

亚星化学 (600319. SH)

增效源于管理提升，守望盈利高弹性

 评级: **增持**

前次:

目标价 (元):

9.2-10.6

联系人

分析师

李璇

周涛

S0740210070008

021-20315139

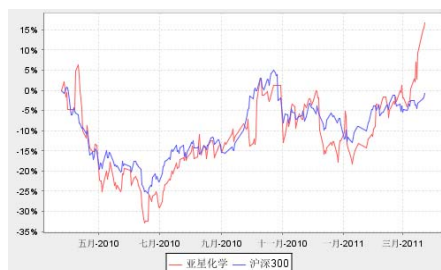
lixuan@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 10 日

基本状况

总股本(百万股)	315.59
流通股本(百万股)	315.59
市价(元)	9.04
市值(百万元)	2852.97
流通市值(百万元)	2852.97

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,721.63	2,097.84	2,375.68	2,434.99	2,678.49
营业收入增速	-17.29%	21.85%	13.24%	2.50%	10.00%
净利润增长率	-805.21	106.52%	1085.79	13.14%	14.89%
摊薄每股收益 (元)	-0.35	0.02	0.27	0.31	0.35
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	—	290.64	33.37	29.49	25.67
PEG	—	2.73	0.03	2.24	1.72
每股净资产 (元)	3.06	2.92	3.20	3.50	3.85
每股现金流量	0.88	0.86	0.25	1.23	1.47
净资产收益率	-11.44%	0.78%	8.48%	8.75%	9.14%
市净率	2.28	2.27	2.83	2.58	2.35
总股本 (百万股)	315.59	315.59	315.59	315.59	315.59

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **潍坊亚星化学是 CPE 改性塑料行业的全球龙头。**主营包括氯化聚乙烯 (CPE)、ADC 发泡剂、离子膜烧碱等十多个品种。目前公司以盐卤与石化产品为原料，其中 17 万吨 CPE 技术与产量居世界第一。2009 年营收 17.2 亿元，亏损 1.1 亿，EPS -0.35 元，主要由于氯碱产品降价与成本上涨所致。2010 年营收 21 亿元，亏损 8400 万，获得政府补贴 1.1 亿元，EPS 0.02 元。主业亏损主要由于 CPE 盈利下滑。
- **预计 2011 年公司 EPS 0.27 元，CPE 是业绩的主要来源贡献 0.23 元。**主营业务为 CPE 与氯碱产品，收入构成为：CPE 占 76%，ADC 发泡剂与水合肼 13%，烧碱 4%。CPE 产量大，营收占比超过 75%，其价格波动与产品价差是决定 2011~2012 年业绩的主要因素。分产品贡献：CPE 0.23 元、ADC 0.02 元、水合肼 0.01 元、烧碱 0.01 元。
- **2011~2012 年业绩增长源于强化管理降本增效，看点在于 CPE 的盈利高弹性。**2011 年新领导层将加强管理，将是决定业绩增长的主要因素，CPE 增加 1000 元毛利对应 EPS 增厚 0.35 元。乐观估计 CPE 单位价差扩大 5~10%，销售与管理费用减少 800 元，增厚毛利 1500~2000 元/吨。EPS 增厚 0.5~0.7 元。
- **市场空间容量大：树脂型 CPE 需求稳定增长，橡胶型 CPE 部分替代合成橡胶空间广阔。**2011 年产品以树脂型 CPE-135A 为主 (60%)，橡胶型贵 1k/吨，依据下游需求增加橡胶型 CPE-B 系列的产量。橡胶型价格 1.4w 相比 3.5w 的天胶与 2w 的合成胶成本优势显著。公司技术领先是国内少数能生产橡胶型的厂商，生产线切换方便，影响普及的瓶颈在于下游橡胶制品配方设计与装置调试需要较长时间。
- **谨慎预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.27、0.31 和 0.35 元。**目前 PB 为 2.8 倍，具有一定安全边际；基于公司管理增效的空间较大，并且公司是 CPE 改性塑料的行业龙头，产品盈利弹性极高，业绩超预期的概率大，给予 2011 年 35~40xPE，对应股价区间 9.2~10.6 元。给予“增持”评级。

内容目录

公司是世界 CPE 改性塑料行业龙头	3 -
主营产品 CPE 的产销量和品种居世界第一位	3 -
2011~2012 年看点在于 CPE 降本增效的业绩贡献	3 -
亚星化学分板块分析	6 -
主营业务可划分为三大板块：CPE、烧碱与 ADC 发泡剂	6 -
CPE: EPS 0.23 元，塑料助剂需求稳定成长，橡胶替代产品空间广阔	6 -
发泡剂与水合肼: EPS 0.03 元，业绩稳定增长，有望成为增长新来源 ...	10 -
烧碱: EPS 0.01 元，部分由水合肼与发泡剂消化，未来无新增产能	11 -
盈利预测	12 -

图表目录

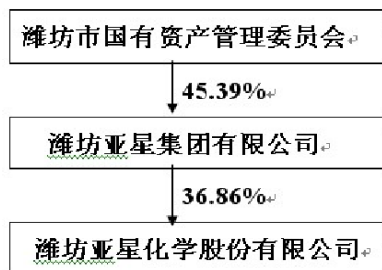
图表 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	3 -
图表 2: 亚星化学产品产业链	3 -
图表 3: 公司营业收入结构	5 -
图表 4: 公司营业利润结构	5 -
图表 5: 公司主要产品毛利率的历史变化情况	5 -
图表 6: 公司 CPE 产品毛利率有很大的提升空间	5 -
图表 7: 2010 年公司出口收入占比超过 30%	5 -
图表 8: 2011 年氯化乙烯等产品出口价格逐月提高	5 -
图表 9: CPE 行业平均税前完全成本	6 -
图表 10: 国内外主要 CPE 生产厂家	6 -
图表 11: 2009 年全球 CPE 产量分布	7 -
图表 12: CPE 下游消费结构	7 -
图表 13: 2011 年房地产新开工面积增速维持高位	8 -
图表 14: 2010 年 PVC 产量与开工率回升	8 -
图表 15: PVC 消费结构中硬制品超过 50%	8 -
图表 16: 2005-2015 年 CPE 消费量预测	8 -
图表 17: 2005 年至今天然橡胶与合成橡胶价格	10 -
图表 18: 国内主要合成橡胶需求量 212 万吨	10 -
图表 19: 亚星化学 CPE 价格敏感性分析	10 -
图表 20: 2010 年水合肼下游消费结构	11 -
图表 21: 2010 年 ADC 发泡剂下游消费结构	11 -

公司是世界 CPE 改性塑料行业龙头

主营产品 CPE 的产销量和品种居世界第一位

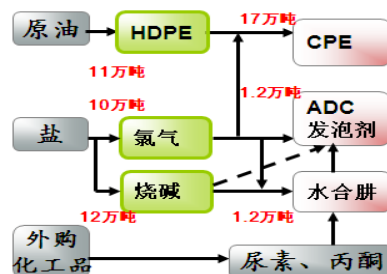
- 截止 2010 年 12 月 31 日,公司目前拥有的产品产能包括:17 万吨 CPE;12 万吨烧碱;10 万吨液氯;1.2 万吨水合肼;1.2 万吨 ADC 发泡剂。总股本 3.16 亿股,总资产 35 亿元。
- CPE 产量全球最大,国内市场拥有部分定价权。公司 CPE 产能 17 万吨,品种超过 30 种,国内市场占有率 70%,全球占有率 40%。同时公司还通过合资等方式与 CPE 上游原料企业韩国湖南石油化工株式会社达成战略合作伙伴关系,CPE 产品资源与技术优势突出,产量最大,产品价格成为国内市场的风向标。
- 2009 年营收 17.2 亿元,亏损 1.1 亿元,EPS -0.35 元,主要由于氯碱产品跌价成本上涨所致。2009 年是化工产品的冬天,多数化工产品价格暴跌严重亏损,主营产品 CPE 与烧碱的毛利率分别减少 3%与 24%。烧碱、液氯的营业利润同比减少 1.1 亿元。
- 2010 年营收 21 亿元,亏损 8400 万,获得政府补贴 1.1 亿元,EPS 0.02 元。主业亏损 8400 万,主要由于 CPE 盈利大幅下滑所致,CPE 毛利率下降 6%,其他产品毛利率都有较大提升。

图表 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 亚星化学产品产业链



来源: 齐鲁证券研究所

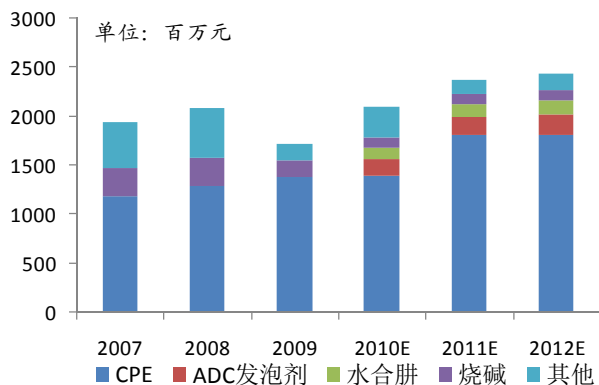
2011~2012 年看点在于 CPE 降本增效的业绩贡献

- 预计 2011~2012 年公司无新增产能投产的贡献。现有产品中 CPE、烧碱属于产能过剩的行业,价格上涨空间不大,难以成为业绩增长的亮点。
- CPE 是公司核心产品,营收占比始终>60%。2000~2010 年公司主营产品略有微调。
 - 2000 年主营收入构成: CPE(58%)+PVC(30%)+烧碱(9%)。
 - 2009 年将 PVC 装置停产后为: CPE(80%)+烧碱(10%)。
 - 2010 年开始: CPE(67%)+发泡剂(8%)+水合肼(6%)+烧碱(4%)。
- 2010 年 CPE 的营收占比超过 67%,产量 15.8 万吨远大于其他产品产量。由于 CPE 产品的国内市场占有率 70%,全球占有率 40%,公司具有一定的定价权,且行业需求比较稳定,原料为 HDPE 专用料来源稳定。
- CPE 价格的历年波动幅度不大,2006 年至今的价格区间为

10000~14000 元/吨。预计未来 2 年，CPE 与原料 HDPE 价格也不会有大幅波动，产品价格保持平稳是公司业绩的稳定器。

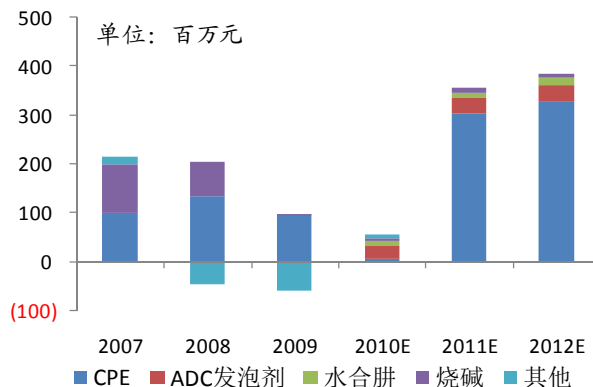
- 2011~2012 年业绩增长源于强化管理降本增效，看点在于 CPE 的盈利高弹性。2011 年新领导层上任后将加强经营管理，将是决定业绩增长的主要因素。
 - 理顺产权关系，减少关联交易。2010 年公司通过收购和解除租赁合同等方式，使热电装置、离子膜烧碱装置、水合肼和 ADC 发泡剂等装置进入亚星化学。
 - 统一管理，提高运营效率。水合肼和 ADC 发泡剂等装置进入公司，有利于公司打通产业链，集中优化生产资源，提高管理效率。
- CPE 增加 1000 元毛利对应 EPS 增厚 0.35 元。乐观估计 CPE 单位价差扩大 5~10%，销售与管理费用减少 800 元，增厚毛利 1500~2000 元/吨。EPS 增厚 0.5~0.7 元。
 - CPE 经济联合会成立有利于行业内形成稳定的价格机制，将长期利好利好亚星化学。4 月 2 日，潍坊亚星化学承办的首届中国 CPE 企业沟通交流会在山东潍坊举行，15 家规模以上 CPE 生产企业经过协商，自愿组成 CPE 经济联合会，着手打造行业合作共赢发展模式。15 家 CPE 企业年产能合计 42.6 万吨，约占全国的 72.3%。亚星化学产能 17 万吨，占 29%。
 - 强化管理，降本增效初见成效。2010 年年报中计划 2011 年改进销售定价机制，将 CPE 的直销量提高到 85%以上，CPE 营销费用每吨减少 800 元~1000 元。2010 年以前公司的营销理念和方法没有真正与市场接轨，市场反应慢，销售及采购的中间环节多，比价采购没有落到实处。2011 年公司将整合营销资源，优化营销流程，减少中间商，扩大直供直销范围，确保产品销售价格与市场接轨。
 - 成本上涨产品涨价，预计年内将多次提价。2011 年国际油价将会维持高位，导致公司主导产品的原料成本持续上涨，3 月 15 日亚星上调 CPE 的内销价格 500 元至 13000 元/吨，相比 2010 年均价上涨 1300 元/吨。目前主要原料 HDPE 专用料（单耗 0.65）价格 12800 元/吨，相比 2010 年均价上涨 1500 元/吨。本次提价完全覆盖了成本的上涨并增加 300~500 元的吨毛利。年内的提价将使 CPE 产品盈利能力大幅上升。
 - 其他产品盈利复苏，水合肼、ADC 发泡剂等产品已成为新的利润增长点。2010 年水合肼与发泡剂产品的毛利率达到 10%~15%，预计 2011 年毛利率仍将维持较高水平，继续贡献盈利。

图表3：公司营业收入结构



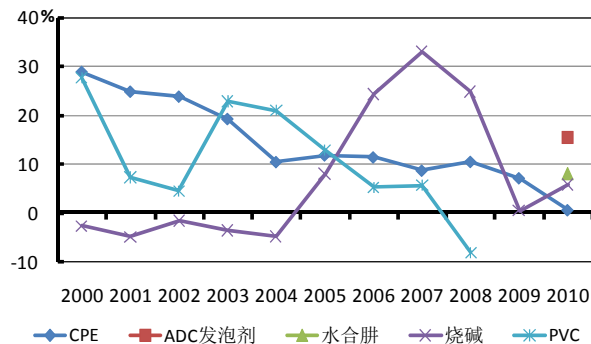
来源：齐鲁证券研究所

图表4：公司营业利润结构



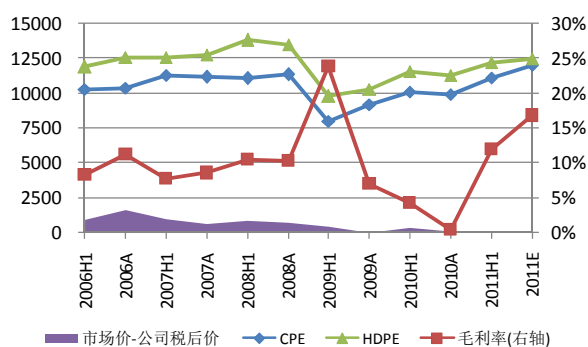
来源：齐鲁证券研究所

图表5：公司主要产品毛利率的历史变化情况



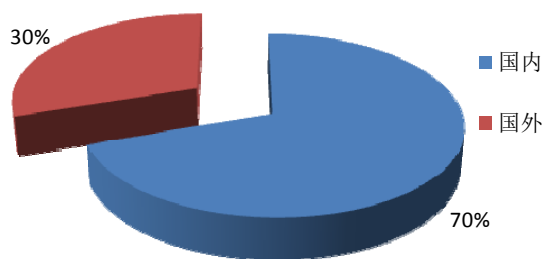
来源：齐鲁证券研究所

图表6：公司CPE产品毛利率有很大的提升空间



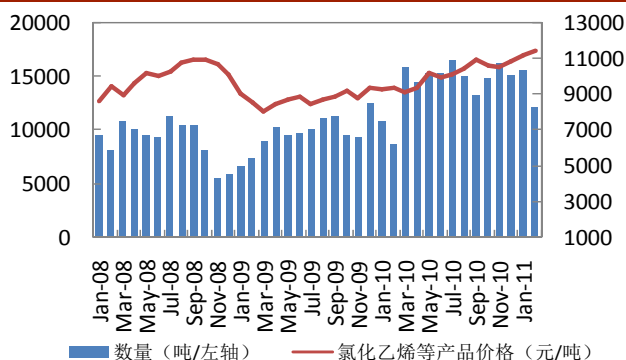
来源：齐鲁证券研究所

图表7：2010年公司出口收入占比超过30%



来源：齐鲁证券研究所

图表8：2011年氯化乙烯等产品出口价格逐月提高



来源：齐鲁证券研究所

亚星化学分板块分析

主营业务可划分为三大板块：CPE、烧碱与 ADC 发泡剂

- 2011 年预计公司营业收入构成：化工产品 CPE(76%)+ADC 发泡剂(8%)+水合肼(5%)+烧碱(4%)、其他收入 7%。
- 预计 2011 年公司 EPS 0.27 元，CPE 是 2011 年业绩的主要来源贡献 0.23 元。分产品贡献：CPE 0.23 元、ADC 0.02 元、水合肼 0.01 元、烧碱 0.01 元。
- 山东海化拥有二条以原盐为主要原料的盐化工产业链条。
 - 原盐—氯气+烧碱
 - 氯气—HDPE—CPE
 - 烧碱—液氯+尿素+丙酮—水合肼+ ADC

CPE: EPS 0.23 元，塑料助剂需求稳定成长，橡胶替代产品空间广阔

- 塑料助剂行业虽然在市值及规模方面难以同传统化工行业相比，但随着塑料制品在越来越多的领域中发挥重要作用，助剂行业未来仍具有宽广的发展空间。CPE 产品由于具备最佳的性价比，其市场前景依然良好。
- 2011 年 CPE 产能 17 万吨，未来没有扩产计划。预计开工率 88%产量 15 万吨，预计全年均价税前 12000 元/吨；税前制造成本 10000 元/吨，毛利 2000 元/吨。单位产品三项费用 1000 元，完全成本 11000 元/吨，税前净利 1.5 亿元。
- CPE 产品的国内市场占有率 70%，全球占有率 40%。下游客户稳定，2010 年国内销量 11 万吨，出口 4.48 万吨（预测）。

图表 9: CPE 行业平均税前完全成本

项目	单耗	单价	成本
高密度聚乙烯	0.648	13000	8424
烧碱	0.071	2300	163
液氯	0.759	1500	1139
助剂	1	100	100
公用工程			1102
小计			10928
税前成本			9340
工资			20
机物料			50
大修、折旧			500
管理与销售费用			467
总计			10377

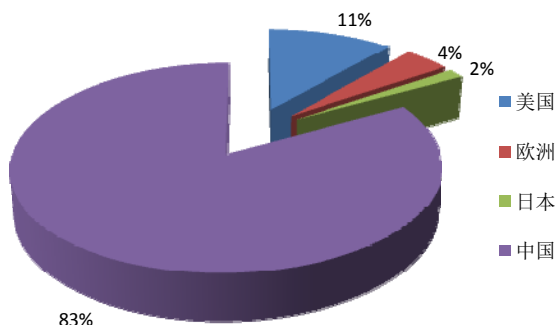
来源：齐鲁证券研究所

图表 10: 国内外主要 CPE 生产厂家

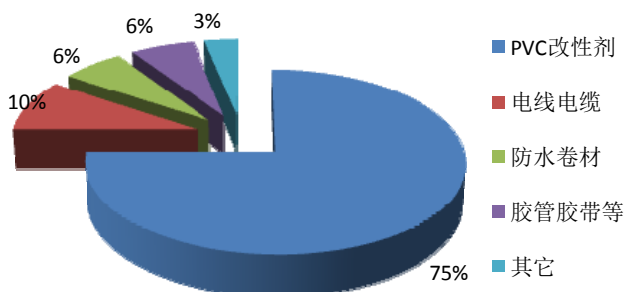
生产厂家	产能（万吨）	生产工艺
亚星化学	7.0	Hoechst 酸法
亚星湖石	10.0	Hoechst 酸法
杭州科利化工	5.5	水相法
DOW CHEMICAL	4.5	水相法
德国道施塔德	2.0	水相法
青岛海晶化工	3.0	水相法
威海金泓化工	3.0	水相法
山东曙光化工	1.5	水相法
潍坊鑫达化工	1.0	水相法
江苏天腾化工	1.0	水相法
山东航天发泡剂	1.0	水相法
湖北双环氯化工	0.6	水相法
安徽山江化工	0.6	水相法
国内合计	34.2	水相+酸相

来源：齐鲁证券研究所

- 2011 年国内 CPE 产能约为 59 万 t/a，产能过剩情况较严重。公司基于技术与市场优势，历年来装置开工率都维持较高水平（85%~95%）。而全球与国内的行业平均开工率都只有 50%左右。

图表 11：2009 年全球 CPE 产量分布


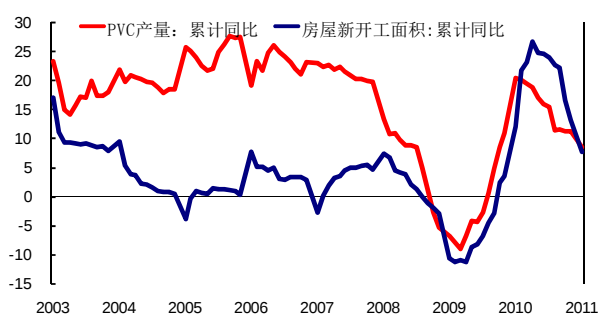
来源：齐鲁证券研究所

图表 12：CPE 下游消费结构


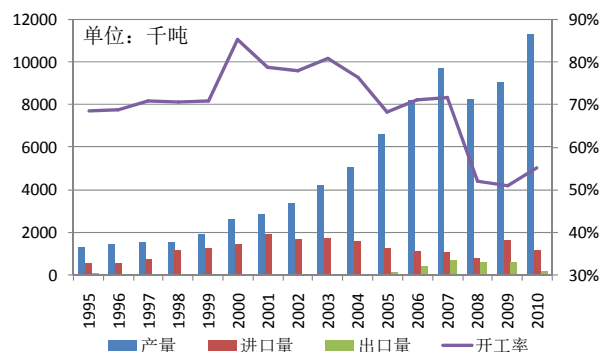
来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为行业开工率较低的原因主要是：产能高速增长（25%YOY）与需求缓慢增长（15%YOY）的不平衡；原料的专用性使得原料供应短缺。
 - 中国看山东，山东看亚星的 CPE 行业现状。国内 70%-80% CPE 的产能都集中在山东，是国内最大的一个 CPE 的生产基地。亚星产量 15.3 万吨在全国的占比为 70%，占全球产量比重超过 50%。
 - 行业开工率低。由于中国产能的增长，全球 CPE 产能过剩，2009 年开工率约为 50%，产量 26.5 万吨，国内产量 22 万吨全球占比超过 80%。
 - 产能高速增长。2004 年 CPE 产能为 20 万吨，2011 年产能已达 59 万吨，年均增速 25%。
 - 需求稳定增长。由于 CPE 的传统用途中，大部分产量用于 PVC 硬制品的抗冲改性，需求大致可与 PVC 消费量增速一致，年均增速 15%。
- 预计 2011 年公司 CPE 的税前制造成本 10000 元/吨，单位产品三项费用 1000 元，完全成本 11000 元/吨。CPE 的成本中，HDPE 与液氯的占比最大。分别占制造成本的 75%与 10%。
 - 主要成本 1-HDPE：HDPE 占据了 CPE 大部分成本，1 吨 CPE 需消耗 HDPE 专用料 0.65 吨。HDPE 的 2010 年均价 11300 元/吨，2011 年 3 月 12800 元/吨，相比 2010 年均价上涨 1500 元/吨。
 - 作为 CPE 专用料的 HDPE 牌号，原料来源较紧张，只有国内的辽阳石化与扬子石化，国外的三星、LG、湖南化学和大韩油化等少数几个牌号的适用。潍坊亚星与韩国湖南石化合作，针对生产工艺专门为其开发的原料，来源与质量比较稳定，价格略低于市场价。还有少量采购国内辽阳石化与 LG 的专用料。
 - 主要成本 2-液氯：来自上游 12 万吨离子膜烧碱装置。由于潍坊盐卤资源丰富，成本较低（外购当地卤水 220 元/吨、原盐 300+元/吨）。成本波动不大计 1000 元/吨。液氯成本比市价少 500 元/吨。

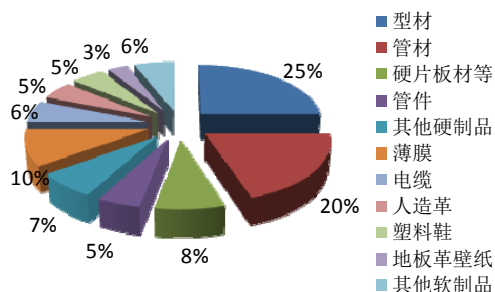
- 下游消费需求与预测: 根据结构和用途不同, CPE 可分为树脂型 CPE-A 系列和橡胶型 CPE-B 系列 (CM) 两大类。
- 2011 年预计 CPE 产量 15 万吨, 公司 2010 年 B 型料占 40%~50%。
- 树脂型 CPE 作为改性塑料需求稳定增长。其最广泛的用途是用于 PVC 改性剂与防水卷材, 分别占 CPE 总需求量的 75% 与 6%。
 - PVC 改性剂的市场容量为 30wt (22wtCPE +6wt ACR+2wtMBS), CPE 的占比为 70%~80%。主要用于替代高成本的丙烯酸酯类产品 ACR 与 MBS 等。

图表 13: 2011 年房地产新开工面积增速维持高位


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 14: 2010 年 PVC 产量与开工率回升


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 15: PVC 消费结构中硬制品超过 50%


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

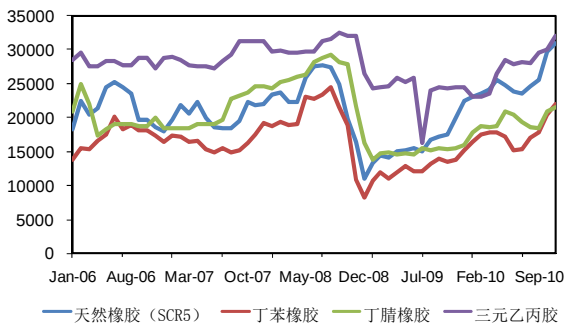
图表 16: 2005-2015 年 CPE 消费量预测

单位: 万吨	PVC 占比	添加系数	CPE 普及率	2005	2010	2015
塑窗	32%	7%	60%	11	17	22
塑料管	25%	5%	20%	2	3	4
其他硬制品	7%	3%	20%	0	1	1
PVC 消费量				785	1228	1600
CPE 消费量				13	20	26
CPE 产能				20	55	75
橡胶型产量				1	7	11
开工率 (%)				69%	48%	50%

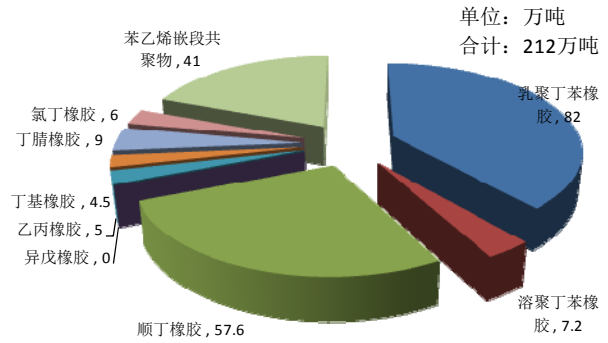
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

- 国外随着含氯产品在有些国家被逐步禁用, 实际上 CPE 世界需求量增长并不大, 许多企业十几年来也没有扩产。国内塑料建材工业的发展, CPE 需求量呈快速上升的态势, 主要是 PVC 塑料门窗等硬制品使用, CPE 的添加量约在 6~8%。随着以塑代木和以塑代钢政策的深入实施, 国内房地产对 CPE 的需求短期内仍将增长。
 - PVC 行业由于房地产对 PVC 的需求拉动一般要滞后 1 年左右, 2010 年下半年大幅增长的新开工面积对 PVC 需求的拉动将在 2011 年得到体现。
 - 二季度随着北方天气逐渐转暖, 工程施工重新启动, PVC 将进入传统旺季。这也将对 PVC 的需求和价格形成季节性的支撑。
 - 此外, CPE 树脂除了单独使用与对 PVC 共混改性以外, 还可以与聚乙烯 PE 等树脂甚至聚氨酯 PU 共混作为其耐候与抗冲改性剂。

- 橡胶型 CPE 能够替代部分合成橡胶空间广阔。电线电缆与胶管胶带方面的应用分别 CPE 总需求量的 10% 与 6%。橡胶型 CPE 生产技术要求高与树脂型 CPE，价格也高出普通 CPE 1000 元/吨。
- 公司技术领先是国内少数能生产橡胶型的厂商，生产线切换方便。国内能够生产 CM 的厂商：杭州科利、亚星化学与淄博高汇。其中科利产量 1.5 万吨，70% 出口。亚星预计 2010 年产量 4 万吨，有 10+ 个牌号。
- 目前国内有约 20% 的 CPE 被用作橡胶产品的添加剂。国外 CPE 在橡胶中的消费结构比 80%，预计橡胶制品将会成为 CPE 的下一个主要应用领域。因此国内橡胶型 CPE 需求在未来 3-5 年内仍将保持旺盛的状态。
 - CPE 可作为高性能、高质量的特种橡胶，也可以与乙丙橡胶（EPR）、丁基橡胶（IIR）、丁腈橡胶（NBR）等其它橡胶共混使用。性能卓越：CM 在 150 度下耐老化性能优异，可以替代丁腈橡胶、氯丁橡胶（CR）与乙丙橡胶。
- 下游市场预测：2010 年国内 CM 胶的总需求量超过 6 万吨。潜在市场容量大。限制橡胶型 CPE 推广的主要原因：瓶颈在于下游橡胶制品配方设计与装置调试需要较长时间；此外专用活性剂与促进剂还需要大量进口，由于价格过高限制了 CM 的推广。
 - 电线电缆方面的需求量为 3 万吨。CM 胶在消费性电器用电缆护套用量较大，但在电梯等中重型电缆的护套用的较少，主要还是由于技术原因没有推广。
 - 胶管胶带方面的需求量为 2 万吨。可以与其他橡胶如天然胶、丁苯与丁腈胶等并用，用于生产耐酸、耐油胶管与密封制品。
 - 目前已将阻燃橡胶的生产与研究重点转向 CM 胶。氯丁橡胶 CR 与氯磺化聚乙烯胶 CSM 在加工的过程中会造成环境污染，均被列为停止生产的品种。2010 年 CR 与 CSM 的需求量为 9 万吨与 1 万吨，按照 50% 的替代比例，CM 还有至少 5 万吨的潜在市场，空间广阔。
 - 天然橡胶与合成橡胶价格的高位运行也增大了橡胶型 CPE 可替代的潜在市场空间。橡胶型 CPE 价格 1.4w 相比 3.5w 的天胶与 2w 的合成胶成本优势显著。2010 年中国橡胶表观消费超过 665 万吨，天然橡胶与合成橡胶的消费量分别为 340 万吨与 325 万吨。即使只有少量的合成橡胶被替代，CM 还有巨大的潜在市场。
- 未来天然橡胶的价格仍将上涨。全球天胶的供应缺口已经形成，根据 IRSG 预测，2010 年天然橡胶产量为 979.65 万吨，消费量为 990.59 万吨，需求缺口为约 10~30 万吨。
- 我们预计，由于供需偏紧与国际油价支撑，2011 年天然橡胶价格仍将保持较高水平，全年均价为 35000 元/吨，相对于 2010 年的 25000 元/吨的均价增幅为 40%。
- 天胶价格涨势将延续至 2012 年，预计 2012 年天胶均价为 36000 元/吨。2012 年以后随着泰国与东南亚的新增胶园进入高产期，全球橡胶供求基本平衡，新增供应量将导致天然橡胶价格走低。

图表 17：2005 年至今天然橡胶与合成橡胶价格


来源：齐鲁证券研究所

图表 18：国内主要合成橡胶需求量 212 万吨


来源：齐鲁证券研究所

图表 19：亚星化学 CPE 价格敏感性分析

亚星化学	6000	7000	8000	9000	10000	10300	11000	12000	13000	14000	15000
5	-0.47	-0.36	-0.25	-0.14	-0.03	0.00	0.08	0.19	0.30	0.41	0.52
8	-0.76	-0.58	-0.41	-0.23	-0.05	0.00	0.12	0.30	0.48	0.65	0.83
11	-1.04	-0.80	-0.56	-0.31	-0.07	0.00	0.17	0.41	0.65	0.90	1.14
13	-1.23	-0.94	-0.66	-0.37	-0.09	0.00	0.20	0.49	0.77	1.06	1.35
15	-1.42	-1.09	-0.76	-0.43	-0.10	0.00	0.23	0.56	0.89	1.22	1.55
16	-1.51	-1.16	-0.81	-0.46	-0.11	0.00	0.25	0.60	0.95	1.30	1.66
18	-1.70	-1.31	-0.91	-0.52	-0.12	0.00	0.28	0.67	1.07	1.47	1.86
20	-1.89	-1.45	-1.01	-0.57	-0.13	0.00	0.31	0.75	1.19	1.63	2.07

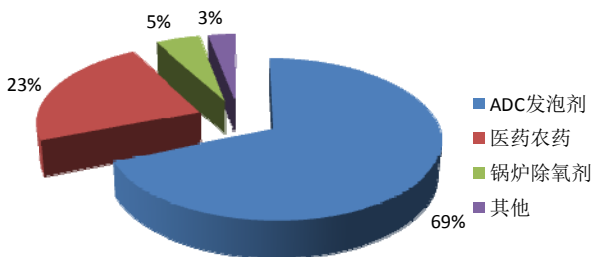
来源：齐鲁证券研究所

发泡剂与水合肼：EPS 0.03 元，业绩稳定增长，有望成为增长新来源

- 2011 年公司水合肼与 ADC 发泡剂的产能均为 1.2 万吨。由于水合肼是发泡剂的原料，因此预计 2011 年水合肼与 ADC 发泡剂的销量分别为 0.6 万吨与 1.2 万吨。
- 水合肼与发泡剂盈利稳定，有望成为增长新来源。二个项目都是 2010 年装入公司的新项目。2010 年 1 月份，ADC 发泡剂开始投产。2010 年 11 月份，购入潍坊欧莱化学有限公司股权（目前 100%），生产水合肼。
- 年产 1.2 万吨水合肼项目是公司与德国朗盛公司合资建设，是目前世界上单套生产能力最大、技术最先进的水合肼生产装置。
- 年产 1.2 万吨 ADC 发泡剂装置是由威朋化工引进的德国拜耳的生产技术和设备而建成。是目前世界上规模最大、技术最先进的 ADC 发泡剂生产装置。
- 2010 年开始持续释放业绩，目前装置稳定运行。未来还将向好。预计 2011 年水合肼与发泡剂的营业收入与毛利率同比持平，贡献 4000 万元毛利，对应 EPS 0.03 元。
- 水合肼与发泡剂产品下游需求稳定，盈利能力保持较高水平。
 - 2011 年水合肼均价 22000 元/吨，销量 0.6 万吨，营收 1.33 亿元。毛利率 8.8%，EPS 0.01 元。

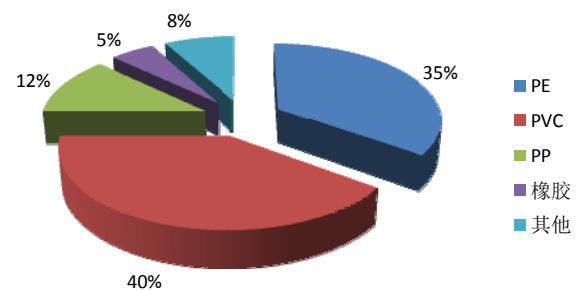
- 水合肼世界现有产能为 32.5 万吨/年(折 100%水合肼)，2010 年总生产量估计在 21 万吨左右。主要为奥林公司、拜尔公司、阿托化学公司及日本的一些小型生产商。
- 2010 年我国水合肼产能为 20 万吨/年，产量超过 10 万吨。主要厂商为亚星化学、株化集团、重庆化医大冢化学、天原集团、江苏索普。依据世界水合肼产品的发展应用走势，我国水合肼应用于医药农药及作为水除氧剂使用的需求将快速增长。
- 2011 年 ADC 发泡剂均价 15400 元/吨，销量 1.2 万吨，营收 1.85 亿元。毛利率 16%，EPS 0.02 元。
- 全球主要 ADC 发泡剂主要以日本、韩国、美、法、德、英等国。主要的生产企业有：美国 Fairmount、Aceto、Uniroyal 公司，德国的 Bayer，荷兰的 Noury，日本的三协化成、大冢化学等。
- 我国已成为全球最大的 ADC 生产与供应国，产能 16 万吨。主要厂商为江苏索普（4 万吨）、巨化集团（2 万吨）、亚星化学（1.2 万吨）江西电化（2 万吨）、宁夏电化（1 万吨）

图表 20：2010 年水合肼下游消费结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 21：2010 年 ADC 发泡剂下游消费结构



来源：齐鲁证券研究所

烧碱：EPS 0.01 元，部分由水合肼与发泡剂消化，未来无新增产能

- 公司目前只有 12 万吨离子膜烧碱装置。烧碱与氯气的产量分别为：12 万吨与 10 万吨。氯气全部用于 CPE 与部分水合肼装置。而烧碱部分用于水合肼与发泡剂，剩余产品对外销售。
- 2010 年全国烧碱产能达 3087 万吨/年，公司产能 12 万吨的占比不到 0.5%。盈利能力主要受销售价格的影响。由于营收与利润的占比都不大，烧碱价格的波动对于公司盈利的影响有限。
- 2011 年烧碱均价 2500 元/吨，销量 4.5~5.0 万吨，营收 1 亿元。毛利率 10%，EPS 0.01 元。

盈利预测

■ 主要假设:

- 下游需求的逐步恢复, 化工产品价格恢复至合理水平。
- 强化管理, 降本增效行动有效降低了生产成本与销售费用。
- 烧碱、ADC 发泡剂与水合肼毛利率与 2010 年持平。
- 2011~2013 年没有新增产能的业绩贡献。

■ 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.27、0.31 和 0.35 元。公司目前 PB 在 2.8 倍, 具有一定安全边际; 基于公司管理增效的空间较大, 并且公司是 CPE 改性塑料的行业龙头, 产品盈利弹性极高, 业绩超预期的概率大, 给予 2011 年 35~40xPE, 对应股价区间 9.2~10.6 元。

■ 风险提示: 强化管理降本增效对于盈利的提升小于预期, 化工产品价格差缩窄减弱盈利能力, CPE 下游新需求拓展低于预期。

附录: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,081	1,722	2,098	2,376	2,435	2,678
增长率	7.03%	-17.3%	21.9%	13.2%	2.5%	10.0%
营业成本	-1,920	-1,681	-2,041	-2,020	-2,049	-2,270
% 销售收入	92.3%	97.7%	97.3%	85.0%	84.1%	84.7%
毛利	161	40	56	356	386	409
% 销售收入	7.7%	2.3%	2.7%	15.0%	15.9%	15.3%
营业税金及附加	0	-7	-13	-15	-15	-16
% 销售收入	0.0%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-35	-38	-44	-43	-44	-48
% 销售收入	1.7%	2.2%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-50	-45	-67	-67	-68	-75
% 销售收入	2.4%	2.6%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	76	-50	-68	232	259	269
% 销售收入	3.7%	-2.9%	-3.2%	9.8%	10.7%	10.0%
财务费用	-86	-76	-106	-95	-105	-91
% 销售收入	4.1%	4.4%	5.1%	4.0%	4.3%	3.4%
资产减值损失	-2	-3	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	2	109	0	0	0
% 税前利润	—	-1.3%	384.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-13	-128	-84	137	155	178
营业利润率	-0.6%	-7.4%	-4.0%	5.8%	6.4%	6.6%
营业外收支	45	2	113	0	0	0
税前利润	32	-125	28	137	155	178
利润率	1.5%	-7.3%	1.4%	5.8%	6.4%	6.6%
所得税	2	31	-9	-34	-39	-44
所得税率	-6.7%	25.1%	32.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	34	-94	19	103	116	133
少数股东损益	18	17	12	17	19	22
归属于母公司的净利润	16	-111	7	85	97	111
净利率	0.8%	-6.4%	0.3%	3.6%	4.0%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	34	-94	19	103	116	133
少数股东损益	0	0	0	17	19	22
非现金支出	113	148	196	195	204	214
非经营收益	67	38	-27	105	115	99
营运资金变动	-116	185	84	-323	-47	16
经营活动现金净流	98	277	273	97	407	485
资本开支	277	303	39	230	220	250
投资	0	34	-9	0	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-277	-270	-47	-230	-220	-250
股权募资	16	0	0	0	0	0
债权募资	10	256	-192	531	-274	-184
其他	-133	-80	-93	-110	-115	-99
筹资活动现金净流	-108	176	-285	422	-388	-283
现金净流量	-287	183	-59	288	-201	-48

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	396	628	562	833	613	542
应收款项	360	413	423	498	517	565
存货	223	144	267	249	253	280
其他流动资产	280	248	100	242	246	272
流动资产	1,260	1,432	1,352	1,822	1,628	1,659
% 总资产	40.2%	40.5%	38.5%	45.4%	42.4%	42.5%
长期投资	32	0	0	0	0	0
固定资产	1,670	1,724	1,887	1,896	1,945	1,984
% 总资产	53.3%	48.8%	53.7%	47.2%	50.7%	50.8%
无形资产	151	326	164	190	156	152
非流动资产	1,872	2,102	2,159	2,194	2,210	2,246
% 总资产	59.8%	59.5%	61.5%	54.6%	57.6%	57.5%
资产总计	3,132	3,534	3,511	4,017	3,838	3,905
短期借款	995	1,319	1,093	1,274	1,100	916
应付款项	691	912	1,149	977	955	1,066
其他流动负债	17	62	13	57	58	64
长期负债	1,703	2,293	2,255	2,308	2,113	2,047
长期贷款	234	166	252	602	502	502
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,937	2,459	2,507	2,910	2,615	2,549
普通股股东权益	1,075	967	923	1,008	1,105	1,216
少数股东权益	120	108	81	98	118	140
负债股东权益合计	3,132	3,534	3,511	4,017	3,838	3,905

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.050	-0.350	0.023	0.271	0.307	0.352
每股净资产 (元)	3.405	3.064	2.924	3.195	3.502	3.854
每股经营现金净流 (元)	0.311	0.876	0.864	0.252	1.229	1.466
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.46%	-11.44%	0.78%	8.48%	8.75%	9.14%
总资产收益率	0.50%	-3.13%	0.21%	2.13%	2.52%	2.85%
投入资本收益率	4.09%	-1.93%	-2.56%	8.10%	8.79%	9.04%
增长率						
营业总收入增长率	7.03%	-17.29%	21.85%	13.24%	2.50%	10.00%
EBIT 增长率	-37.57%	-165.21%	-35.68%	443.64%	11.70%	3.68%
净利润增长率	-22.03%	-805.21%	106.52%	1085.79%	13.14%	14.89%
总资产增长率	14.89%	12.85%	-0.65%	14.40%	-4.45%	1.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.3	29.6	28.3	28.0	28.2	28.1
存货周转天数	32.5	39.8	36.7	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	63.3	105.6	95.8	90.0	88.0	89.0
固定资产周转天数	248.9	348.5	307.2	278.4	257.3	219.5
偿债能力						
净负债/股东权益	69.66%	79.66%	77.92%	94.23%	80.92%	64.60%
EBIT 利息保障倍数	0.9	-0.7	-0.6	2.4	2.5	3.0
资产负债率	61.86%	69.57%	71.40%	72.45%	68.14%	65.27%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308