

# 聚氨酯硬泡龙头，受益于建筑节能发展

## ——联创节能（300343）新股定价

2012 年 07 月 26 日

建议申购

联创节能

新股定价

### 摘要：

- **公司是国内聚氨酯硬泡龙头企业。**联创节能拥有 2 万吨的聚氨酯硬泡产能，2011 年建筑节能用组合聚醚的销售收入占主营业务收入的 47.70%，是公司最大的业务，目前国内市场占有率为 13%，由于建筑节能市场前景广阔，未来公司产品在该行业的应用具有持续上升动力。公司在太阳能热水器行业的市场占有率达 30%，位居行业第一，未来需求保持持续增长。
- **建筑节能是未来聚氨酯硬泡发展的重要领域。**近十年来，全球聚氨酯硬泡一直保持 7% 左右的需求增速，国际上的最大用途主要是在建筑节能，约有一半以上使用在该领域；而国内的最大领域在冰箱冰柜的家电保温方面。随着国内建筑节能要求的加大，预计建筑节能领域需求增速将会加倍增长。在组合聚醚与聚合 MDI 反应生成聚氨酯硬质泡沫的过程中，由于聚合 MDI 的成分相对单一、性能相对固定，因此硬泡组合聚醚的成分和性能直接决定着聚氨酯硬泡生产的工艺性能、产品的物理性能与使用特性。
- **公司在太阳能和建筑节能领域技术领先。**在太阳能热水器用组合聚醚生产领域，公司是较早研制并推广“一枪注料太阳能热水器专用组合聚醚”的企业；在建筑节能领域，公司是国内较早将“低密度 100% 水基板材专用组合聚醚”批量应用到聚氨酯板材生产的企业。
- **公司募投项目主要用于新增产能。**公司本次拟向社会公开发行 1,000 万股 A 股，占发行后总股本的 25%，募集资金主要是用于 3 万吨的组合聚醚及配套聚醚多元醇项目，研发中心及中试车间项目、补充流动资金。3 万吨的组合聚醚及配套聚醚多元醇项目先期公司已经做了一些投入，预计在 9 月份完工，10 月份投产。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2012-2014 年的每股收益分别为 1.45 元、2.15 元、2.68 元，我们可以参考行业的估值水平，给予市盈率 20-22 倍之间，对应的市场合理价格区间为 29-31.9 元。

### 财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	339.07	446.19	510.04	710.62	877.25
增长率（%）	58.17%	31.59%	14.31%	39.33%	23.45%
净利润（百万元）	32.53	50.90	58.01	85.93	107.27
增长率（%）	130.91%	56.46%	13.97%	48.13%	24.84%
每股收益（元）	1.08	1.70	1.45	2.15	2.68
净资产收益率（%）	41.56%	39.40%	13.21%	17.82%	20.02%
PE	26.02	16.53	19.38	13.08	10.48
PB	10.77	6.53	2.56	2.33	2.10

### 杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：

S1480510120014

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

上市首日定价区间 29-31.9 元

### 发行上市资料

总股本（万股）	3000
发行量（万股）	1000
发行日期	发行方式
保荐机构	东吴证券

### 发行前财务数据

每股净资产（元）	4.31
净资产收益率（%）	49.07
资产负债率（%）	42.41

### 主要股东和持股比例

李洪国	45.85%
邵秀英	17.82%
魏中传	8.88%
张玉国	7.45%
山东创润投资有限公司	7%
上海雍瑞投资咨询有限公司	4.1%
杭州厚安投资管理有限公司	3.7%

## 目录

<b>1.建筑节能是未来聚氨酯硬泡发展的重要领域</b>	<b>4</b>
1.1 全球的聚氨酯硬泡需求稳步增长	4
1.1 全球聚氨酯硬泡消费结构以建筑节能为主	4
1.3 我国聚氨酯硬泡需求快速增长	6
1.4 “低碳经济”为行业的持续高速发展带来契机	6
1.5 组合聚醚配方设计是决定聚氨酯硬泡性能的关键	7
<b>2.公司是建筑节能和太阳能热水器用聚氨酯硬泡聚醚龙头</b>	<b>7</b>
2.1 公司近四年以来净利润保持良好的持续增长	7
2.2 在太阳能热水器应用领域，公司市场占有率位居第一	8
2.3 在建筑节能应用领域，公司市场地位持续上升	8
2.4 产品销售价格波动对发行人未来成长性的影响不大	8
<b>3.募投项目情况</b>	<b>9</b>
3.1 公司募投项目主要是用于新增组合聚醚的产能	9
3.2 太阳能热水器领域未来保持持续增长	10
3.3 建筑节能领域是聚氨酯硬泡未来需求增长的重要领域	10
<b>4.盈利预测及投资建议</b>	<b>10</b>
<b>5.风险提示</b>	<b>11</b>

## 表格目录

表 1: 聚氨酯组合聚醚 2010 年其市场占有率情况.....	5
表 2: 来几年我国聚氨酯硬泡组合聚醚市场需求数据 .....	6
表 3: 公司募投项目进展情况分析.....	9

## 插图目录

图 1: 全球聚氨酯硬泡产量及增速分析 .....	4
图 2: 2010 年美国聚氨酯硬泡消费结构分析.....	5
图 3: 2010 年我国聚氨酯硬泡消费结构分析.....	5
图 4: 中国聚氨酯硬泡产量及增速分析 .....	6
图 5: 公司 2008-2011 年营业收入（单位：百万元） .....	7
图 6: 公司 2008-2011 年营业利润（单位：百万元） .....	7
图 7: 公司 2008-2011 年主要产品毛利率 .....	7
图 8: 公司 2008-2011 年主要产品毛利润（单位：百万元） .....	7
图 9: 2009 年至 2011 年聚醚 4110 采购价格（不含税）趋势.....	8
图 10: 2009 年至 2011 年公司产品销售价格（不含税）趋势 .....	8
图 11: 公司募投项目新增产能分析 .....	9

历经多年高速发展，公司目前已成长为国内重要组合聚醚供应商。2010 年公司在太阳能热水器行业的市场占有率达 30%，位居行业第一。此外，公司亦高度重视建筑节能市场的开拓。近年来，我国节能厂房、建筑外墙、集中供热管道、冷库等建筑节能行业对聚氨酯硬泡的应用增长迅速，市场已初具规模。2011 年公司建筑节能用组合聚醚的销售收入占主营业务收入的 47.70%，并在销量方面超越太阳能热水器行业成为公司产品的第一大应用领域，由于建筑节能市场前景广阔，未来公司产品在该行业的应用具有持续上升动力。

## 1.建筑节能是未来聚氨酯硬泡发展的重要领域

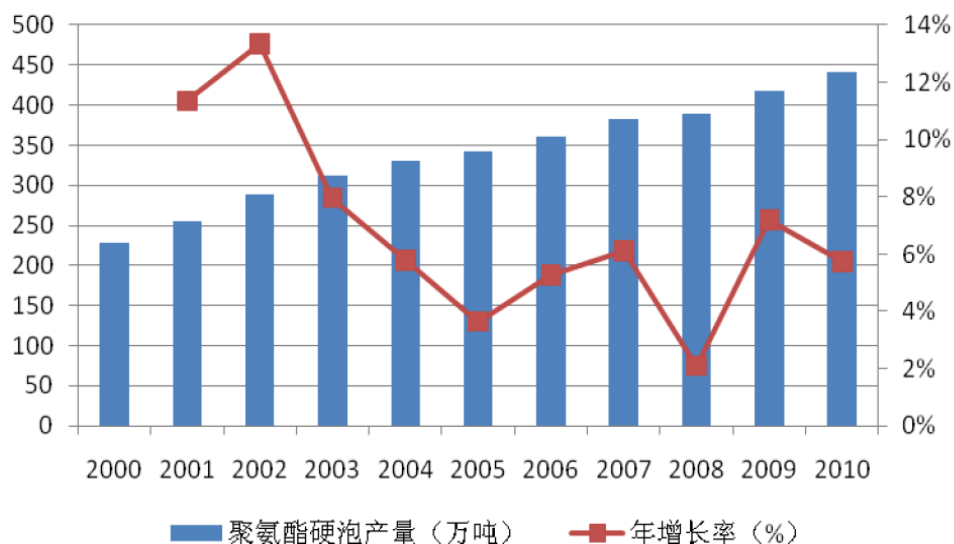
### 1.1 全球的聚氨酯硬泡需求稳步增长

作为一种重要的高分子材料，聚氨酯硬泡凭借其优异的性能和良好的适应性，自 20 世纪 50 年代实现工业化生产以来，历经快速发展。2000 年-2010 年全球聚氨酯硬泡产量由 229 万吨增至 442 万吨，年均复合增长率达 6.80%，成为聚氨酯产品的重要组成部分。

纵观聚氨酯硬泡在全球范围内的发展现状，欧美发达国家聚氨酯硬泡行业已进入成熟发展期，行业内大型企业拥有强大的技术及研发能力，生产较为集中；同时，在低碳节能观念的影响下，其技术发展以环保、节能为主。主要体现在生产工艺和原料符合低排放、低污染、低能耗标准，原料可循环利用或使用可再生资源等方面。

亚洲市场容量巨大，随着众多跨国化工企业将业务重点和研发中心纷纷转移至亚洲甚至中国市场，未来亚洲市场将保持持续快速增长的态势。此外，中东、印度等地区聚氨酯硬泡市场发展尚处起步阶段，具有较强的发展潜力。

图 1：全球聚氨酯硬泡产量及增速分析



数据来源：《中国聚氨酯行业大全（2009-2010）》、普华咨询《2010 年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》

### 1.1 全球聚氨酯硬泡消费结构以建筑节能为主

全球范围内，聚氨酯硬泡大多用于生产建筑节能材料，包括聚氨酯板材、喷涂泡沫和管道保温材料等，其在全球建材应用领域占据 15% 左右的市场份额。欧美等发达国家的聚氨酯硬泡 50% 以上用于建筑节能领域。其中以美国的聚氨酯硬泡消费结构为例，建筑节能行业占硬泡消费总量的 54%。

我国聚氨酯硬泡的消费主要集中在冰箱、冰柜等冷藏保温行业，2010 年其消耗的聚氨酯硬泡占总量的 58%，建筑节能和太阳能热水器行业的占比分别为 22% 和 5%。未来随着低碳经济发展路线的进一步推进，建筑节能和太阳能热水器行业的聚氨酯硬泡消耗将有广阔的增长空间。

图 2：2010 年美国聚氨酯硬泡消费结构分析

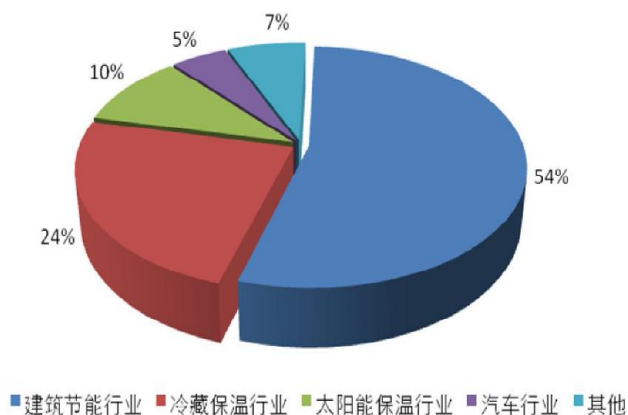
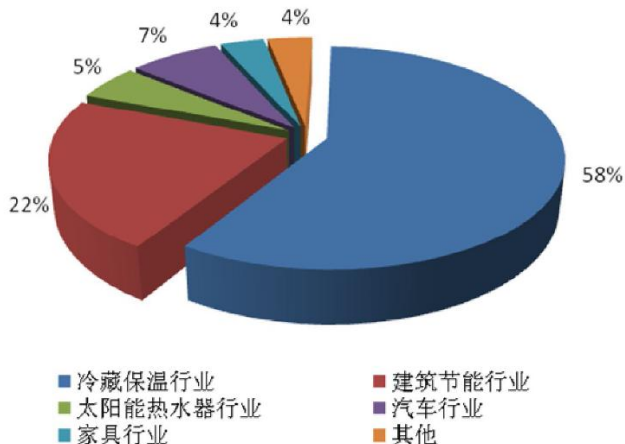


图 3：2010 年我国聚氨酯硬泡消费结构分析



资料来源：数据来源：普华咨询《2010 年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》

数据来源：《2010 年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》

表 1：聚氨酯组合聚醚 2010 年其市场占有率情况

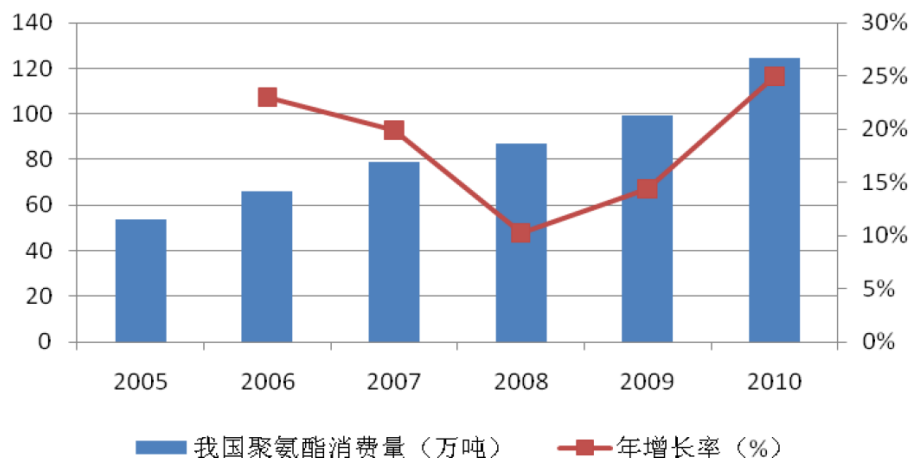
类别	公司名称	销量(万吨)	市场占有率 (%)	主要应用领域
国外厂商	拜耳	2.5	4.62	集装箱、冰箱、建筑节能等
	巴斯夫	3	5.55	集装箱、冰箱、建筑节能等
	亨斯迈	2.5	4.62	冰箱、建筑节能等
	陶氏	1.2	2.22	冰箱、冰柜、汽车等
国内厂商	南京红宝丽	8.3	15.34	冰箱、冷链等
	万华容威	2.8	5.18	冰箱、建筑节能等
	联创节能	2	3.7	太阳能热水器、建筑节能、冰箱等
	东大聚合物	1.8	3.33	冰箱、太阳能热水器等
	绍兴恒丰	1.5	2.77	冰箱、太阳能热水器等
	光阳实业	1.5	2.77	冰箱等
	广州朗腾	1.2	2.22	冰箱等
	天津天寰	1.2	2.22	冰箱等
	其他	24.6	45.47	-
	合计	54.1	100	-

数据来源：环球聚氨酯网

### 1.3 我国聚氨酯硬泡需求快速增长

近年来，国内冷藏保温、建筑节能、太阳能行业、汽车、家具等产业的快速发展，极大拉动了聚氨酯硬泡产品的需求，全球范围内聚氨酯硬泡的发展重心也逐渐向中国转移。2005年-2010年我国聚氨酯硬泡消耗量由53.5万吨增至124.3万吨，年均复合增长率达18.4%，聚氨酯硬泡已成为我国化工产业发展最快的行业之一。

图 4：中国聚氨酯硬泡产量及增速分析



数据来源：《数据来源：普华咨询《2010年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》》

### 1.4 “低碳经济”为行业的持续高速发展带来契机

“低碳经济”是缓解能源问题，实现我国产业结构升级和转变经济增长方式的必由之路。我国能源短缺，人均资源匮乏，煤炭、石油、天然气的人均占有量分别只有世界平均水平的79%、6.1%、6.5%，而长期以来粗放型经济增长方式使得我国能源消费的快速增长与资源约束形成鲜明对比。2001年-2007年，我国能源消费年均增长率达9.8%，而同期欧美26国仅为0.62%。按照2020年中国GDP翻两番的目标，中国能源需求增长率达4.4%，届时其增长量将占到全球增长量的1/3。我国能源安全问题日益凸显。

未来建筑节能对公司的聚氨酯硬泡的需求拉动会有很大的贡献，建筑能耗作为我国的能耗大户，未来节能减排潜力巨大。我国430多亿平方米的既有建筑，95%属于高能耗建筑，而新建建筑也只有15~20%执行了建筑节能设计标准。我国单位建筑能耗是同纬度西欧和北美国家的2~3倍。为实现我国对既有建筑的节能改造目标，既有建筑外墙保温改造所需硬泡组合聚醚的市场容量巨大。

“低碳经济”宏观背景下，太阳能热水器以其环保、经济和能源可再生性使得市场需求迅猛增长。2000年-2010年，太阳能热水器年产量由640万平方米增长至4,900万平方米，期间年均复合增长率达22.6%。目前，我国是世界上最大的太阳能热水器生产国和太阳能热水器市场，太阳能热水器集热面积位居世界第一。

表 2：来几年我国聚氨酯硬泡组合聚醚市场需求数据

年份	2010	2011	2012	2013	增长率
国内市场需求量合计(万吨)	56.8	67.8	78.8	89.9	16.50%

数据来源：环球聚氨酯网、普华咨询《2010年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》

## 1.5 组合聚醚配方设计是决定聚氨酯硬泡性能的关键

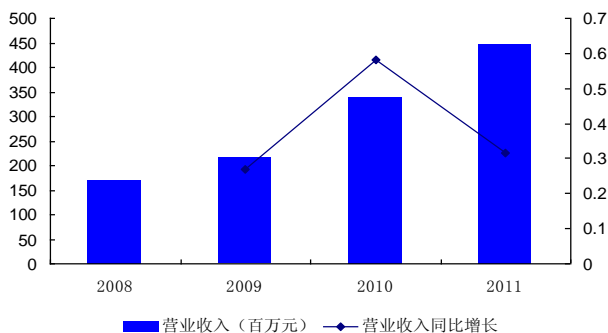
在组合聚醚与聚合 MDI 反应生成聚氨酯硬质泡沫的过程中，由于聚合 MDI 的成分相对单一、性能相对固定、可调整余地较小，聚氨酯硬泡的性能主要由组合聚醚的成分来调节，因此硬泡组合聚醚的成分和性能直接决定着聚氨酯硬泡生产的工艺性能、产品的物理性能与使用特性。聚氨酯硬泡的密度、强度、导热系数以及尺寸稳定性等均可随硬泡组合聚醚原料配方的不同而改变，因而组合聚醚配方设计在制备聚氨酯硬泡时承担着十分重要的角色，是决定聚氨酯硬泡性能的关键。

## 2.公司是建筑节能和太阳能热水器用聚氨酯硬泡聚醚龙头

### 2.1 公司近四年以来净利润保持良好的持续增长

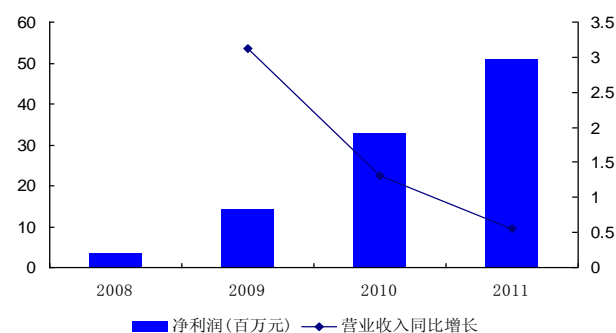
公司目前有 2 万吨的聚氨酯硬泡组合聚醚，产品主要分为热水器用组合聚醚、建筑节能用组合聚醚和冰箱冰柜用组合聚醚。凭借较强的组合聚醚配方设计及研发技术，2010 年公司在太阳能热水器行业的市场占有率达 30%，位居行业第一，并以优异的产品质量成为国内绝大多数太阳能热水器一线品牌企业的重要组合聚醚原料供应商。公司在聚氨酯板材的市场占有率达 13% 左右。未来随着建筑节能市场的进一步发展以及公司对建筑节能市场的进一步开拓，公司在该行业的销售具有持续上升动力，市场地位将得到进一步提高。

图 5：公司 2008-2011 年营业收入（单位：百万元）



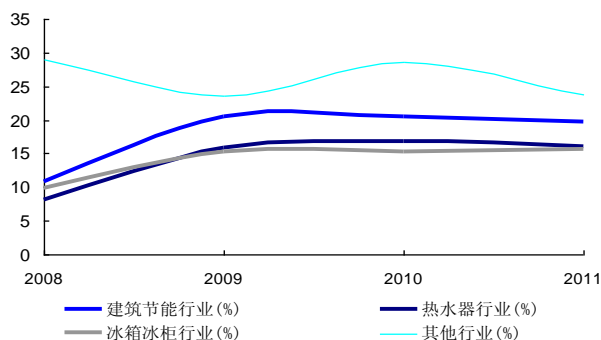
资料来源：wind，东兴证券

图 6：公司 2008-2011 年营业利润（单位：百万元）



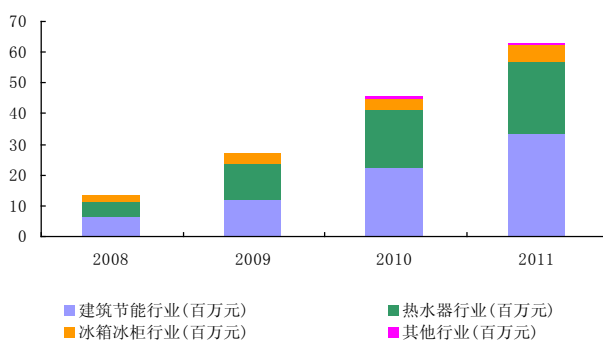
资料来源：wind，东兴证券

图 7：公司 2008-2011 年主要产品毛利率



资料来源：wind，东兴证券

图 8：公司 2008-2011 年主要产品毛利润（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券



## 2.2 在太阳能热水器应用领域，公司市场占有率位居第一

在太阳能热水器用组合聚醚生产领域，公司处于行业领先地位，具备主导优势。公司是较早研制并推广“一枪注料太阳能热水器专用组合聚醚”的企业；也是较早将 HFC-245fa、100%水基等全无氟（ODP=0）发泡体系组合聚醚批量应用到太阳能热水器行业的企业，其中“超低密度（ $d \leq 30\text{kg/m}^3$ ）100%水基太阳能热水器专用组合聚醚”实现了市场批量供应。

凭借较强的组合聚醚配方设计及研发技术，2010 年公司在太阳能热水器行业的市场占有率达 30%，位居行业第一。目前公司已经成为国内绝大多数太阳能热水器一线品牌企业的重要组合聚醚原料供应商，主要客户包括：太阳雨、皇明、亿家能、桑夏、力诺瑞特、四季沐歌、天普、华扬、澳柯玛、桑乐、美的、辉煌等。

以太阳能热水器市场为支撑，公司实现了相关产品收入的稳步增长。2009 年-2011 年，公司太阳能热水器用组合聚醚销售收入分别为 7,608.36 万元、10,819.85 万元和 14,594.85 万元，年均复合增长 38.50%。

## 2.3 在建筑节能应用领域，公司市场地位持续上升

在建筑节能用组合聚醚生产领域，凭借较强的配方设计及配套能力，公司竞争优势逐步显现，市场地位得到进一步提升。在聚氨酯连续性板材生产领域，公司于 2007 年成功打破巴斯夫、亨斯曼、拜耳等跨国公司对国内市场的长期垄断，并于 2010 年创造了 20 米/分钟的连续性板材生产速度记录；在全无氟发泡剂替代方面，公司是国内较早将“低密度 100%水基板材专用组合聚醚”批量应用到聚氨酯板材生产的企业；同时，公司还是国内较早研制出氧指数  $\geq 32$  的 B1 级高阻燃喷涂用组合聚醚的企业，其产品在阻燃性方面具有突出竞争优势。

公司以配方设计与研制技术为支撑，近年来，实现了建筑节能市场份额的逐步上升。截至 2010 年底，公司在聚氨酯板材的市场占有率达 13% 左右。近年来聚氨酯连续性板材产品需求快速增长，目前我国从国外引进的连续性聚氨酯夹芯板生产线已接近 40 条，投产 30 余条，公司已经实现供货的 18 条，公司在该领域的市场份额正在快速增长。

以建筑节能市场为重点拓展方向，公司在内取得显著成效。2009 年-2011 年，公司建筑节能用组合聚醚销售收入分别为 5,721.40 万元、11,013.99 万元和 16,748.14 万元，年均复合增长率达 71.09%。凭借建筑节能行业巨大的发展潜力与广阔的市场前景，2011 年公司产品在建筑节能行业实现的销售收入达主营业务收入的 47.70%，并在销量方面超越太阳能热水器行业成为公司产品的第一大应用领域。

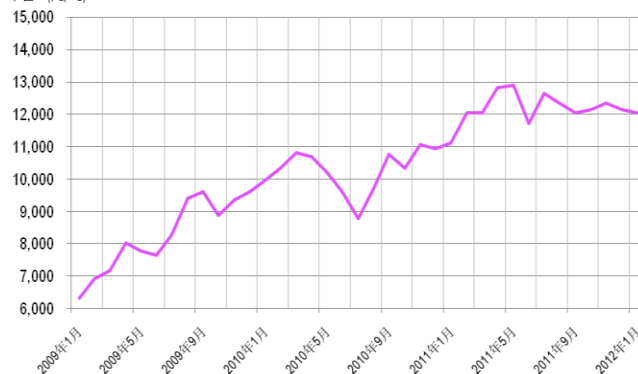
## 2.4 产品销售价格波动对发行人未来成长性的影响不大

由于公司产品销售采用灵活的“成本加成”定价模式，公司产品价格与上游原材料价格高度相关，销售价格主要是受原材料采购成本影响。公司具备较强的产品定价能力，尤其是 2009 年以来随着公司市场地位的稳固，公司产品价格每月都会根据原材料价格波动情况调整 1-2 次，价格调整非常及时。目前公司产品的销售价格和成本一直保持联动态势，原材料价格虽持续波动，公司均能够及时调整销售价格。近几年公司产品的毛利率基本稳定，产品销售价格波动对公司未来成长性不会产生重大不利影响。

图 9：2009 年至 2011 年聚醚 4110 采购价格（不含税）趋势      图 10：2009 年至 2011 年公司产品销售价格（不含税）趋势

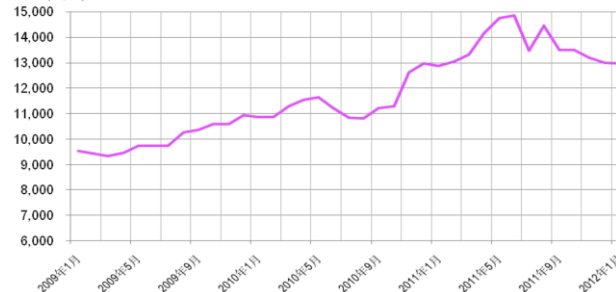


单位：(元/吨)



资料来源：招股说明书

单位：(元/吨)



资料来源：招股说明书

### 3.募投项目情况

#### 3.1 公司募投项目主要是用于新增组合聚醚的产能

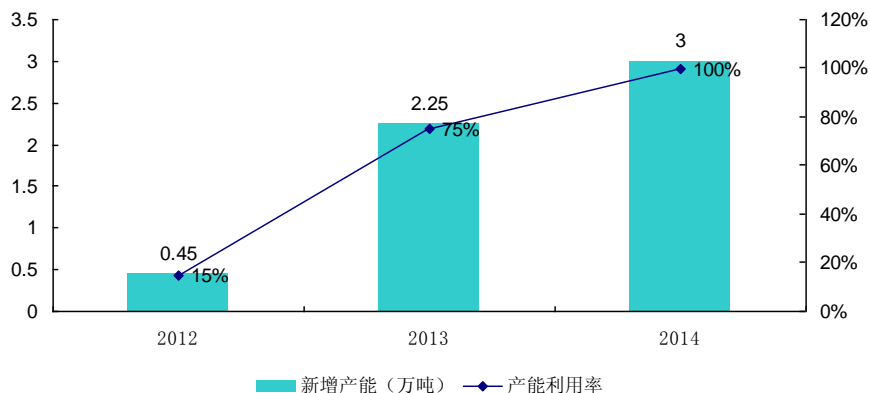
公司本次拟向社会公开发行 1,000 万股普通股 A 股，占发行后总股本的 25%，募集资金主要是用于 3 万吨的组合聚醚及配套聚醚多元醇项目，研发中心及中试车间项目、补充流动资金。3 万吨的组合聚醚及配套聚醚多元醇项目建设期 12 个月，先期公司已经做了一些投入，预计在 9 月份完工，10 月份投产。

表 3：公司募投项目进展情况分析

序号	项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	核准备案
1	3 万吨/年组合聚醚及配套聚醚多元醇项目	13,647.57	9,850.00	【2011】淄发改证 5 号
2	研发中心及中试车间项目	1,850.00	1,850.00	【2011】淄发改证 4 号
3	补充流动资金	3,000.00	3,000.00	-
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-
	合计	18,497.57	14,700.00	-

资料来源：招股说明书

图 11：公司募投项目新增产能分析



数据来源：《数据来源：普华咨询《2010 年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》

### 3.2 太阳能热水器领域未来保持持续增长

中国太阳能热水器从无到有迅速发展壮大，根据《2008-2010 年中国太阳能热利用产业发展研究报告》显示，中国太阳能热水器行业快速发展得益于农村市场、节能工程以及国际市场的发展。在农村市场方面：在太阳能下乡政策和新农村建设的形势下，农村市场今后仍是太阳能热水器市场的主体，2009 年农村市场销售量占到当年总销量的 50%左右，预计 2020 年中国农村太阳能应用量将达 60%以上，销售额达 2,000 亿元以上。在节能工程市场方面：随着国家对建筑节能的重视，民用住宅建筑热水工程、公共建筑热水系统、惠农太阳能热水工程及工农业生产热水工程的快速增长进一步推动了太阳能热水器的发展。在国际市场方面：太阳能热水器企业积极开拓国际市场，预计 2020 年出口额将达 10 亿美元以上。

目前，我国是世界上最大的太阳能热水器生产国和太阳能热水器市场，太阳能热水器集热面积位居世界第一。2010 年太阳能热水器年产量达 4,900 万平方米，年产值 800 亿元，至 2020 年我国太阳能热水器年产量将达 2 亿平方米左右。随着太阳能热水器市场的持续快速增长，聚氨酯硬泡组合聚醚的需求也将显著提升，未来具有广阔的发展空间。根据普华咨询《2010 年中国聚氨酯硬泡市场研究报告》，预计 2011、2012、2013 年太阳能热水器行业所需硬泡组合聚醚分别为 4.1、5.1、5.9 万吨，复合增长率为 23.9%。

### 3.3 建筑节能领域是聚氨酯硬泡未来需求增长的重要领域

目前，我国拥有世界上最大的建筑市场，已建房屋有 430 多亿平方米，其中 95%左右为高能耗建筑；而在新建筑中，90%以上也属于高能耗建筑。建材及建筑的能耗占能源总消耗的 47.3%，约占社会总能耗的 1/3，建筑节能已成为我国经济发展过程中迫切需要解决的问题。

为了贯彻“节能降耗”政策，提高建筑节能标准，我国政府相继颁布了《节能中长期专项规划》、《节约能源法》、《民用建筑节能条例》等法规。《民用建筑节能设计标准》、《公用建筑节能设计标准》明确要求，新建建筑必须达到 50%节能率，2010 年节能率要达到 65%。2010 年 4 月 28 日，国务院政府工作会议上要求新建建筑 95%必须要达到节能标准。“十二五”期间，我国有史以来规模最大的保障性安居工程全面启动。2011 年，1,000 万套计划建设保障性住房全面开工，为聚氨酯硬泡行业的发展提供了良好发展契机。

为实现我国对既有建筑的节能改造目标，既有建筑外墙保温改造所需硬泡组合聚醚市场容量巨大；目前我国每年新建建筑达 20 亿平方米，房地产市场新建建筑将带动聚氨酯硬泡组合聚醚行业的持续高速发展。

## 4. 盈利预测及投资建议

公司的新建的 3 万吨硬泡组合聚醚项目预计在 2012 年贡献新产能 15%，2013 年贡献新产能 75%，2014 年贡献新产能 100%。其中我们判断建筑节能未来增长迅速，太阳能热水器保持相对高速增长，而冰箱冰柜市场饱和、保持 10%左右的增速。我们预计 2012-2014 年的每股收益分别为 1.45 元、2.15 元、2.68 元，我们可以参考行业的估值水平，给予 20-22 倍市盈率，对应的市场合理价格区间为 29-31.9 元。

## 5.风险提示

投资者未来投资同大股份的主要风险有：

- 1.建筑节能材料市场推广低于市场预期。
- 2.冰箱行业持续低迷，对保温材料需求减少。

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	339.07	446.19	510.04	710.62	877.25
营业成本	289.05	379.17	431.86	594.13	730.92
营业费用	6.85	7.28	8.67	12.08	14.91
管理费用	4.51	6.61	7.24	10.09	12.46
财务费用	0.65	0.37	(1.68)	(3.23)	(3.54)
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.21	51.53	62.68	95.77	120.30
利润总额	37.29	58.54	66.68	98.77	123.30
所得税	4.76	7.64	8.67	12.84	16.03
净利润	32.53	50.90	58.01	85.93	107.27
归属母公司所有者的净利润	32.53	50.90	58.01	85.93	107.27
NOPLAT	33.03	45.13	53.07	80.51	101.58
每股收益	0.81	1.27	1.45	2.15	2.68

资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	65.69	67.12	316.60	328.44	379.23
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	26.82	27.35	16.77	23.36	28.84
预付款项	35.99	12.64	21.28	33.16	47.78
存货	38.87	33.73	33.13	45.58	56.07
流动资产合计	179.23	173.19	416.04	469.91	560.52
非流动资产	7.22	51.10	133.95	151.94	139.33
资产总计	186.45	224.28	549.99	621.85	699.85
短期借款	20.00	8.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	32.65	26.17	41.41	56.97	70.09
预收款项	11.62	12.41	12.41	12.41	12.41
流动负债合计	108.17	74.61	90.31	119.21	143.57
非流动负债	0.00	20.50	20.50	20.50	20.50

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	78.28	129.17	439.18	482.14	535.78
净营运资本	71.06	98.57	325.72	350.70	416.95
投入资本 IC	32.59	70.06	122.58	153.70	156.55

现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	32.53	50.90	58.01	85.93	107.27
折旧摊销	0.81	1.75	0.00	22.01	22.61
净营运资金增加	52.22	27.52	227.15	24.98	66.25
经营活动产生现金流	23.65	35.85	103.83	91.58	110.89
投资活动产生现金流	(36.30)	3.52	(100.00)	(40.00)	(10.00)
融资活动产生现金流	39.99	(12.94)	245.66	(39.74)	(50.10)
现金净增（减）	27.34	26.43	249.49	11.84	50.79

### 分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。
-