

蓝星新材(代码 600299.SH)

主业逐步好转，关注资产注入

——蓝星新材（600299）调研报告

刘威
86 10 5836 2155

投资要点：

● 公司主要业务：重点发展四大新材料产业链

公司目前重点发展四大新材料产业链：有机硅产业链、苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链，工程塑料产业链，合成橡胶产业链。

● 有机硅：逐步向下游发展

公司目前有有机硅单体 20 万吨，有机硅下游产品 4 万吨，公司原来计划在天津新建的 20 万吨有机硅单体，15 万吨下游产品，欲搬到江西。投产时间将会延迟，预计分别于 2011 年、2010 年中期投产。新项目将会采用罗地亚技术，重点发展下游产品，预计公司、产品质量、盈利能力都将会有所提升。

● 苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂：产能过剩，向风电级环氧树脂发展

环氧树脂 2008 年底国内产能已达 120 万吨，继续增长 20%左右，而国内需求量仅为 70 万吨左右，国内，国际需求低迷，目前行业整体开工率仅为 60%左右。我们认为在产能过剩严重的情况下，环氧树脂盈利能力仍难以改善。公司目前环氧树脂 9.5 万吨/年，已经满负荷生产。风电级环氧树脂的利润要高出普通级环氧树脂 1 倍左右，公司目前也正致力于风电级环氧树脂的研制和生产，但目前仍没有大规模生产，风电级环氧树脂是公司未来发展的方向。

● 工程塑料：成本下降，盈利回升

目前公司有 PBT 产能 8.6 万吨，PPE 产能 1 万吨。PBT 可广泛地用于电子电器工业和汽车工业。如可做低压电器开关、交流接触器底座，电焊机调谐器、显像管等。PBT 树脂价格相对稳定而上游 PTA 和 BDO 原料同比大幅下跌，使得公司 PBT 树脂的盈利空间大为提升。

● 关注集团资产注入

蓝星集团主要资产包括沈阳化工、蓝星清洗、蓝星新材三家上市公司，法国安迪苏蛋氨酸、罗地亚有机硅、澳大利亚凯诺斯三块海外资产，还包括 5.5 万吨 BDO 项目，4 万吨聚甲醛项目。还包括在建的 MDI、TDI、PC、蛋氨酸等优质资产，黑石集团入主蓝星集团将加快蓝星集团整体上市的步伐，蓝星集团必然要在合适的时间将优质资产注入蓝星新材，使公司发展逐步壮大。

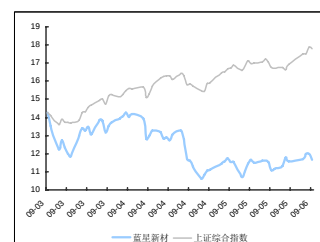
● 盈利预测及估值

不考虑集团资产注入，预计公司 09-10 年业绩分别为 0.04，1.01 元，我们认为 09 年将会扭亏为盈，随着 09 年公司产能大幅释放，以及产品盈利能力逐步回升，公司 10 年业绩将会大幅提升。我们给予公司 10 年 15 倍 PE，公司目标价 15 元，给予公司“买入”评级。

(百万元,元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	7900	8017	7063	9114	9843
EBITDA(百万元)	988	460	843	1597	1786
净利润	418	-154	19	528	411
摊薄 EPS(元)	1.04	-0.29	0.04	1.01	0.79
PE(X)	11.2	-39.7	328.5	11.6	14.8
EV/EBITDA(X)	7.0	22.1	11.7	8.0	7.8
PB(X)	1.5	1.9	1.9	1.6	1.5
ROIC	8.53%	1.15%	2.89%	6.36%	5.99%

评级：买入
上次评级：首次评级
目标价格：¥15
当前价格：¥11.67
2009.06.05

单季度业绩	元/股
1Q/2009	-0.29
2Q/2009	-0.18
3Q/2009	-0.03
4Q/2009	0.04



公司简介

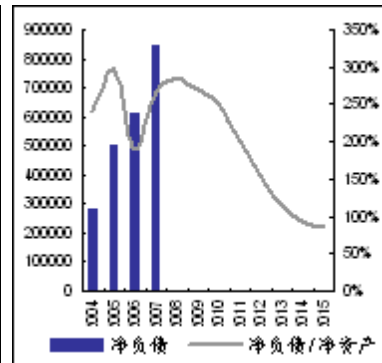
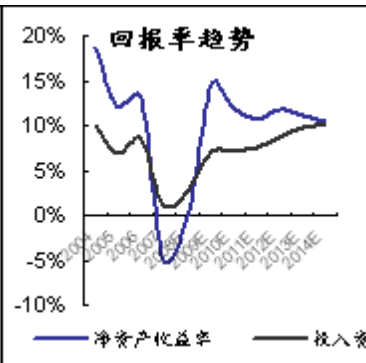
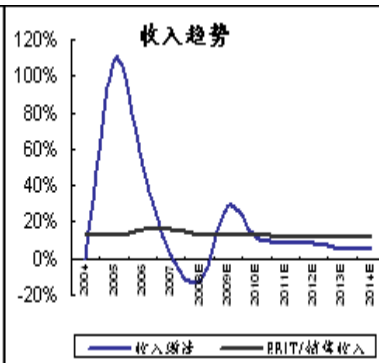
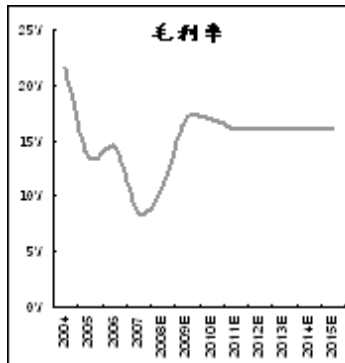
公司于 2000 年 4 月 20 日在上海证券交易所挂牌上市交易。本公司主要经营有机硅产业链、苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链，工程塑料产业链，合成橡胶产业链，化工机械设备等的生产和销售。

相关报告

2、三大表												
资产负债表						利润表（百万元）						
	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E		2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	
货币资金	1313	1476	1301	1678	1880	营业收入	7900	8017	7063	9114	10207	
应收票据	428	229	202	261	292	营业成本	6757	7334	6295	7577	8486	
应收账款	222	303	267	345	386	营业税金及附加	36	29	23	30	34	
预付款项	611	541	541	541	541	销售费用	106	137	106	137	153	
其他应收款	66	72	63	82	92	管理费用	291	440	353	456	510	
存货	1269	1664	1429	1720	1926	财务费用	190	230	301	343	382	
其他流动资产	3	206	206	206	206	资产减值损失	23	85	0	0	0	
长期股权投资	46	118	118	118	118	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
固定资产	3672	3504	5081	6241	7141	投资收益	18	8	0	0	0	
在建工程	1021	2665	2082	1791	1646	汇兑收益	0	0	0	0	0	
工程物资	19	61	61	61	61	营业利润	514	-230	-15	571	642	
无形资产	602	682	639	595	551	营业外收支净额	6	107	10	100	0	
长期待摊费用	2	7	0	-7	-13	税前利润	519	-123	-5	671	642	
资产总计	9316	11557	11990	13632	14826	减：所得税	86	38	-1	107	103	
短期借款	2296	3371	3451	3865	4403	净利润	433	-161	-5	564	539	
						归属于母公司的净利						
应付票据	91	332	285	343	384	润	418	-154	-4	530	507	
应付账款	593	618	523	630	705	少数股东损益	15	-7	0	34	32	
预收款项	1057	1043	1043	1043	1043	基本每股收益	1.04	-0.29	-0.01	1.01	0.97	
应付职工薪酬	107	63	63	63	63	稀释每股收益	1.04	-0.29	-0.01	1.01	0.97	
应交税费	-4	20	20	20	20	财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	
其他应付款	405	577	577	577	577	成长性						
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	51.5%	1.5%	-11.9%	29.0%	12.0%	
长期借款	1066	1847	2347	2847	2847	EBIT 增长率	68.1%	-89.1%	269.3%	220.5%	12.0%	
预计负债	0	25	25	25	25	净利润增长率	103.1%	-136.7%	-97.2%	-12486.4%	-4.4%	
负债合计	6112	8420	8858	9936	10591	盈利性						
股东权益合计	3204	3137	3132	3696	4235	销售毛利率	14.5%	8.5%	10.9%	16.9%	16.9%	
现金流量表	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	销售净利率	5.3%	-1.9%	-0.1%	5.8%	5.0%	
净利润	433	-161	-5	564	539	ROE	13.0%	-4.9%	-0.1%	14.3%	12.0%	
折旧与摊销销	279	383	558	683	798	ROIC	8.53%	1.15%	2.56%	7.08%	7.21%	
经营活动现金流	446	345	1047	1309	1548	估值倍数						
投资活动现金流	-823	-1956	-1502	-1502	-1502	PE	11.2	-39.7	-1425.2	11.5	12.0	
融资活动现金流	1025	1695	279	571	156	P/S	0.6	0.8	0.9	0.7	0.6	
现金净变动	648	84	-176	378	201	P/B	1.5	1.9	1.9	1.7	1.4	
期初现金余额	584	1313	1476	1301	1678	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
期末现金余额	1232	1397	1301	1678	1880	EV/EBITDA	7.0	22.1	13.0	7.2	6.5	
DCF—WACC												
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT		7725.0	28528.1	91421.2	102391.8	101087.7	110722.4	116258.5	122071.5	128175.0	132020.3	135980.9
所得税		-2353.7	4564.5	14627.4	16382.7	15163.1	16608.4	17438.8	18310.7	19226.3	19803.0	20397.1
NOPLAT		59177.5	10078.7	23963.6	76793.8	86009.1	85924.5	94114.0	98819.7	103760.7	108948.8	112217.2
营运资金净变动		21417.0	-973.6	16716.7	-28097.7	-17210.3	-13786.7	-13953.3	-9418.5	-9889.4	-10383.9	-6541.8
资本支出		-151700.8	-150200.0	-150200.0	-150200.0	-5200.0	-5200.0	-5200.0	-5200.0	-5200.0	-5200.0	-5200.0
自由现金流		-104280.7	-53759.9	-33192.4	-1557.2	152729.8	163908.4	174908.4	180439.8	185845.8	193494.1	197101.6

WACC	9.1%	Ke	11.5%
永续增长率	1%	Kd	7.4%
终值	93118.8	t	16%
企业价值	1879951.1	Rf	4%
非核心资	141865.0	E(Rm)	0.1075
债务价值	631736.66	Rm - Rf	6%
股权价值	1248214.4	D/A	50.9%
股本	52270.76	E/A	49.1%
每股价值	23.88	Beta	1.12

估值		g				
WACC		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
	6.94%	33.90	36.27	39.05	42.33	46.27
	7.44%	30.40	32.38	34.66	37.32	40.47
	7.94%	27.36	29.02	30.91	33.10	35.66
	8.44%	24.69	26.09	27.69	29.51	31.61
	8.94%	22.33	23.53	24.88	26.41	28.16
	9.44%	20.23	21.26	22.41	23.71	25.18
	9.94%	18.35	19.24	20.23	21.34	22.59

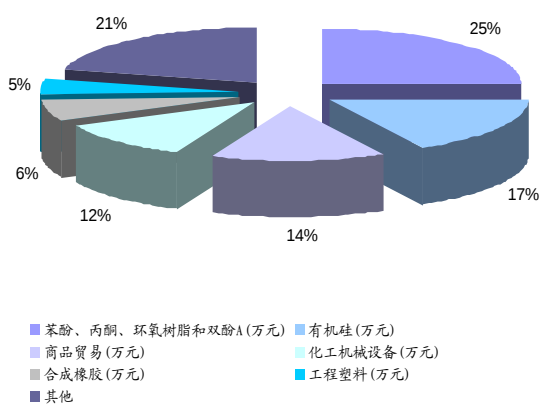


1. 公司简介

1.1. 主营化工新材料业务

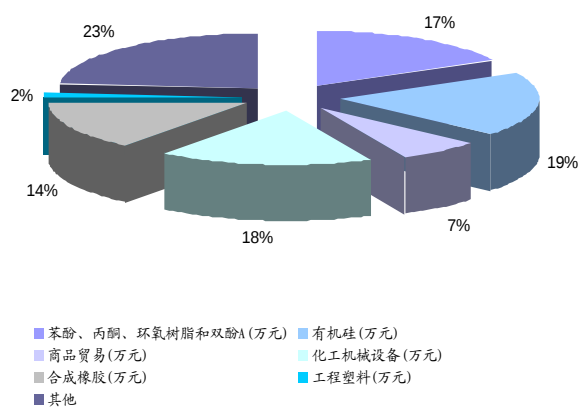
蓝星化工新材料股份有限公司于 1999 年 5 月 31 日成立，是由中国蓝星(集团)股份有限公司作为主要发起人，与化工部北京橡胶工业研究设计院、化工部连云港设计研究院、化工部合成材料研究院和国营长风机器厂共同发起设立的股份有限公司，注册地为中华人民共和国北京市。公司于 2000 年 4 月 20 日在上海证券交易所挂牌上市交易。本公司主要经营有机硅产业链、苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链，工程塑料产业链，合成橡胶产业链，化工机械设备等的生产和销售。

图 1. 公司收入结构（08 年年报）



资料来源：公司公告

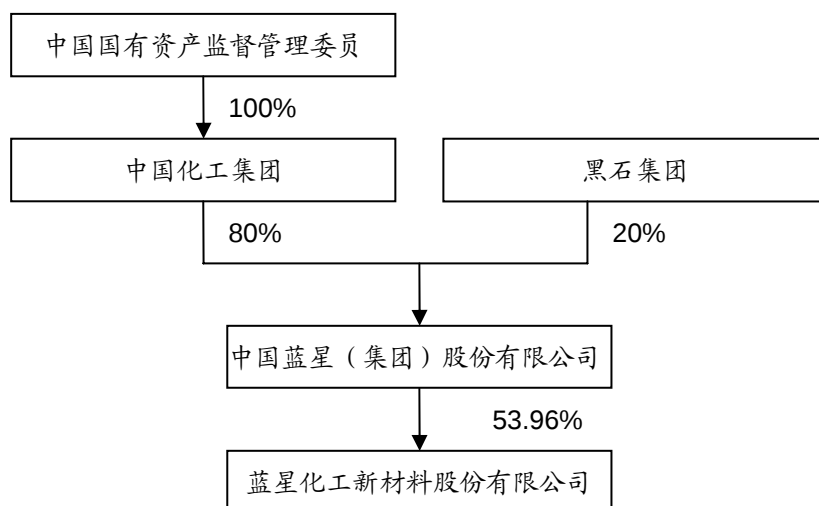
图 2. 公司毛利结构（08 年年报）



资料来源：公司公告

1.2. 公司股权结构

图 3. 公司股权结构图



资料来源：公司公告

截至 2009 年 5 月 26 日，公司总股本为 52271 万股，其中有限售条件股份计 25117 万股，占总股本的 48.05%。公司控股股东为中国蓝星集团股份有限公司，其持有公司 53.96% 的股份，2007 年 12 月，国家发展改革委核准了中国蓝星（集团）总公司整体重组改制，并通过增资扩股方式引入美国黑石集团作为战略投资者的项目，2008 年 10 月，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。中国国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。

2. 公司业务分析：重点发展四大新材料产业链

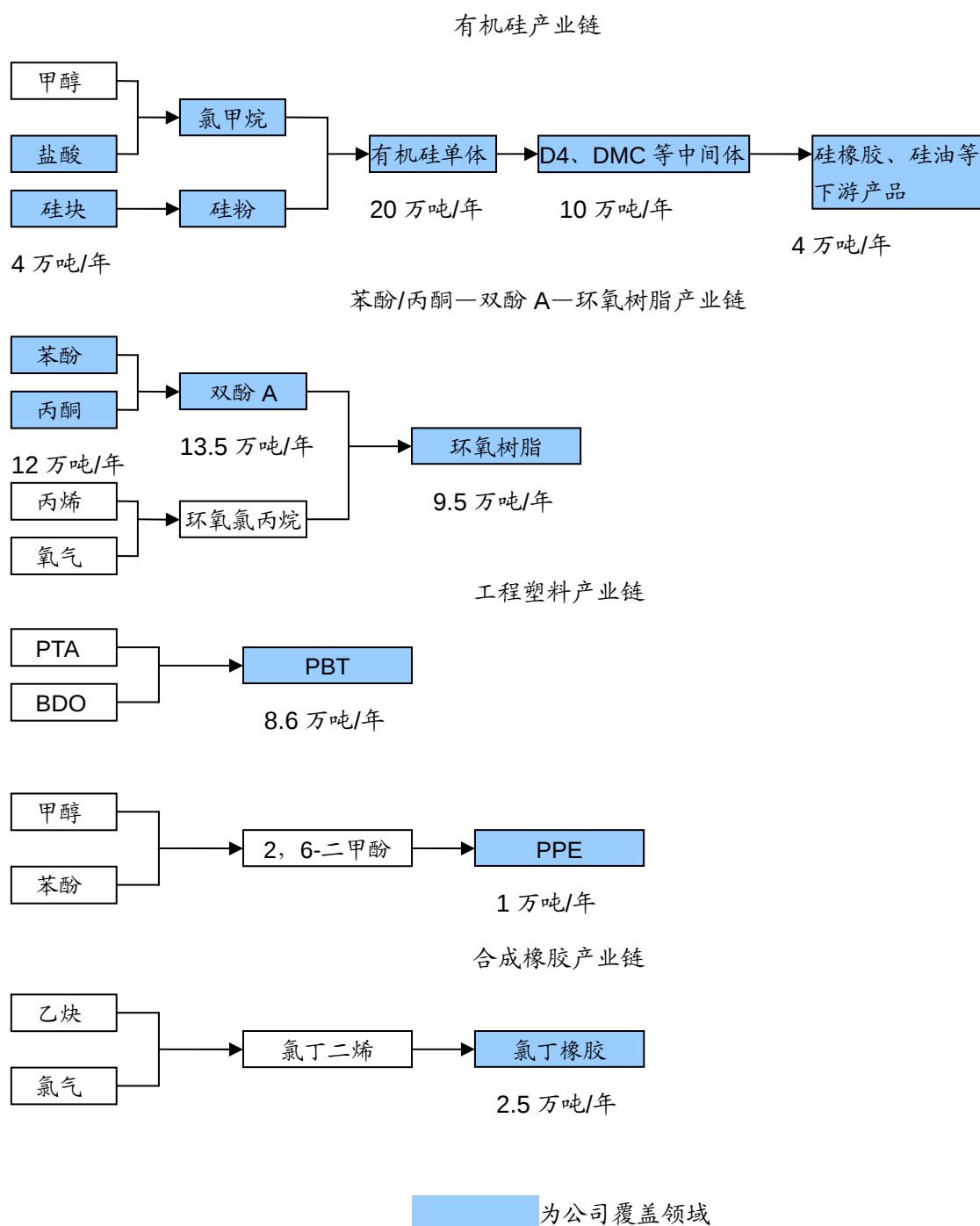
蓝星材料始终致力于化工新材料事业的发展，已成为中国有机硅、双酚 A、特种环氧树脂、彩色显影剂、PPE 工程塑料的最大生产商，公司目前重点发展四大新材料产业链：有机硅产业链、苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链，工程塑料产业链，合成橡胶产业链，此外公司还从事化工机械设

表 1：公司主要产业链产能及扩张情况

产业链	项目	目前产能	新增产能	股权比例	投产时间	开工状况
有机硅产业链	兰州工业硅	2.5	2.5	100%	09 年底	正常运转
	江西有机硅单体	20	10	100%		进行技改，目前开工率
	江西有机硅下游	4		100%		90%左右
	在建有机硅单体		20	100%	11 年	借助罗迪亚技术，原计划
	在建有机硅下游		15	100%	10 年中期	在天津建，欲搬到江西
苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链	哈尔滨苯酚/丙酮	12		100%		外售，目前满负荷运转
	无锡双酚 A	4.5		100%		自用，两套装置，只开 2.5 万吨
	南通双酚 A	9		100%		市场不好 停产
	无锡环氧树脂	4		100%		满负荷运转
	南通电子级环氧树脂	5.5		100%		正常运转
工程塑料产业链	南通 PBT	8.6		100%		正常运转
	山西 PPE	1		100%		改性能力较差，开工率很低
合成橡胶产业链	大同氯丁橡胶	2.5		96.50%		正常运转

资料来源：渤海证券研究所

图 4.公司主要产品产业链



资料来源：渤海证券研究所

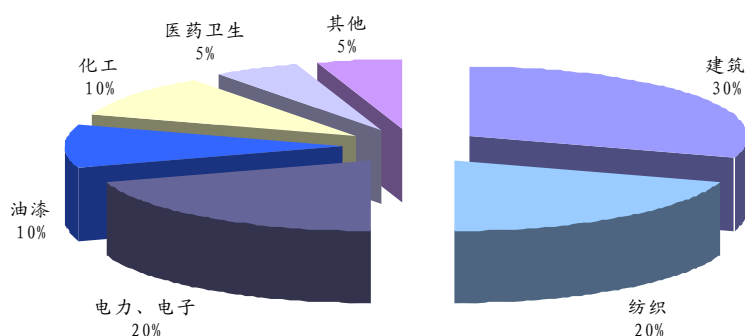
2.1. 有机硅产业链：逐步向下游发展

2.1.1 有机硅简介

有机硅化合物，是指含有 Si-O 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物，其中，以硅氧键（-Si-O-Si-）为骨架组成的聚硅氧烷，是有机硅化合物中为数最多，研究最深、应用最广的一类，约占总用量的 90% 以上。由于有机硅独特的结构，兼备了无机材料与有机材料的性能，具有表面张力低、粘温系数小、压缩性高、气体渗透性高等基本性质，并具有耐高低温、电气绝缘、耐氧

化稳定性、耐候性、难燃、憎水、耐腐蚀、无毒无味以及生理惰性优异特性，广泛应用于航空航天、电子电气、建筑、运输、化工、纺织、食品、轻工、医疗等行业。

图 5.有机硅下游用途



资料来源：中国风能协会

有机硅产业链分为单体、中间体、深加工产品及等环节。目前整个行业的趋势是：有机硅单体是有机硅工业的基础，而高附加值的有机硅下游产品则是整个产业链中最赚钱的部分，也是技术壁垒最高的领域。

表 2：有机硅产业链情况

有机硅单体	制备硅油、硅橡胶、硅树脂以及硅烷偶联剂的原料是各种有机硅单体，由几种基本单体可生产出成千种有机硅产品。有机硅单体主要有：甲基氯硅烷（简称甲基单体）、苯基氯硅烷（简称苯基单体）、甲基乙烯基氯硅烷、乙基三氯硅烷、丙基三氯硅烷、乙烯基三氯硅烷、γ-氯丙基三氯硅烷和氟硅单体等。其中甲基氯硅烷最重要，其用量占整个单体总量的90%以上，其次是苯基氯硅烷。
有机硅中间体	有机硅单体通过水解（或醇解）以及裂解制得各种不同的有机硅中间体，有机硅中间体是合成硅橡胶、硅油、硅树脂的直接原料，包括六甲基二硅氧烷（MM）、六甲基环三硅氧烷（D3）、八甲基环四硅氧烷（D4）、二甲基环硅氧烷混合物（DMC）等线状或环状硅氧烷系列低聚物，
深加工产品	由中间体通过聚合反应，并添加各类无机填料或改性助剂制得有机硅产品。深加工产品包括硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂，硅橡胶、硅油一般由中间体通过聚合反应，并添加各类无机填料或改性助剂制得。

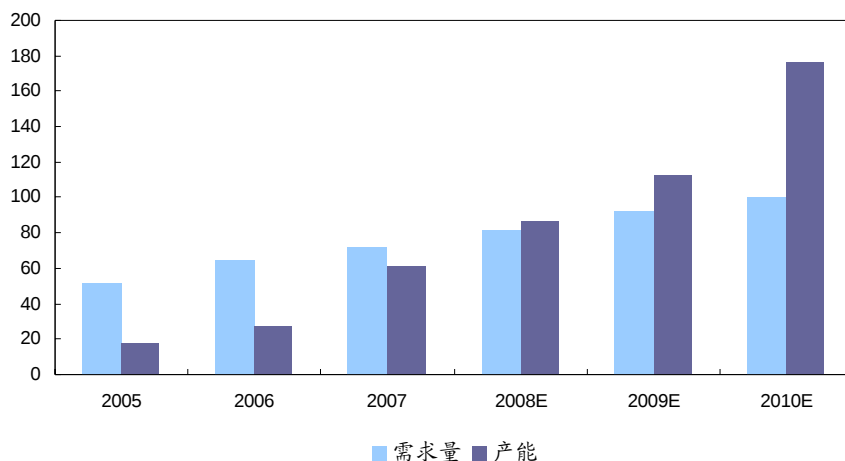
资料来源：渤海证券研究所

2.1.2 单体过剩，下游产品是发展重点

有机硅单体较高的利润率吸引国内企业纷纷上马有机硅单体装置。中国甲基硅氧烷生产规模的

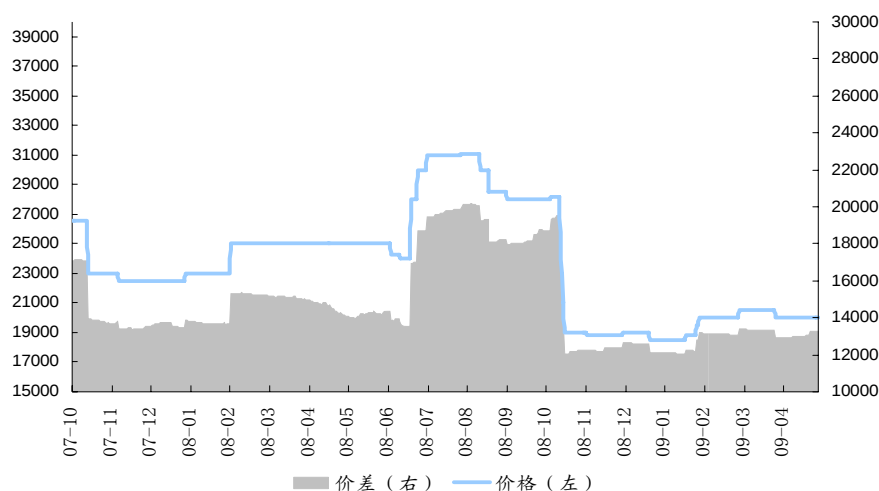
急剧扩大，甲基氯硅烷生产企业数量的快速增加，目前，我国有机硅单体产能已经过剩，行业竞争激烈，多数企业处于亏损的状态，我们认为随着下游建筑、纺织、电子电气等行业需求回升，以及国内针对有机硅进行反倾销措施，将使有机硅盈利能力逐步好转。

图 6.我国有机硅单体产能过剩



资料来源：渤海证券

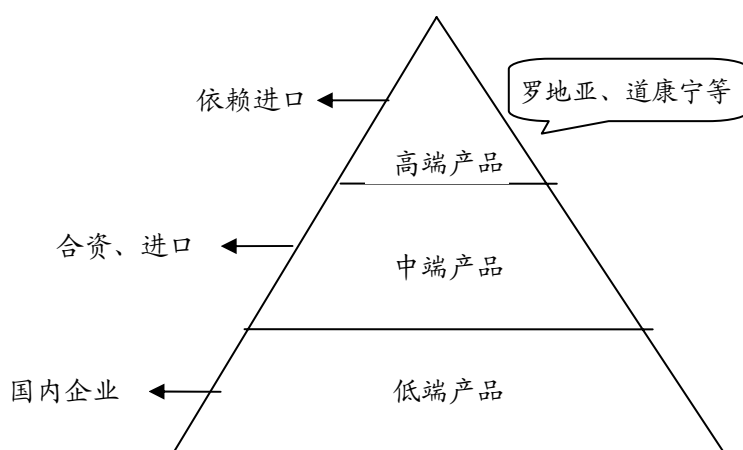
图 7.有机硅价格、价差底部回升



资料来源：渤海证券

与国际巨头相比，我国有机硅下游产品研发实力还很薄弱，在相当多的高新技术应用领域，国内仍以采用国外公司提供的产品为主，有机硅下游产品则是整个产业链中最赚钱的部分，一般有机硅单体、中间体经过后续加工后，其附加值可提高 5 至 7 倍，且其下游产品品种繁多，可适应不同市场需要。因此，开发生产有机硅下游产品是我国企业未来重点发展方向。

图 8.我国有机硅产业竞争结构



资料来源：渤海证券

2.1.3 公司借助罗地亚技术，重点发展下游产品

公司目前有有机硅单体 20 万吨，有机硅下游产品 4 万吨（主要是硅橡胶），公司原来计划在天津新建的 20 万吨有机硅单体，15 万吨下游产品，欲搬到江西。投产时间将会延迟，预计 20 万吨有机硅单体，15 万吨下游产品将分别于 2011 年、2010 年中期投产。新项目将会采用罗地亚技术，重点发展下游产品，预计公司、产品质量、盈利能力都将会有所提升。此外公司原有 20 万吨单体装置也打算采用罗地亚技术进行技改，产能将会增加 10 万吨。在有机硅单体竞争日趋激烈的情况下，公司重点发展下游产品，将极大得增强公司的竞争力。

2.2. 苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链：产能过剩，向风电级环氧树脂发展

公司目前有苯酚/丙酮产能 12 万吨/年，双酚 A 产能 13.5 万吨/年，环氧树脂 9.5 万吨/年，产业链来看，双酚 A 是苯酚/丙酮的下游，环氧树脂为双酚 A 下游。（产业链如图 6）。公司苯酚、丙酮装置位于哈尔滨，而双酚 A 装置位于江西，相距较远，公司苯酚、丙酮产品全部外售。双酚 A 所需苯酚、丙酮则全部外购。公司双酚 A 则全部用于下游环氧树脂的生产。

表 3：苯酚/丙酮—双酚 A—环氧树脂产业链产品情况

丙酮	丙酮，也称作二甲基酮，饱和脂肪酮系列中最简单的酮。世界上丙酮的工业生产以异丙苯法为主。世界上三分之二的丙酮是制备苯酚的副产品，是异丙苯氧化后的产物之一。工业上主要作为溶剂用于炸药、塑料、橡胶、纤维、制革、油脂、喷漆等行业中，也可作为合成烯酮、醋酐、碘仿、聚异戊二烯橡胶、甲基丙烯酸、甲酯、氯仿、环氧树脂等物质的重要原料。
苯酚	苯酚（C ₆ H ₆ O，PhOH），又名石炭酸、羟基苯，是最简单的酚类有机物，一种弱酸。工业上主要由异丙苯制得。主要用于制造酚醛树脂，双酚 A 及己内酰胺。

双酚 A	双酚 A 学名 2,2-二(4-羟基苯基)丙烷, 是重要的有机化工原料, 苯酚和丙酮的重要衍生物, 主要用于生产聚碳酸酯、环氧树脂、聚砜树脂、聚苯醚树脂、不饱和聚酯树脂等多种高分子材料。也可用于生产增塑剂、阻燃剂、抗氧剂、热稳定剂、橡胶防老剂、农药、涂料等精细化工产品。
环氧树脂	泛指分子中含有两个或两个以上环氧基团的有机高分子化合物, 除个别外, 它们的相对分子质量都不高。应用行业主要包括: 电子电气、汽车、航空、建筑。

资料来源: 渤海证券研究所

环氧树脂目前应用行业主要包括: 电子电气、汽车、航空、建筑等。随着各国经济救治方案出台, 这些行业已止住了快速下滑的趋势, 需求将缓慢恢复。供给上来看, 国内环氧树脂产能已经过剩, 07 年底环氧树脂产能 100 万吨, 比上年增长 53.8%, 产量 70 万吨比上年增长 34.6%。全年新增产能 25 万吨/ 年, 而且是连续 5 年高速增长, 2008 年底已达 120 万吨, 继续增长 20% 左右, 而国内需求量仅为 70 万吨左右, 出口方面, 由于金融危机袭来, 欧美经济衰退、消费能力下降, 环氧树脂出口遭遇寒流、订单大幅减少。国内, 国际需求低迷, 目前行业开工率仅为 60% 左右。我们认为在产能过剩严重的情况下, 环氧树脂盈利能力仍难以改善。

世界能源消耗量的持续增加, 使全球范围内的能源危机形势愈发明显, 缓解能源危机、开发可再生能源、实现能源的可持续发展成为世界各国能源发展战略的重大举措。基于美国、德国、法国、丹麦等发达国家对发展风能的高度关注, 以及积极出台并实施促进风电发展的相关政策、措施, 极大地推动了世界风电产业的发展。截至 2008 年底, 世界风电装机新增装机容量为 27056MW, 同比 2007 年增长 31.8%。

复合材料转子叶片是风力发电机组的关键部件之一, 兆瓦级叶片需要耗用大量环氧树脂。国产环氧树脂原料基本用于玻璃钢设备、脱硫装置和管道防腐等领域, 而风电产业对环氧树脂要求标准高, 其叶片在露天工作, 要经受恶劣气候的考验, 且设计寿命又长达 20 年, 这种高强度、高稳定性的环氧树脂, 目前国内企业还不能生产。风电级环氧树脂的利润要高出普通级环氧树脂 1 倍左右, 公司目前也正致力于风电级环氧树脂的研制和生产, 但目前仍没有大规模生产, 风电级环氧树脂是公司未来发展的方向。

2.3. 工程塑料产业链: 成本下降, 盈利回升

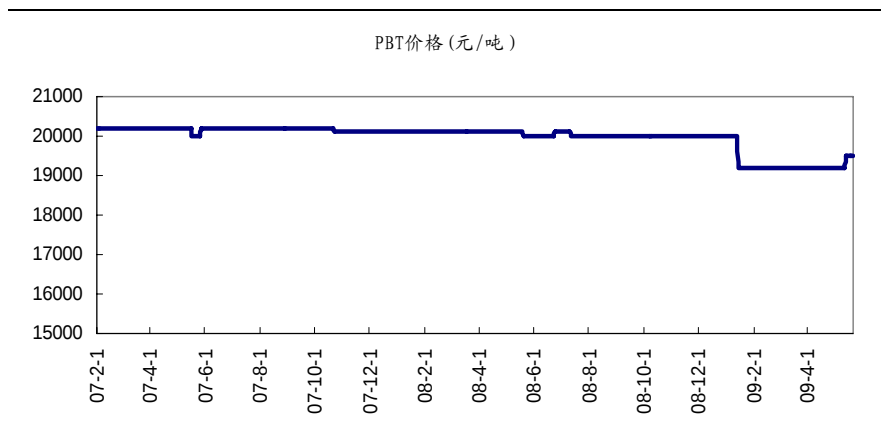
工程塑料是指被用做工业零件或外壳材料的工业用塑料, 是强度、耐冲击性、耐热性、硬度及抗老化性均优的塑料。被当做通用性工程塑料者包括聚碳酸酯 (PC)、聚酰胺 (尼龙)、聚缩醛 (POM)、变性聚苯醚 (变性 PPE)、聚酯 (PETP, PBTP)、聚苯硫醚 (PPS)、聚芳基酯, 热硬化性塑料则有不饱和聚酯、酚塑料、环氧塑料等。广泛应用于电子电器、家电、照明用具、汽车制造、机械工业、仪器仪表、光纤通讯和纺织业。

目前公司有 PBT 产能 8.6 万吨, PPE 产能 1 万吨

PBT 聚对苯二甲酸丁二醇酯, 属于聚酯系列, 是由 1,4-丁二醇(1,4-Butylene glycol)与对苯二甲酸 (PTA)或者对苯二甲酸酯(DMT)聚缩合而成, 可广泛地用于电子电器工业和汽车工业。如可做低压电器开关、交流接触器底座, 电焊机调谐器、显像管等。

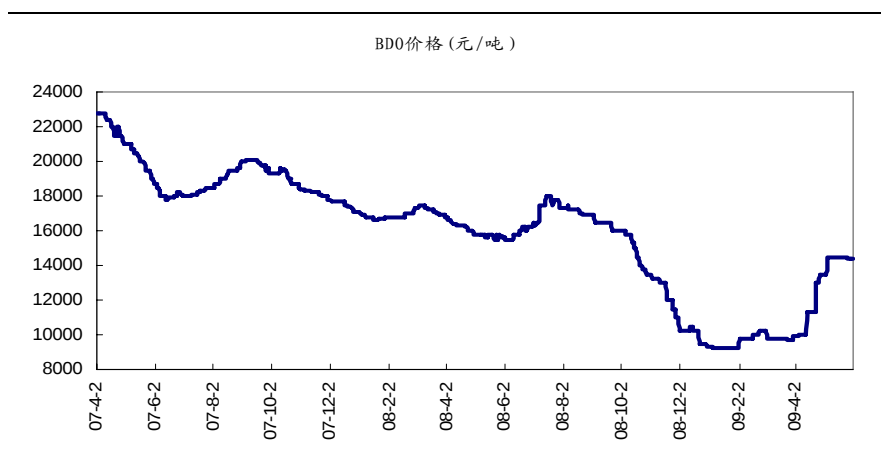
2008 年世界 PBT 总生产能力 80 万吨/年左右, 需求量预计 70 万吨左右, PBT 树脂价格相对稳定而上游 PTA 和 BDO 原料同比大幅下跌, 使得公司 PBT 树脂的盈利空间大为提升。

图 9.PBT 价格保持稳定



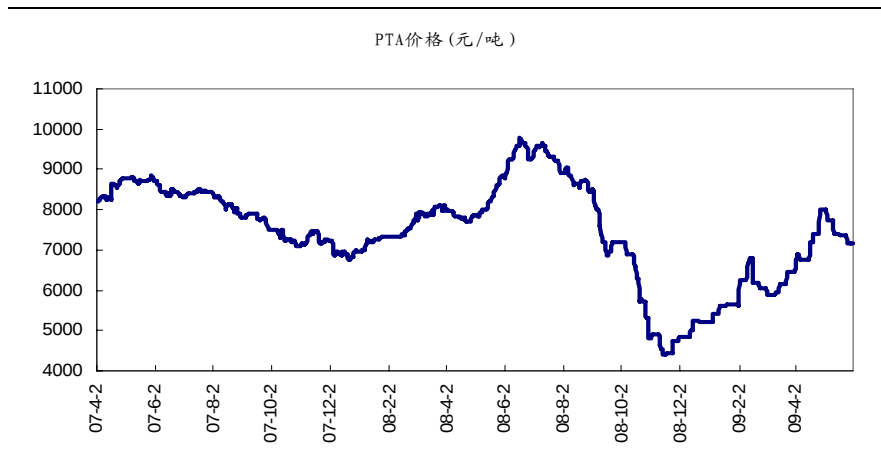
资料来源: 渤海证券

图 10.BDO 价格走势 (元/吨)



资料来源: 渤海证券

图 11.PTA 价格回升 (元/吨)



资料来源: 渤海证券

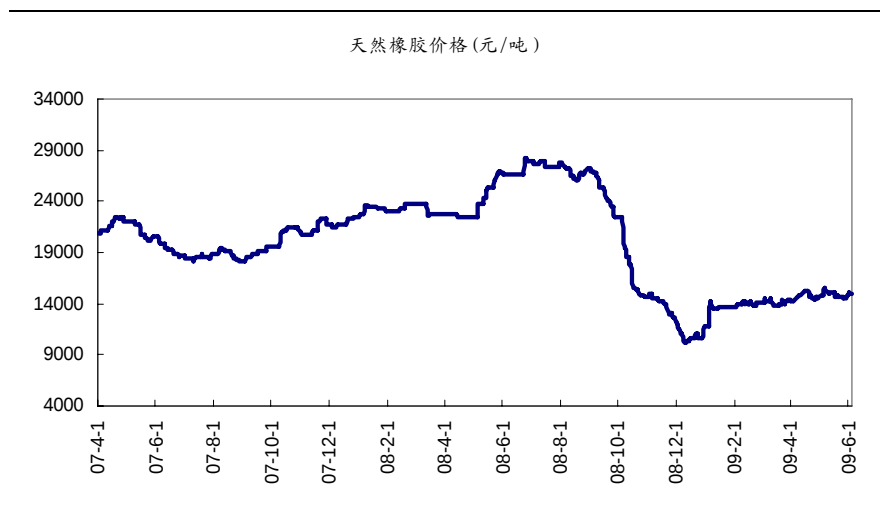
聚苯醚（PPE）是一种高性能热塑性工程塑料，具有优异的电性能和耐热性能，为适应某些特殊场合，例如覆铜板行业，要改性为热固性材料。但公司目前相关改性技术还相对较弱，市场推广还没有正式启动，公司在寻找 PPE 改性塑料的合作对象，一旦合作成功，将会很快贡献丰厚利润。

2.4. 合成橡胶产业链：受天然橡胶影响较大，盈利逐步恢复

氯丁橡胶是由 2-氯-1, 3-丁二烯（即氯丁二烯）聚合制得的合成橡胶，具有良好的综合性能。未加炭黑补强的硫化橡胶强度可达 28MPa, 相对伸长率约为 800%, 具有耐油、耐燃、耐氧化和耐臭氧等特性。但其相对密度较大(1.23~1.25)，常温下易结晶变硬, 贮存性不好, 耐寒性也差。主要用以制作多种耐油胶管、运输皮带、密封材料、传动带(特别是三角带)、海底电缆的包皮、造纸和纺织机械的胶辊等。此外，它还是一种优良的胶粘剂，具有胶液粘度小、易渗透、耐老化和粘接力强等优点。氯丁橡胶由美国杜邦公司于 1931 年首先实现工业化生产。

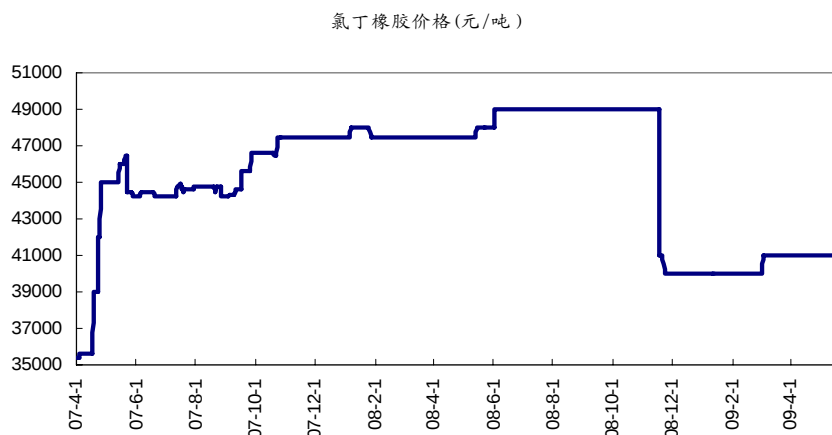
目前全球生产氯丁橡胶的企业共有 7 家，公司目前有氯丁橡胶 2.5 万吨/年，虽然氯丁橡胶行业全球呈现寡头垄断的格局，但氯丁橡胶并没有像 MDI 产品那样始终保持 30%以上的毛利率，主要是由于存在替代关系，氯丁橡胶受到天然橡胶的影响较大。天然橡胶从去年最高的 29000 元/吨跌至目前的 14000 元/吨，受此影响，氯丁橡胶的价格由去年最高的 49000 元/吨跌至目前的 41000 元/吨，公司合成橡胶的毛利率也由 07 年的 32.95% 跌至 08 年的 18.87%，未来随着天然橡胶等大宗原料价格的不断上涨，公司氯丁橡胶的盈利能力将逐步回升。

图 12. 天然橡胶价格走势



资料来源：化工在线

图 13.氯丁橡胶价格走势



资料来源：化工在线

2.5. 关注集团资产注入

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，是蓝星集团未来重点发展对象。目前蓝星集团主要资产包括沈阳化工（000698）、蓝星清洗（000598）、蓝星新材（600299）三家上市公司，法国安迪苏蛋氨酸、罗地亚有机硅、澳大利亚凯诺斯三块海外资产，此外还包括 5.5 万吨 BDO 项目，4 万吨聚甲醛项目。还包括在建的 MDI、TDI、PC、蛋氨酸等优质资产，

由于天津市重新规划、原来临港工业区将会改建成商务区，临港工业区企业将会全部迁走，新的工业区被规划在天津的南岗，而南岗工业区目前正处于填海造陆的阶段。集团原计划在天津临港工业区建设的 MDI、TDI、PC、蛋氨酸等优质资产，将面临重新选址的问题，项目建设将会推迟。

图 14.临港工业园区企业逐步迁走



图 15.南岗工业园区正在填海造陆



资料来源：渤海证券

黑石集团入主蓝星集团将加快蓝星集团整体上市的步伐，蓝星集团必然要在合适的时间将优质资产注入蓝星新材，使公司发展逐步壮大。

3. 盈利预测及投资建议

不考虑集团资产注入，预计公司 09-10 年业绩分别为 0.04, 1.01 元，我们认为 09 年将会扭亏为盈，随着 09 年公司产能大幅释放，以及产品盈利能力逐步回升，公司 10 年业绩将会大幅提升。我们给予公司 10 年 15 倍 PE，公司目标价 15 元，给予公司“买入”评级。

表 4: 公司分产品预测

营业收入预测		2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
有机硅	销售收入(万元)	69,563.30	106,218.95	115,325.30	142,429.90	135,901.15	115,515.98	150,170.77
	销售成本	55,636.91	60,817.40	84,580.94	115,050.20	122,988.55	100,498.90	129,146.86
	毛利率	20.02%	42.74%	26.66%	19.22%	9.50%	13.00%	14.00%
苯酚、丙酮、环氧树脂和双酚 A	销售收入(万元)	97,654.75	113,788.07	183,045.87	267,943.72	202,453.75	270,803.64	324,964.36
	销售成本	85,102.09	107,852.33	170,527.26	235,235.89	190,603.37	241,015.24	289,218.28
	毛利率	12.85%	5.22%	6.84%	12.21%	5.85%	11.00%	11.00%
工程塑料	销售收入(万元)	13,827.25	17,397.96	27,434.81	32,355.99	37,205.24	83712	108825
	销售成本	12456.56	15,881.69	24,716.01	29,959.20	36,142.88	79526	103384
	毛利率	9.91%	8.72%	9.91%	7.41%	2.86%	5.00%	5.00%
合成橡胶	销售收入(万元)				64,675.96	51,571.01	41256.81	111393.38
	销售成本				43,367.89	41,837.95	32,180.31	41,837.95
	毛利率				32.95%	18.87%	22.00%	26.00%
化工机械设 备	销售收入(万元)			31,796.64	76,843.68	92,488.08	80000.00	90000.00
	销售成本			27,092.88	64,182.84	80,472.78	68,800.00	77,400.00
	毛利率			14.79%	16.48%	12.99%	0.14	0.14
化工贸易	销售收入(万元)				60,435.79	112,985.56	100000.00	110000.00
	销售成本				56,378.45	108,312.17	94000.00	102300.00
	毛利率				6.71%	4.14%	0.06	0.07
其他	销售收入(万元)	6979	11574	163861	145362	169133	15000.00	16000.00
	销售成本	5709	10636	144246	131558	153071	13500.00	14400.00
	毛利率	18.19%	8.10%	11.97%	9.50%	9.50%	10.00%	10.00%

资料来源：渤海证券研究所

表 5: 公司盈利表预测

利润表(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	7900	8017	7063	9114	10207
营业成本	6757	7334	6295	7577	8486
营业税金及附加	36	29	23	30	34
销售费用	106	137	106	137	153
管理费用	291	440	353	456	510
财务费用	190	230	272	346	481
资产减值损失	23	85	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	18	8	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	514	-230	14	568	543
营业外收支净额	6	107	10	100	0

税前利润	519	-123	24	668	543
减：所得税	86	38	4	107	87
净利润	433	-161	20	561	456
归属于母公司的净利润	418	-154	19	528	429
少数股东损益	15	-7	1	33	27
基本每股收益	1.04	-0.29	0.04	1.01	0.82
稀释每股收益	1.04	-0.29	0.04	1.01	0.82

资料来源：渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2792
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 0602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn