

## 聚氨酯

报告原因：公司调研

2012 年 12 月 17 日

## 市场数据：2012 年 12 月 17 日

收盘价（元）	38.05
一年内最高/最低（元）	39.98/26.74
市净率	3.6
市盈率	28.1
流通 A 股市值（百万元）	381

## 基础数据：2012 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	10.43
资产负债率%	20.45
总股本/流通 A 股（百万）	40/10
流通 B 股/H 股（百万）	

## 相关研究

## 分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: pei Yunpeng@sxzq.com

## 分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email: sumiao@sxzq.com

021-38529770

## 联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 联创节能

首次

## 产能大幅扩张，业绩将迎来爆发式增长

增持

⑤ **大幅扩张硬泡组合聚醚的产能。**公司是热水器用硬泡组合聚醚的龙头企业，2010 年的市场占有率为 30%。2012 年硬泡组合聚醚的产能为 2 万吨，新增 3 万吨产能预计于 2013 年二季度投产，新增的 3 万吨硬泡组合聚醚配套有 2 万吨单体聚醚，配套的单体聚醚主要以生物基聚醚、高阻燃聚醚等特种聚醚为主，预计 2013 年下半年投产。2011 年的产量为 2.57 万吨，预计 2012 年的产量大约为 2.8 万吨左右，2012 年硬泡组合聚醚的含税价格为 14000~16000 元/吨，硬泡组合聚醚的毛利率大约为 18%左右，预计 2013 年硬泡组合聚醚的产量大约为 3.5 万吨左右。

⑤ **建筑节能市场是未来重点开拓的市场，配方优势或者技术服务优势是硬泡组合聚醚的主要竞争优势。**公司硬泡组合聚醚的下游主要包括太阳能热水器、建筑节能、冰箱冰柜等。2011 年，建筑节能领域所占的比重为 46%，太阳能热水器所占的比重为 43%。2012 年，预计建筑节能所占的比重大约为 50%左右，太阳能热水器所占的比重大约为 40%左右，建筑节能市场所占比重不断提升。公司在组合聚醚市场的主要竞争优势是配方优势或者说是技术服务优势，目前公司有 500 个左右的配方，每年都有 100 个左右的配方在不断更新。未来聚醚技术研发方向就是生物基硬泡组合聚醚、高阻燃硬泡聚醚、高速连续线板材和水基板材专用聚醚等。

⑤ **聚氨酯保温板市场空间非常广阔，新增产能明年将大幅释放。**公司现有聚氨酯保温板的产能是 110 万平米，2013 年产能将达到 1000 万平方米，新增产能预计明年第二季度投产，全年预计销售 400~500 万平方米。2012 年聚氨酯板材的产量大约生产 20~30 万平方米左右，产品价格大约为 70~100 元/平米（厚度 5cm），其中，B1 级阻燃的价格为 90~100 元/平米，B2 级阻燃的价格为 70~80 元/平米，根据我们的测算，5cm 厚、密度为 45kg/立方米的聚氨酯保温板的单位生产成本为 46~48 元/平方米左右，预计毛利率大约为 26%~30%。

⑤ **业绩与估值。**预计 2012~2014 年的每股收益为 1.4、2.87 和 5.05 元。2012 年 12 月 17 日（38.05）对应 2012 年的 PE 为 27.2 倍，对应 2013 年的 PE 为 13.3 倍，目前股价经过暴涨，短期具有下行的压力。但是长期来看，聚氨酯板材的市场空间广阔，公司产能扩张非常迅猛，随着 1000 万平米聚氨酯保温板的产能释放，2013 年公司业绩将迎来爆发式的增长。基于谨慎的原则，我们首次给予“增持”的评级。

⑤ **风险提示。**1、1000 万平米聚氨酯保温板的产能释放进度低于预期、竞争激烈导致聚氨酯保温板的价格大幅下跌

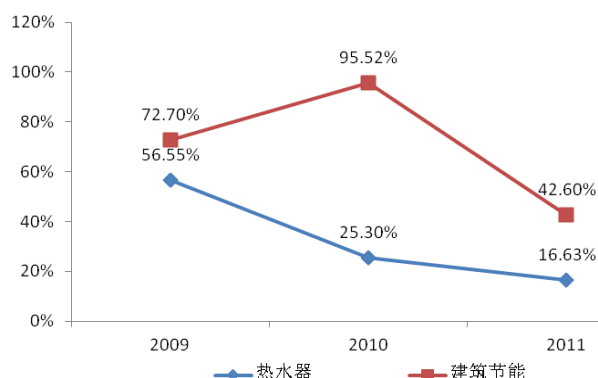
## 1、硬泡组合聚醚：建筑节能是未来重点开拓的领域

2012 年硬泡组合聚醚的产能为 2 万吨，未来将新增 3 万吨产能，新增产能预计于 2013 年二季度投产。新增的 3 万吨硬泡组合聚醚配套有 2 万吨单体聚醚，配套的单体聚醚主要以生物基聚醚、高阻燃聚醚等特种聚醚为主，产能建设的进度相对比较缓慢，预计 2013 年下半年才能建成投产。

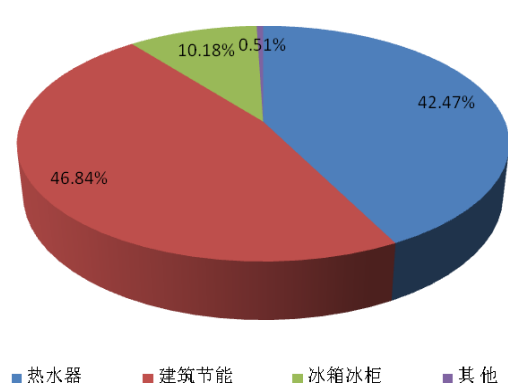
2011 年的产量为 2.57 万吨，预计 2012 年的产量大约为 2.8 万吨左右，2012 年硬泡组合聚醚的含税价格为 14000~16000 元/吨，原材料单体聚醚的含税价格为 11500~14000 元/吨，硬泡组合聚醚的毛利率大约为 18%左右，预计 2013 年硬泡组合聚醚的产量大约为 3.5 万吨左右。

从下游行业来看，公司硬泡组合聚醚的下游主要包括太阳能热水器、建筑节能、冰箱冰柜等。2011 年，建筑节能领域所占的比重为 46%，太阳能热水器所占的比重为 43%。2012 年，随着建筑节能市场所占比重的不断提升，预计建筑节能所占的比重大约为 50%，太阳能热水器所占的比重大约为 40%左右，所占比重继续下滑。2007~2009 年，太阳能热水器的增长率大约为 30%左右，2010 年开始，太阳能热水器的消费量开始出现了下滑，目前太阳能热水器的增长率大约为 17%~20%左右，预计未来公司在热水器领域所占的比重会呈现逐步下滑的态势。

图表 1：2009~2011 年主要下游产量的同比变化情况（%）



图表 2：2011 年主要下游领域所占的比重（%）



数据来源：招股说明书 山西证券研究所

在太阳能热水器领域，公司与国内太阳能热水器的前 20 大企业都建立了供应关系，大客户主要包括日出东方、皇明太阳能、桑夏和力诺瑞特等，重点客户的采购比重大约都在 70%左右。在建筑节能领域，公司将冷库用保温板、管道保温都归属为建筑节能，由于建筑保温板市场比较分散，产能集中度比较低，因此相关领域的客户并没有出现

在公司前 5 大客户中。目前在聚氨酯保温板市场比较大的企业包括河南天丰、北京多维、山东万事达等企业，目前公司和这些领先企业已经建立了稳定的合作关系。

公司在组合聚醚市场的主要竞争优势是配方优势或者说是技术服务优势，公司采购单体聚醚，经过复配后生产组合聚醚，目前公司有 500 个左右的配方，每年都有 100 个左右的配方在不断更新。未来聚醚技术研发方向就是生物基硬泡组合聚醚、高阻燃硬泡聚醚、高速连续线板材和水基板材专用聚醚。

在竞争对手方面，在太阳能热水器方面，主要的竞争对手是东大聚合物，东大聚合物市场开拓进度比较缓慢，预计市场占有率呈现下滑的态势。在建筑节能领域，市场空间非常大，目前主要是以开拓市场为主，竞争压力相对比较小。

## 2、聚氨酯保温板：未来市场空间非常广阔， 预计新增产能明年将大幅释放

公司现有聚氨酯保温板的产能是 110 万平米，未来将新建 890 万平方米，预计产能将达到 1000 万平方米，现有的 110 万平米是连续线生产技术，后续新建的厂房是自有土地，预计明年第二季度投产。

110 万平米板材在 10 月份开始投产，预计 2012 年的产量大约为 20~30 万平方米左右，产品价格大约为 70~100 元/平米，其中，B1 级阻燃的价格为 90~100 元/平米，B2 级阻燃的价格为 70~80 元/平米，毛利率大约为 26%~30%左右，根据我们的测算，5cm 厚、密度为 45kg/立方米的聚氨酯保温板的单位生产成本为 46~48 元/平方米左右。

在阻燃性能方面，在聚氨酯保温板的生产过程中通过添加溴系阻燃剂提升产品的阻燃性能，公司生产的聚氨酯保温板的阻燃性能可以达到 B1 级，通过表面复合水泥砂浆后，复合聚氨酯保温板可以达到 A 级阻燃标准。

从销售区域来看，东北、北京、河北和山东是公司的主要销售区域，目前公司既销售聚氨酯保温板同时也销售生产聚氨酯保温板所需要的硬泡组合聚醚，部分聚氨酯板材企业既是公司的客户，也是公司的竞争对手，但是目前市场空间比较大，公司通过和客户采用联合竞标的方式解决相互竞争的问题。

在产品认证和备案方面，产品已经完成了认证工作。山东、北京和东北的部分省市产品备案工作已经完成。淄博保障房是公司的目标市场之一，2012 年淄博将新建 2 万套保障房，按照 90 平米/套来估算，预计淄博带来的市场空间大约为 100 万平方米左右。

### 3、业绩与估值

1、公司的主要产品包括硬泡组合聚醚、聚氨酯保温板，产品销量、不含税价格和毛利率的假设情况如下；

2、所得税税率按照 15%估算；

3、不考虑联创节能建筑节能工程有限公司带来的销售收入；

图表 3：主要产品的毛利率及销量假设

		2012E	2013E	2014E
硬泡组合聚醚	销量（吨）	28663.48	34396.18	41275.42
	不含税价格（元/吨）	12905.98	12820.51	12820.51
	毛利率（%）	19.03%	18.49%	18.49%
聚氨酯保温板	销量（万平米）	30	400	1000
	不含税价格（平米/元）	64.10	64.10	64.10
	毛利率（%）	25.92%	25.92%	25.92%

数据来源：山西证券研究所

按照上述假设估算，预计 2012~2014 年的每股收益为 1.4、2.87 和 5.05 元。2012 年 12 月 17 日（38.05）对应 2012 年的 PE 为 27.2 倍，对应 2013 年的 PE 为 13.3 倍，股价经过暴涨，短期股价具有下行的压力。但是长期来看，聚氨酯板材的市场空间广阔，公司产能扩张非常迅猛，随着 1000 万平米聚氨酯保温板的产能释放，2013 年公司业绩将迎来爆发式的增长。基于谨慎的原则，我们首次给予“增持”的评级。

### 4、风险提示

- 1、1000 万平米聚氨酯保温板的产能释放进度低于预期
- 2、竞争激烈导致聚氨酯保温板的价格大幅下跌



图表 4: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2012/12/17)

利润表						资产负债表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	339.07	446.19	493.91	811.05	1,290.87	现金	65.69	67.12	237.02	231.79	359.39
YOY(%)	58.2%	31.6%	10.7%	64.2%	59.2%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	289.05	379.17	409.02	649.38	1,011.18	应收款项净额	38.69	59.70	66.09	108.52	172.72
营业税金及附加	0.63	1.39	1.54	2.53	4.02	存货	38.87	33.73	36.22	57.26	89.23
销售费用	6.85	7.28	9.83	14.75	20.65	其他流动资产	35.98	12.64	13.99	22.98	36.57
占营业收入比 (%)	2.0%	1.6%	2.0%	1.8%	1.6%	流动资产总额	179.23	173.19	353.31	420.54	657.90
管理费用	4.51	5.89	8.92	14.27	22.84	固定资产净值	7.13	6.41	86.55	160.69	196.12
占营业收入比 (%)	1.3%	1.3%	1.8%	1.8%	1.8%	减: 资产减值准备	(0.17)	0.17	2.30	4.26	5.20
EBIT	38.03	51.74	62.84	128.36	230.42	固定资产净额	6.96	6.58	88.85	164.95	201.32
财务费用	0.65	0.37	(1.83)	(3.79)	(4.09)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比 (%)	0.2%	0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	在建工程	0.00	0.12	14.97	33.19	16.55
资产减值损失	(0.17)	0.17	(2.00)	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	6.96	6.70	103.82	198.14	217.87
营业利润	37.21	51.53	62.67	132.14	234.51	无形资产	0.00	44.17	42.40	40.64	38.87
营业外净收入	0.07	7.01	3.00	3.00	3.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.29	58.54	65.67	135.14	237.51	其他长期资产	0.26	0.22	0.22	0.22	0.22
所得税	4.76	7.64	9.85	20.27	35.63	资产总额	186.45	224.28	499.76	659.54	914.86
所得税率 (%)	12.8%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	20.00	8.00	10.00	10.00	10.00
净利润	32.53	50.90	55.82	114.87	201.88	应付款项	74.05	48.67	52.26	82.62	128.75
占营业收入比 (%)	9.6%	11.4%	11.3%	14.2%	15.6%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	14.12	17.94	19.48	30.76	47.85
归属母公司净利润	32.53	50.90	55.82	114.87	201.88	流动负债	108.17	74.61	81.74	123.38	186.60
YOY(%)	130.9%	56.5%	9.7%	105.8%	75.7%	长期借款	0.00	0.00	(50.00)	(50.00)	(50.00)
EPS (元)	0.81	1.27	1.40	2.87	5.05	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	20.50	41.00	61.50	82.00
主要财务比率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	负债总额	108.17	95.11	72.74	134.88	218.60
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	58.2%	31.6%	10.7%	64.2%	59.2%	股东权益	78.28	129.17	427.02	524.66	696.26
营业利润	128.0%	38.5%	21.6%	110.8%	77.5%	负债和股东权益	186.45	224.28	499.76	659.54	914.86
净利润	130.9%	56.5%	9.7%	105.8%	75.7%						
获利能力						现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率 (%)	14.8%	15.0%	17.2%	19.9%	21.7%	税后利润	32.53	50.90	55.82	114.87	201.88
净利率 (%)	9.6%	11.4%	11.3%	14.2%	15.6%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE (%)	41.6%	39.4%	13.1%	21.9%	29.0%	公允价值变动	0.17	-0.17	2.00	0.00	0.00
ROA (%)	17.4%	22.7%	11.2%	17.4%	22.1%	折旧和摊销	0.81	1.75	4.77	9.41	12.98
偿债能力						营运资金的变动	-9.06	6.11	13.28	-12.28	-26.98
流动比率	1.66	2.32	4.32	3.41	3.53	经营活动现金流	24.45	58.59	75.87	112.00	187.88
速动比率	1.30	1.87	3.88	2.94	3.05	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率 %	58.0%	42.4%	14.6%	20.5%	23.9%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-1.72	-0.60	-100.00	-100.00	-30.00
总资产周转率	181.9%	198.9%	98.8%	123.0%	141.1%	投资活动现金流	-1.72	-0.60	-100.00	-100.00	-30.00
应收账款周转天数	41.65	48.84	48.84	48.84	48.84	股权融资	0.00	0.00	250.40	0.00	0.00
存货周转天数	49.11	32.44	32.44	32.44	32.44	长期贷款的增加/	0.00	0.00	-50.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.81	1.27	1.40	2.87	5.05	股利分配	0.00	0.00	-8.37	-17.23	-30.28
每股净资产	1.96	3.23	10.68	13.12	17.41	计入循环贷款前融	0.00	0.00	192.03	-17.23	-30.28
估值比率						循环贷款的增加 (i	41.02	-56.56	2.00	0.00	0.00
P/E	46.8	29.9	27.3	13.2	7.5	融资活动现金流	41.02	-56.56	194.03	-17.23	-30.28
P/B	19.4	11.8	3.6	2.9	2.2	现金净变动额	63.75	1.43	169.90	-5.23	127.60

数据来源: 山西证券研究所



## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。