市场来看，55%的聚氨酯硬泡主要用于建筑节能保温，而中国的聚氨酯硬泡最主要的市场依旧还是来自于冷藏行业，建筑需求只占到 19%。目前我国的建筑保温材料中聚氨酯材料只占到 10%，而聚苯乙烯占 80%。但从节能性能上来说，聚氨酯材料的保温性能是最高的，制约目前聚氨酯保温材料市场占有率的主要因素还是价格，目前市场聚氨酯保温板价格依旧在 100 元/平方以上，而聚苯乙烯板则为 70-80 元/平方。

图 6：中国硬泡聚醚主要消费领域



资料来源：公司定期报告、华泰证券研究所

图 7：美国硬泡聚醚主要消费领域



资料来源：公司定期报告、华泰证券研究所

聚氨酯保温板成本主要是受聚合 MDI 价格的制约，从目前的情况来看，中国的 MDI 行业已经逐步从严重依赖进口走向供需平衡，并有进一步过剩的趋势，目前聚合 MDI 价格已经从最高 2.5 万元/吨下降到了 1.3 万元/吨，这对于聚氨酯保温材料的推广是较大利好，使聚氨酯保温板在市场竞争中的优势更加明显。随着建设部的《聚氨酯墙体施工导则》的一系列指导性文件的颁布，预计聚氨酯保温板将逐渐成为未来几年最主要的市场增长点，进而带动硬泡组合聚醚行业的快速增长。公司也在这方面做好了产业布局的准备，正在高淳经济开发区洽谈征地事宜，积极进行聚氨酯保温板和保温构件的技术和产能储备，一旦国内保温板市场打开，就可以迅速进入这一市场，依托现有和未来的硬泡组合聚醚产能优势占据市场空间。

三、异丙醇胺：逐渐成熟的广阔市场

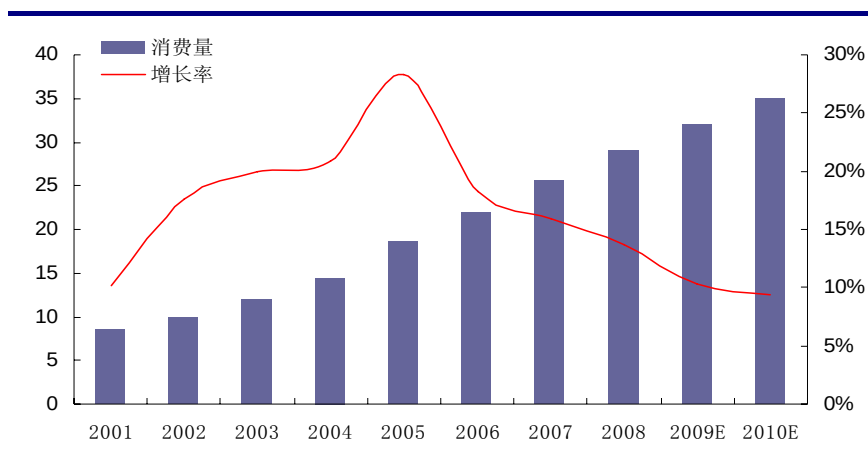
异丙醇胺是含有一个胺基的丙醇系化合物，根据羟基的构成划分，包括一异丙醇胺（MIPA）、二异丙醇胺（DIPA）、三异丙醇胺（TIPA）。异丙醇胺的化学性能和乙醇胺很相似，同样都包括氨基和羟基，两个官能团的存在是这种产品同时具有胺和醇的综合性能。现对于乙醇胺而言，异丙醇胺对皮肤、眼睛等无刺激、油溶性大、在空气中稳定，洗涤、增粘、发泡、稳定发泡等性能要高，因此是较好的替代物，在欧美主要发达国家都已经禁止使用乙醇胺。

异丙醇胺产品由于其独特的物理、化学性质，在化学工业中有着极其广泛的应用，目前所涉及的行业主要有：工业表面活性剂，合成洗涤剂，纺织、印染助剂，乳化剂，酸性气体吸收剂，油墨助剂，石油添加剂，农药、医药中间体，皮革油剂，钢铁防锈剂，发动机除碳剂，混凝土减水、增强剂，电镀添加剂，金属热处理剂，切削液，毛发蓬松剂，聚氨酯橡胶硫化剂、交粘剂等。

3.1、市场需求空间广阔

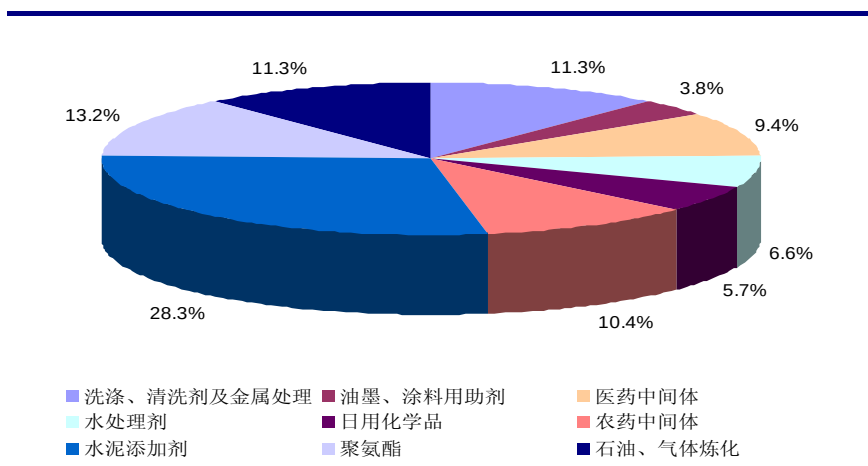
醇胺类产品以优良的性能在全球范围内得到广泛应用，2006 年全球烷醇胺类的总消费量大约在 330 万吨左右，其中，异丙醇胺仅占消费量 7%左右，乙醇胺占消费量 70%以上。因此从替代性上来说，未来随着世界对于环境因素的越来越重视，异丙醇胺出了下游市场的开发以外，对于乙醇胺市场的替代也是一个较大的市场。近五年来世界异丙醇胺消费量增速平均在 20%左右，预计未来政府至少还将保持在 10%以上，基于这一预测，到 2010 年全球异丙醇胺需求将达到 30 万吨以上，市场需求空间广阔。

图 8：世界异丙醇胺消费状况



资料来源：国研网、华泰证券研究所

图 9：2010 年中国异丙醇胺主要量预测



资料来源：国研网、华泰证券研究所

3.2、公司异丙醇胺产能全球第三、亚洲第一

异丙醇胺的生产和乙醇胺类似，通常为环氧丙烷和氨在液相中进行反应，有连续法和间歇法两种。中国异丙醇胺生产起步晚，直至二十世纪八十年代中期，南京炼油厂和四川天然气研究所共同研究开发的二异丙醇胺脱硫新技术获得成功，因它具有脱硫适用范围广、脱硫活性高、脱硫净化度高等优点，而被中国石油化工总公司在系统内大力推广使用，促使二异丙醇胺需求陡增，这引起了国内生产厂家的重视。上海助剂厂率先开发成功了 25%氨水合成工艺，此后，高桥石化三厂、常州中兴石化助剂厂、常州助剂厂、四川长寿染料厂、辽阳安庆化工厂等企业也用此法生产异丙醇胺，生产规模 200~800t/a 不等。但由于 25%氨水流程固有的缺陷，其生产过程中要脱去大量水分，致使能耗居高不下。而且当时生产产生的三异丙醇胺约占异丙醇胺总量的 20~25%，由于市场对三异丙醇胺需求不大，导致三异丙醇胺大量积压，从而极大地困扰了生产厂家。由于上述原因，上海助剂厂、高桥石化三厂等企业被迫停产。因此，研究开发生产低能耗、高产出、高性能、又环保的异丙醇胺生产技术成了我国异丙醇胺业发展的首选课题。

而公司的异丙醇胺研制也充满了传奇性，最初是作为聚醚生产过程中的清洗剂开始研究，经过 7 年的研究，开发出的高压超临界流合成异丙醇胺生产新工艺，达到世界先进水平，填补了国内空白，并获得国家发明专利。公司的连续高压超临界合成法可根据一、二、三异丙醇胺三种产品销售结构的不同，灵活调整工艺参数，既能充分满足市场需求，又能控制产品在不同销售结构下，综合生产成本最低。

表 6：世界主要异丙醇胺生产企业

公司	产能	技术路线
----	----	------

德国巴斯夫	5	连续高压高浓度氨水法
美国陶氏	2.5	连续高压高浓度氨水法
红宝丽	2	连续高压超临界合成法
德国拜耳	1.5	连续高压高浓度氨水法
英国壳牌	1	连续高压高浓度氨水法
英国 ICI	0.5	连续高压高浓度氨水法
抚顺佳化	0.15	间歇时低压氨水法
常州巨顺化工	0.05	间歇时低压氨水法
常州中兴石油助剂厂	0.05	间歇时低压氨水法
浙江大学化工厂	0.05	间歇时低压氨水法

资料来源：华泰证券研究所

公司从 2001 年 500 吨中试装置投产后，生产规模和销售规模在逐年扩大，2005 年开始建设 2 万吨装置，并于次年年初建成投产，装置开工率在近年不断提升，2008 年产量 1.4 万吨，开工率已经达到了 70%，公司计划在 2009 年将开工率提升到 90%，生产异丙醇胺 1.8 万吨，预计 2010 年以后装置将实现满负荷运行。

公司的异丙醇胺产品纯度和色泽已达到国际先进水平，能够满足电子级试剂原料的市场要求，并也巴斯夫、拜耳等国际企业为竞争对手，逐步凭借产品质量扩展国际市场，公司已经进入了一些巴斯夫这样巨头的传统市场，如壳牌新加坡炼厂的炼油助剂等，2008 年出口量达到 1 万吨。

公司 2 万吨异丙醇胺新装置于 2006 年 1 月建成投产，并关闭了在高淳中试装置。2006 年装置开工率为 40% 左右，到 2007 年超过 50%，经过 2006 年和 2007 年的运行，装置逐步稳定，产品纯度和色泽已达到国际先进水平，能够满足电子级试剂原料的市场要求，2008 年装置开工率达到 70% 左右，异丙醇胺产销量达到 1.4 万吨左右，我们预测 09 年和 10 年生产装置将能满负荷运行。

四、水泥外加剂：培育中的新增市场

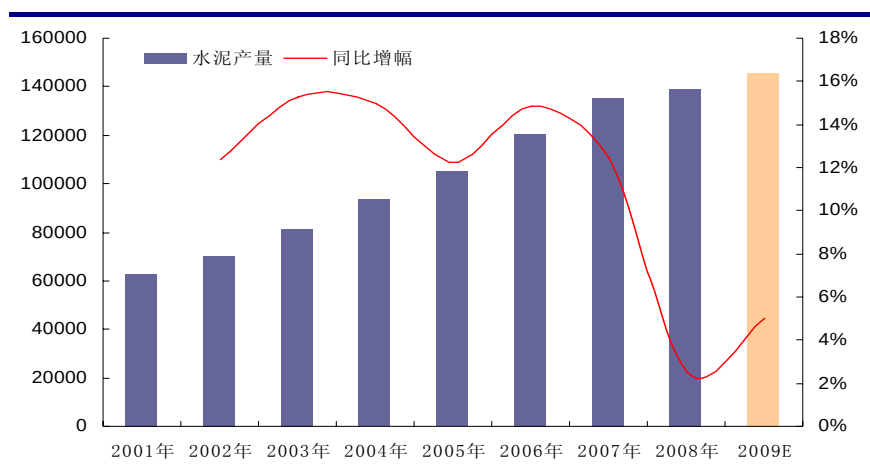
水泥外加剂是三异丙醇胺的主要下游用途之一，在水泥和混凝土中，三异丙醇胺在分散性、引气性方面具备良好的性能，在混凝土添加剂中作为助剂，有早强剂、分散剂等作用，而且在混凝土的耐久性方面也有很大的贡献。

早期用于水泥外加剂的醇胺类化合物主要是三乙醇胺，由于三异丙醇胺的分散性和后期强度均优于三乙醇胺，随着水泥行业的发展和竞争的加剧，三异丙醇胺在水泥外加剂中的应用得到了飞速发展。在国内外，三乙醇胺在水泥外加剂领域的主导地位已经逐渐为三异丙醇胺所代替，拉法基等全球较大的水泥生产商都已经开始批量使用三异丙醇胺作为水泥外加剂。

未来几年水泥行业将受益于基础建设投资的拉动，对于水泥外加剂需求也将产生较大的带动作用，而且基础设施建设对于水泥强度的要求使三异丙醇胺作为水泥外加剂替代乙醇胺的市场也在不断加大。2008年全国水泥产能达到14亿吨，未来几年的水泥产量还将保持5%以上的增速。按照万分之一添加量计算，全国水泥行业对于水泥外加剂需求量在15万吨左右，考虑其中以异丙醇胺为原料的水泥外加剂占30%比例计算，需求量达到4万吨以上，市场空间广阔，即使全国水泥产量只有50%添加外加剂，对于异丙醇胺水利外加剂需求量也达到2万吨。

目前，公司是全国唯一的一家拥有异丙醇胺生产能力的外加剂生产企业，拥有外加剂产能1万吨，2008年销售水泥外加剂4000吨，主要客户包括华新阳新、盘固下桥、上海联合、华新水泥、盘固水泥、上海联合、江南小野田、华润水泥、金隅琉璃河水泥、烟台三菱水泥等，预计随着全国水泥行业并购重组进程的深入，产品替代升级进度将加快，公司的市场前景广阔。即使未来以三异丙醇胺为原料的水泥外加剂市场打开，竞争加剧，公司也可以通过直接销售原料的方式从中获益。

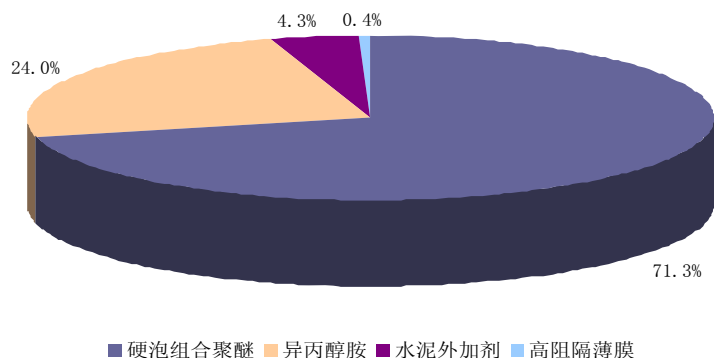
图 10: 中国水泥产量数据



资料来源：国研网、华泰证券研究所

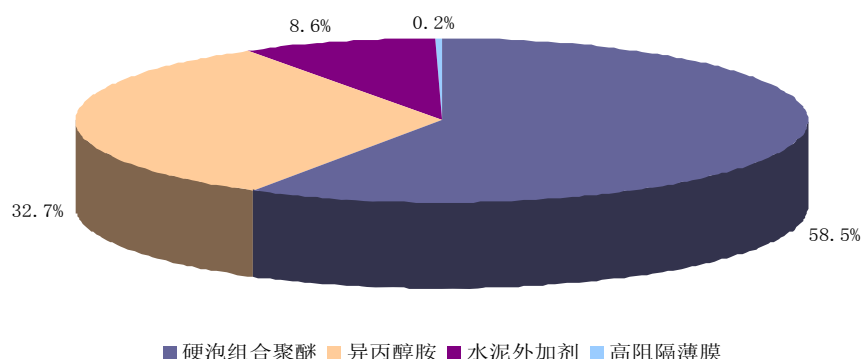
五、公司优势显著

图 11: 2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司定期报告

图 12: 2008 年公司主营业务利润构成



资料来源：公司定期报告

5.1、服务体系领先

与聚氨酯行业的 MDI、TDI 等产品生产状况不同，组合聚醚是技术服务性质很强的产品，复杂多变的生产工艺要求组合聚醚生产商针对下游生产的要求提供完善的技术配套服务，公司正是依靠在这方面的做主服务体系获得了国内市场日增的市场占有率。公司市场部 60 余人中，技术服务人员就占一半，公司的主要客户中均有公司派出的技术服务人员驻厂服务，跟踪客户冰箱生产中的发泡全过程，同时监控客户组合聚醚的库存变化，随时保证客户的生产需要；同时还能根据客户的具体情况，针对客户不同需求作出快速反应，将售后技术服务前移至售前技术推进，将公司技术创新优势转化为市场竞争优势。

5.2、产品毛利基本稳定



公司硬泡组合聚醚产品与主要客户采用的都是“生产成本+适当加工费”的定价方式，一般都是在环氧丙烷价格变动后对产品价格作适当调整。这种方式基本上也都能得到主要客户的接受，也能保证公司的合理利润空间，因此公司的业务毛利基本上随着环氧丙烷的价格呈现同步的相应价格变化。08年二季度在环氧丙烷达到价格最高峰时，公司的整合业务毛利水平也相应达到上市以来的最低水平14.28%，随后在环氧丙烷价格迅速回落的三季度，组合聚醚价格适当反映前期成本的高涨，只是公司综合毛利迅速回升到22%，这一毛利在四季度才回落到正常水平。可以判断，在目前公司组合聚醚依旧占主营业务收入较大比重的背景下，未来毛利依旧将维持在18%左右的正常水平区间波动。

六、风险分析

环氧丙烷价格波动风险：环氧丙烷是公司产品的主要原料，尽管我们预测在未来一点时间内，原油价格保持低位将确保环氧丙烷价格维持在较低水平，但环氧丙烷的价格突发性波动将导致公司毛利率的变化。

政策变动风险：公司未来市场状况的预测部分基于国家的有关产业政策支撑政策，如家电下乡、基础设施投资等，这些政策的实施效果将对公司实现业绩产生较大的恶影响。

客户集中风险：公司的组合聚醚产品客户较为集中，对新飞电器、美菱电器、科龙电器、三星电子、海信集团等冰箱冰柜制造企业销售比例较高，过分依赖这些大客户也给公司的发展带来一定的风险，一旦这些客户经营出现较大波动将直接影响对公司产品的需求。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	450	529	718	814
现金	189	222	306	346
应收账款	82	90	122	141
其它应收款	3	4	5	6
预付账款	11	21	29	31
存货	60	103	128	143
其他	106	88	128	148
非流动资产	193	337	417	505
长期投资	0	0	0	0
固定资产	127	224	283	342
无形资产	63	85	108	134
其他	3	29	26	29
资产总计	643	866	1135	1319
流动负债	174	286	440	446
短期借款	100	179	315	306
应付账款	34	46	59	67
其他	40	61	66	73
非流动负债	6	23	44	64
长期借款	0	20	40	60
其他	6	3	4	4
负债合计	180	310	483	510
少数股东权益	15	22	31	42
股本	113	113	158	158
资本公积	182	182	137	137
留存收益	154	240	327	473
归属母公司股东权益	448	534	621	768
负债和股东权益	643	866	1135	1319

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	97	99	72	154
净利润	72	93	130	158
折旧摊销	12	9	14	18
财务费用	12	12	16	19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-6	-14	-91	-42
其它	5	-2	3	1
投资活动现金流	-45	-152	-94	-106
资本支出	45	130	70	80
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-22	-24	-26
筹资活动现金流	-78	87	106	-8
短期借款	-10	79	136	-9
长期借款	0	20	20	20
普通股增加	38	0	45	0
资本公积增加	-38	0	-45	0
其他	-68	-12	-50	-19
现金净增加额	-26	33	84	40

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	890	979	1313	1521
营业成本	735	797	1064	1223
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	17	19	25	29
管理费用	34	38	51	59
财务费用	12	12	16	19
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	89	109	151	185
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	90	110	153	186
所得税	18	16	23	28
净利润	72	93	130	158
少数股东损益	5	7	9	11
归属母公司净利润	67	86	120	147
EBITDA	113	130	182	221
EPS (元)	0.60	0.77	0.76	0.93

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	20.8%	10.0%	34.1%	15.8%
营业利润	3.8%	22.7%	39.2%	22.0%
归属于母公司净利润	20.1%	28.8%	39.4%	21.8%
获利能力				
毛利率	17.4%	18.5%	19.0%	19.6%
净利率	19.6%	7.5%	8.8%	9.2%
ROE	15.0%	16.2%	19.4%	19.1%
ROIC	21.4%	19.3%	20.3%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	28.0%	35.7%	42.6%	38.6%
净负债比率	55.62%	64.30%	73.45%	71.82%
流动比率	2.59	1.85	1.63	1.83
速动比率	2.24	1.49	1.34	1.50
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.30	1.31	1.24
应收账款周转率	11	11	12	11
应付账款周转率	20.08	19.96	20.28	19.47
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.77	1.07	1.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	0.88	0.64	1.37
每股净资产 (最新摊薄)	3.98	4.75	5.52	6.82
估值比率				
P/E	28.07	21.80	21.89	17.97
P/B	4.20	3.52	4.24	3.43
EV/EBITDA	16	14	10	8