



定价策略改变，业绩长期向好 增持首次

投资要点:

- 由于定价策略改变、需求旺盛，公司产品价格快速提升；
- 随着保障房建设带来大量需求，预计下半年仍有较高开工率；
- 看好橡胶型 CPE 产品的市场前景。

报告摘要:

- **公司简介：全球最大 CPE 生产企业。**公司目前拥有 CPE（氯化聚乙烯）产能 17 万吨，水合肼产能 1.2 万吨，ADC 发泡剂 1.2 万吨；另外公司还有烧碱产能 12 万吨、液氯产能 10 万吨。
- **CPE 产品连续提价，目前比去年大幅上涨。**今年公司 CPE 产品价格 在 3、4 月份两次上调，目前为 14000 元每吨（含税价）；去年初 CPE 产品价格为 10000 元每吨（含税价）。目前公司 CPE 产品的毛利率在 15% 左右，比去年有大幅提升（去年全年 CPE 毛利率 0.53%）。
- **公司定价策略改变，CPE 产品价格将长期处于较高水平。**公司 CPE 产品今年价格大幅提升，最主要原因是公司产品定价策略发生了改变。在新管理层上任后，公司改变了低价竞争的策略，通过 CPE 联合会等系列措施加强行业内的沟通；另一方面也逐步提升 CPE 产品价格，使之回归到正常的价格水平上面。因此从长期看，目前 CPE 的价格水平只是对以前低价的修正。
- **需求旺盛是 CPE 涨价的另一原因。**下游需求旺盛是公司产品涨价的另一重要原因。由于上半年 PVC 行业需求较好，公司 CPE 产能满负荷生产。下半年，随着保障房项目的大量开工，预计公司产品将继续保持良好的需求。
- **橡胶型 CPE 技术壁垒高，市场需求量巨大。**橡胶型 CPE 具有较全面的技术性能和良好的性价比，因此在国外广泛用于电线电缆等领域；如美国 80% 左右的 CPE 为橡胶型。在橡胶价格处于高位的情况下，下游用户对橡胶型 CPE 的需求更大。由于技术壁垒高，目前我国 CPE 的应用仍以塑料型为主。国内仅有三家企业能生产橡胶型 CPE，公司是其中之一，其橡胶型 CPE 产量可根据需求量进行调节。

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1721.63	2097.84	2791.27	2873.47	2969.58
增长率 (%)	-17.29%	21.85%	33.05%	2.95%	3.34%
归属母公司股东净利润	-110.61	7.21	91.83	120.63	151.36
增长率 (%)	-805.21%	106.52%	1173.62%	31.36%	25.47%
每股收益 (EPS)	-0.350	0.023	0.291	0.382	0.480
市盈率 (P/E)	-26.65	408.82	32.10	24.44	19.47

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

zuguangping@hysec.com

康铁牛(S1180511020002)

电话: 010-88085991

kangtieniu@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

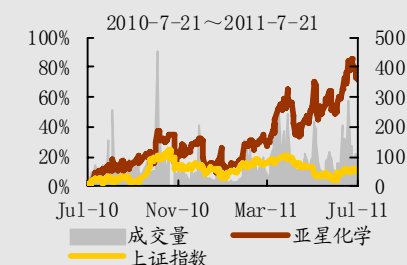
联系人

柴沁虎

电话: 010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	9482	
20101231	9625	
20100930	10856	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
------	----------	----------

基金持股

占流通 A 股比

持股家数及进

出情况

数据来源: 港澳资讯

- **CPE 与 ACR：特性各有不同，仅在部分领域替代。**CPE 与 ACR 相比较，由于特性不同而适用于不同的领域。例如 CPE 多用于挤出型材，ACR 多用于注塑型材；而一些国家对于含氯产品的限制比较多，对于 CPE 的应用构成一定阻碍；从使用成本上分析，ACR 的价格更贵一些，也限制了其推广。针对于不同的用户，CPE 与 ACR 都有多种不同的牌号满足不同的要求。目前在 PVC 改性领域，CPE 产品占据着 60% - 70% 的空间，而 ACR 产品市场占有率不足 10%。
- **水合肼、ADC 发泡剂满负荷生产。**目前公司 80% 的水合肼价格在 23000 - 24000 元/吨（含税）；今年外销量预计在 0.6 万吨左右；ADC 发泡剂价格在 18000 元/吨（含税），全年产量在 1.2 万吨左右。
- **业绩预测。**未来几年公司业绩增长主要来源于产品价格上涨、生产线负荷的提升；另外随着公司高附加值产品逐步推出，公司综合毛利率也将有明显提升。预计 2011 - 2013 年公司 EPS 分别为 0.29 元、0.38 元、0.48 元，给予“增持”评级。

表 1、公司预测利润表

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1721.63	2097.84	2791.27	2873.47	2969.58
减：营业成本	1681.29	2041.38	2427.66	2474.85	2532.64
营业税金及附加	7.04	12.90	9.64	9.93	10.26
营业费用	37.93	44.37	55.75	57.39	59.31
管理费用	45.18	66.78	76.22	78.47	81.09
财务费用	76.30	106.09	87.89	61.52	33.92
资产减值损失	3.25	19.84	8.29	8.29	8.29
加：投资收益	1.63	109.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-127.73	-84.40	125.82	183.02	244.07
加：其他非经营损益	2.25	112.79	56.59	56.59	56.59
利润总额	-125.47	28.39	182.41	239.62	300.66
减：所得税	-31.44	9.20	45.60	59.90	75.16
净利润	-94.03	19.19	136.81	179.71	225.49
减：少数股东损益	16.57	11.98	44.98	59.09	74.14
归属母公司股东净利润	-110.61	7.21	91.83	120.63	151.36

资料来源：公司公告，宏源证券

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5 年农药行业工作经验, 2008 年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3 年化工行业工作经验, 4 年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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。