

2013年08月19日

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

红宝丽 (002165.SZ) 专用化学品行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

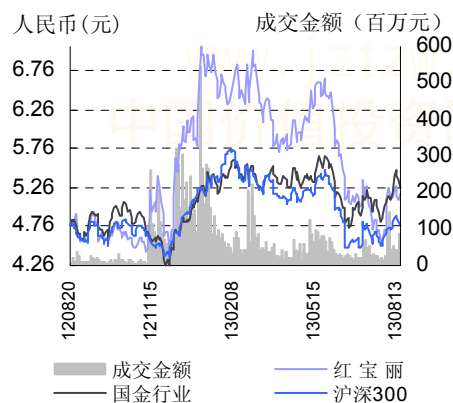
市价(人民币): 5.21元

目标(人民币): 6.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	526.43
总市值(百万元)	28.12
年内股价最高最低(元)	7.07/4.44
沪深300指数	2331.43
中小板指数	5718.10



硬泡聚醚龙头, 聚氨酯保温板领跑者

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.286	0.144	0.156	0.335	0.441
每股净资产(元)	3.35	1.79	1.95	2.28	2.72
每股经营性现金流(元)	0.19	0.39	0.09	0.32	0.44
市盈率(倍)	39.01	40.45	41.40	19.28	14.66
行业优化市盈率(倍)	17.32	19.74	22.13	22.13	22.13
净利润增长率(%)	-16.31%	2.26%	8.25%	114.74%	31.48%
净资产收益率(%)	8.53%	8.05%	8.02%	14.69%	16.18%
总股本(百万股)	268.23	543.97	543.97	543.97	543.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 受益于公消[2011]65号文取消及绿色建筑发展, 聚氨酯保温板行业将持续增长: 聚氨酯保温板占欧美国家外墙保温市场75%, 我国仅10%, 其阻燃性能为B1级, K值低于0.025, 是保温性能最好的材料。2012年底[2011]65号文的取消放开了A级限制, 各地方政府实践中采用禁止或限制B2级材料的方式, 聚苯乙烯市场份额有望被聚氨酯板取代。今年10月1日起执行的《建筑外墙外保温系统的防火性能试验方法》, 有望阻止聚苯乙烯板和劣质聚氨酯板获得B1资格, 以公司为代表的大厂将从中获益。
- 绿色建筑指满足《绿色建筑评价标准》(GB/T 50378-2006)的节能减排建筑。2012年财政部、住建部宣布补贴三星级绿色建筑80元/平方米, 2013年1月发改委《绿色建筑行动方案》提出到2015年新增绿色建筑超10亿平方米, 而2012年底我国存量仅不到1亿平方米。若国家推出相应绿色建材标准, 则聚氨酯板市场有望爆发增长。我们测算13~15年我国聚氨酯板市场总量达0.75、0.96、1.2亿平方米, 公司将持续受益于增长大趋势。
- 公司传统业务异丙醇胺、硬泡聚醚均为国内龙头, 持续稳健发展: 公司传统业务线以环氧丙烷深加工为核心, 主要产能为: 1) 用于合成表面活性剂、水泥外加剂、石油脱硫剂等产品的异丙醇胺4万吨/年, 未来将进一步替代乙醇胺。2) 主要用于合成冰箱保温板的硬泡聚醚产能15万吨/年。外墙保温市场放量有望在2015年全国新增10万吨/年需求。公司近年来传统业务稳定, 收入跟随产能扩张而不断增长, 异丙醇胺毛利率常年保持在25%, 硬泡聚醚毛利率15%, 为公司发展带来充分保障。
- 年产1500万平米聚氨酯保温板、1200万平米EVA封装胶膜将拉动公司快速扩张: 公司1200万平米EVA项目已于2011年底投产, 年产1500万平米聚氨酯保温板项目第一条、第二条生产线分别于2012年底、2013年3月投产, 共形成750万平方米产能, 2012年实现销售收入1714万元。受益于聚氨酯板行业前景, 公司将重新回到高增长通道。

投资建议

- 预计公司2013~2015年收入26.5、31.4、36.1亿元, 归属于母公司净利润0.9、1.8、2.4亿元, EPS0.16、0.34、0.44元/股。综合考虑公司行业情况及成长性, 给予14年20倍PE, 目标价6.8元, “增持”评级。

风险提示

- 市场规范化进度低于预期; 区域竞争加剧; 全球经济持续低迷

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人
(8621)60753902
zhousijie@gjzq.com.cn

蒋明远 分析师 SAC 执业编号: S1130512040003
(8621)60753922
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

内容目录

聚氨酯保温板项目将受益于行业发展机遇	4
聚氨酯性能优异，是欧美广为运用的外墙保温材料	4
聚氨酯保温板替代聚苯乙烯是行业趋势	6
公司项目国内领先，有望占据市场先机	13
深耕 PO 下游产业链，行业龙头稳步发展	13
以硬泡聚醚、异丙醇胺为核心，公司持续增长	13
冰箱需求、外墙保温将拉动硬泡聚醚增长	16
异丙醇胺用途多元，发展空间广阔	17
EVA 封装胶膜项目尚待起飞	19
盈利预测与估值	21
风险提示	21
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1：外墙和屋顶占热耗散的一半以上	4
图表 2：建筑运行能耗比例	4
图表 3：外墙保温材料分类	4
图表 4：几种建筑保温材料的基本性质比较	5
图表 5：国内目前建筑保温市场份额	6
图表 6：欧美建筑保温市场份额	6
图表 7：2008-2009 年北京外墙保温材料应用比例	6
图表 8：各类保温材料系统造价对比	6
图表 9：3 秒钟起火、6 秒烧穿（EPS 保温板）	7
图表 10：红宝丽聚氨酯板点火试验	7
图表 11：2009 年 46 号文对建筑外墙保温材料防火等级的规定	7
图表 12：江苏省建筑外墙保温材料防火暂行规定（苏公通（2012）671 号文），2012 年 11 月	8
图表 13：杭州市建筑外保温系统和外墙装饰防火技术导则（2011）对防火构造的设定	8
图表 14：同样保温效果聚氨酯需要的厚度最低	9
图表 15：PU 板导热系数随时间的变化	9
图表 16：各国标准规定的围护结果 K 值	9
图表 17：我国常用保温层厚度	9
图表 18：EPS 薄抹灰系统	10
图表 19：聚氨酯装饰保温一体化系统	10

图表 20: 聚氨酯保温板需求测算	10
图表 21: 各地绿色建筑补贴政策	11
图表 22: 我国目前绿色建筑项目数量表	12
图表 23: 绿色建筑分布地图（越绿表明普及度越高）	12
图表 24: 公司产品产业链图	14
图表 25: 公司收入构成（百万元）	15
图表 26: 公司毛利构成（百万元）	15
图表 27: 公司主要产品毛利率	15
图表 28: 传统业务产能投放情况（万吨）	15
图表 29: 公司新材料产业园盈利能力尚未释放	15
图表 30: 新材料产业园产能投放情况（万平米）	15
图表 31: 公司毛利率与净利率	16
图表 32: 公司三费比例	16
图表 33: 我国聚醚市场分布（2011）	17
图表 34: 国内聚氨酯硬泡下游消费构成	17
图表 35: 冰箱累计产量及增速	17
图表 36: 家用冰箱产能扩张仍较高	17
图表 37: 异丙醇胺主要类别及应用领域	18
图表 38: 国内异丙醇胺下游应用领域	18
图表 39: 全球异丙醇胺分地区消费构成	18
图表 40: 主要厂商产能	18
图表 41: 晶硅电池结构示意图	19
图表 42: EVA 胶膜的行业位置	19
图表 43: 部分太阳能电池用 EVA 生产厂家产能	20
图表 44: 全球光伏新增装机量（MW）	20
图表 45: 销售预测	21

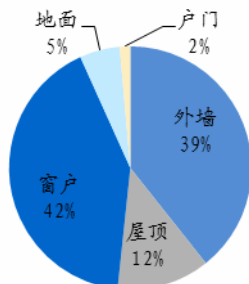
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

聚氨酯保温板项目将受益于行业发展机遇

聚氨酯性能优异，是欧美广为运用的外墙保温材料

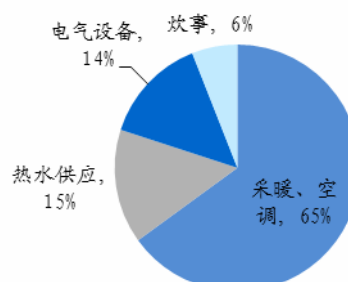
- 外墙保温是我国实现建筑节能的必经之路。节能减排是政府近年来的工作重心之一。建筑能耗占社会能耗比重高达 1/4 以上，其中外墙散热占建筑物能耗接近 40%，而进行外墙保温后可下降至 8%左右，我国实现建筑节能必须进行外墙保温。

图表1：外墙和屋顶占热耗散的一半以上



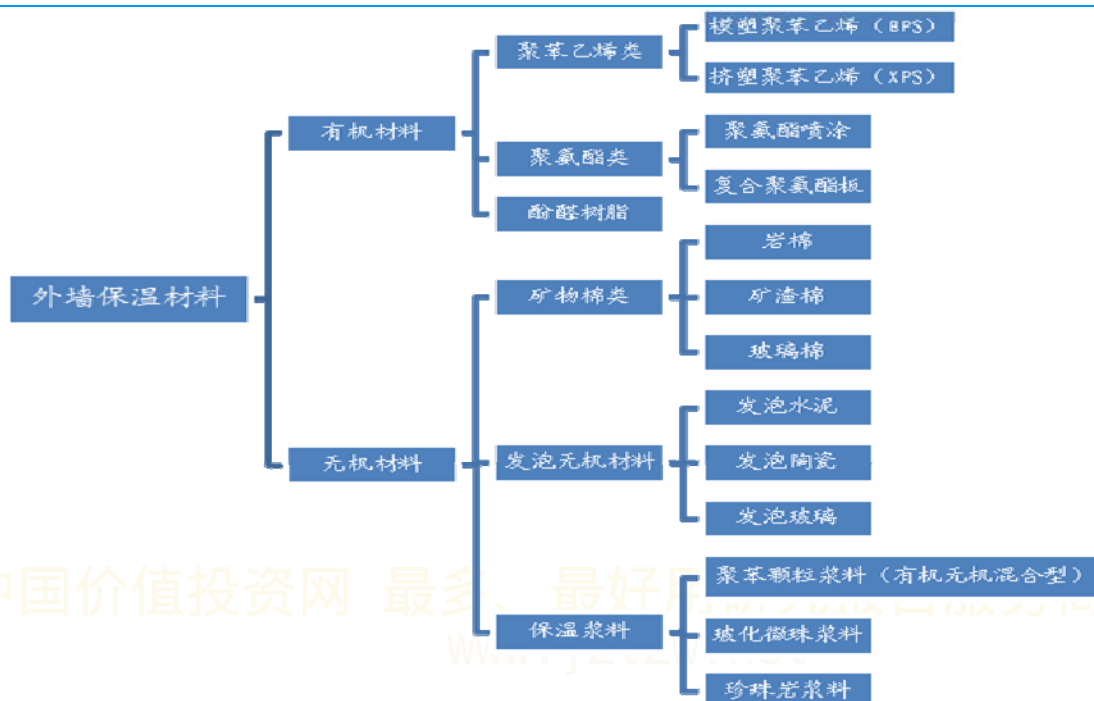
来源：清华大学建筑节能研究中心

图表2：建筑运行能耗比例



- 外墙保温材料按大类分为有机保温材料、无机保温材料。有机保温材料主要是聚苯乙烯类、聚氨酯类和酚醛树脂类，无机保温材料主要是岩棉类、发泡无机材料类（如发泡水泥、发泡陶瓷、发泡玻璃）及保温浆料类（玻化微珠浆料、聚苯颗粒浆料、珍珠岩浆料）。有机保温材料普遍拥有较好的保温性能，无机保温材料则有更好的防火性能。最常见和应用最广的主要是聚苯乙烯类、聚氨酯类、酚醛树脂类和岩棉。

图表3：外墙保温材料分类



来源：国金证券研究所

图表4：几种建筑保温材料的基本性质比较

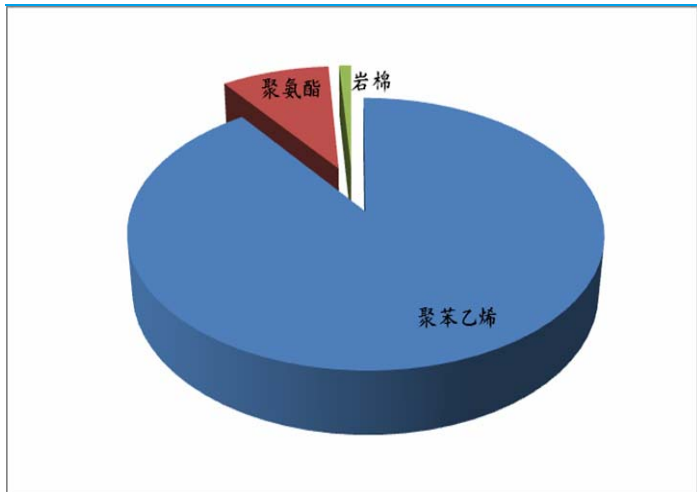
	导 热 率 (W/m.k)	力学性能	环保性能	防水性能	燃烧性能等级
聚氨酯保温材料	0.017-0.025， 保温性能居所有材料之首	与墙面粘接牢固，强度大，抗风揭能力强	可用无氟或半氟发泡，但在起火燃烧的时候会产生大量的有害气体，若加入含卤素的阻燃剂会加剧有害气体的释放（公司通过改变分子结构阻燃，不添加阻燃剂，更绿色环保）	闭孔结构，防水性能好	难燃 B1 级，氧指数大于 30%，烟密度为 30
EPS/XPS 保温材料	0.028-0.041， 导热率中等	EPS 易出现裂缝	用氟利昂发泡，破坏臭氧层，污染环境	水易通过裂缝和空腔渗入室内	可燃 B2 级，氧指数 20%-24%
无机保温材料（岩棉）	0.065-0.090， 保温效果较差	抗撞击强度等差	含有有害物质	容易吸湿，受潮后导热率急剧增大	不燃 A 级
酚醛保温板	0.02-0.029， 导热率小，与聚氨酯接近	力学强度较高，不容易开裂	即使燃烧也不会放出有毒气体	防水性能较好	难燃 B1 级，氧指数为 40%-50%，烟密度 5
陶瓷纤维	0.03 导热率中等	纤维较为柔软，有利于加工	含有可吸入物质，对人体有害	N/A	无机材料，预计可以达到不燃 A 级

来源：国金证券研究所

- 聚苯乙烯是我国目前普遍应用品种，原因在于便宜、进入市场较早及施工方法传统。目前我国建筑保温以有机材料为主体，其中上海大火以前聚苯乙烯（EPS，XPS）市场占有率为 90%，聚氨酯为 10%。聚苯乙烯市场份额极高的原因有三：1、价格低廉，比聚氨酯便宜约 30%；2、出现较早，各种配套的设计参数、施工图集、标准、定额都比较完善，材料采购容易；3、建筑施工队伍大都习惯于水泥、砂浆、抹灰等传统做法，将保温板材加入外墙仍可沿用传统队伍施工及管理。
- 欧美外墙保温以聚氨酯为主。从欧美市场经验来看，欧美发达国家建筑用保温材料中，聚氨酯约占 75%，聚苯乙烯约占 5%，玻璃棉约占 10%。聚氨酯材料发展潜力巨大。

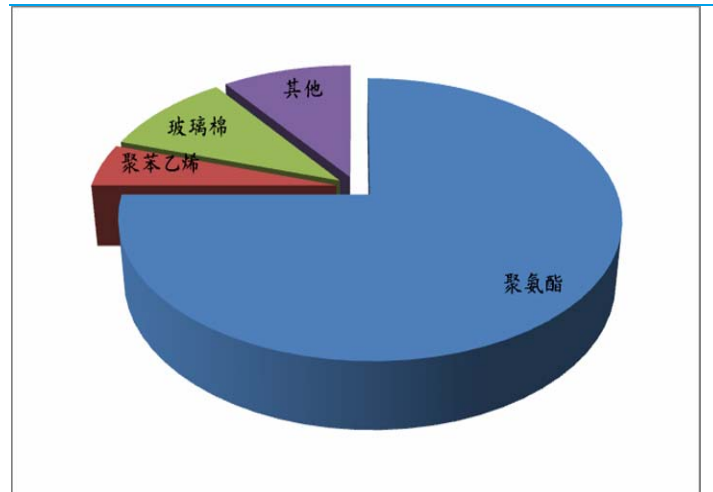
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表5：国内目前建筑保温市场份额

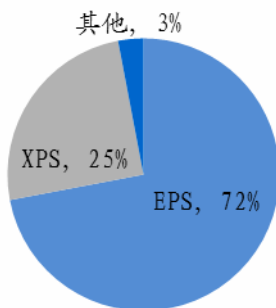


来源：《建筑节能》、国金证券研究所

图表6：欧美建筑保温市场份额

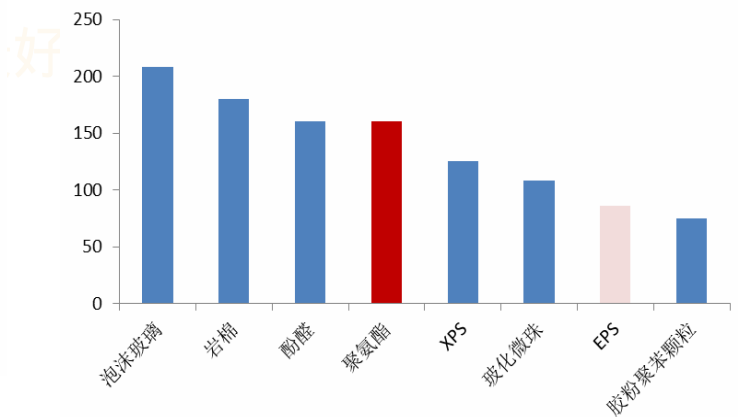


图表7：2008-2009年北京外墙保温材料应用比例



来源：北京住总集团 山东省建筑科学研究院

图表8：各类保温材料系统造价对比



聚氨酯保温板替代聚苯乙烯是行业趋势

- 聚氨酯板防火性能显著优于聚苯乙烯。聚氨酯板、XPS、EPS 属于有机材料，燃烧级别上聚氨酯板可以做到 B1 级（氧指数 > 32），EPS、XPS 通常为 B2 级（氧指数 > 26）。EPS、XPS 遇火温度 > 80℃ 则开始收缩溶化，燃烧后形成空腔并有滴落现象，易造成二次燃烧，高阻燃的聚氨酯板燃烧后形成碳骨架，空腔小不滴落，可阻碍烟火扩散，且离火自熄碳化。EPS 板薄抹灰外墙外保温系统由于涉及严重的火灾隐患问题，在美国有 20 多个州禁止使用。

中国价值投资网 慧博投研资讯 慧博投研资讯 慧博投研资讯
www.jztzw.net

图表9：3 秒钟起火、6 秒烧穿（EPS 保温板）



来源：国金证券研究所

图表10：红宝丽聚氨酯板点火试验



- 65 号文取消，意味着聚氨酯保温材料的政策限制解除。央视大楼火灾之后，2009 年 9 月公安部和住建部联合发布《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火暂行规定》（46 号文），明确民用建筑的保温材料燃烧等级宜使用 A 级且不低于 B2 级。上海胶州路大火后，2011 年公安部发布了更加严格的 65 号文，规定民用建筑外墙保温须暂定采用燃烧性能 A 级的材料。65 号文使有机保温材料全部受限，同时由于国内岩棉产量不足，建筑市场面临无材可用的尴尬，事实上无法执行。2012 年 12 月，公安部取消 65 号文，这意味着外墙保温不再强制要求使用 A 级材料。

图表11：2009 年 46 号文对建筑外墙保温材料防火等级的规定

非幕墙建筑

建筑类型	应用高度 (m)	保温材料 燃烧等级	防火隔离带 材料要求	防火隔离带设置要求 宽度 < 300mm
居住 建筑	≥ 100m	A	A	
	≥ 60m < 100m	B ₂		每层应设置水平防火隔离带
	≥ 24m < 60m	B ₂		每二层应设置水平防火隔离带
	< 24m	B ₂		每三层应设置水平防火隔离带
公共 建筑	≥ 50m	A	A	
	≥ 24m < 50m	A 或 B ₁		每二层应设置水平防火隔离带
	< 24m	B ₂		每层应设置水平防火隔离带

幕墙建筑

应用高度 (m)	保温材料燃烧等级	防火隔离带材料要求
大于等于 24m	A 级	
小于 24m	A 级或 B1 级	采用 B1 级保温材料每层应设置水平防火隔离带

来源：国金证券研究所

- 执行层面，地方政府仅允许使用不低于 B1 级材料是大趋势，EPS 板市场空间逐渐萎缩。2011 年国务院下发的《国务院关于加强和改进消防工作的意见》（国发〔2011〕46 号）和 2012 年 7 月 17 日新颁布的《建设工程消防监督管理规定》，对新建、扩建、改建建设工程使用外保温材料的防火性能及监督管理工作作了明确规定，要求新建、改建、扩建工程的外保温材料一律不得使用易燃材料，严格限制使用可燃材料，但未对外保温材料的具体防火等级做出具体规定。从地方政府的执行层面看，“严格限制使用可燃材料”通常操作为“保温材料的燃烧性能不应低于 B1 级”，或对使用 B2 级材料的建筑加以严格的防火构造限制，影响建筑成本。

图表12：江苏省建筑外墙保温材料防火暂行规定（苏公通（2012）671号文），2012年11月

第二条 建筑外墙外保温材料与基层墙体、装饰层之间无空腔时，其保温系统应符合下列规定：

（一）住宅建筑

1. 建筑高度大于 54m 时，其保温材料的燃烧性能应为 A 级；
2. 建筑高度不大于 54m 时，其保温材料的燃烧性能不应低于 B1 级。当采用 B1 级保温材料时，应采用不燃材料做防护层，且建筑首层的防护层厚度不应小于 10mm，其他楼层不应小于 5mm；应在每层采用高度不小于 300mm 的不燃材料设置水平防火隔离带。

（二）除住宅建筑外的其他建筑

1. 设置人员密集场所的建筑，应采用 A 级保温材料；
2. 不设置人员密集场所的建筑，当建筑高度大于 50m 时，其保温材料的燃烧性能应为 A 级；建筑高度不大于 50m 时，其保温材料的燃烧性能不应低于 B1 级。当采用 B1 级保温材料时，应采用不燃材料做保护层，且保护层的厚度不应小于 15mm；应在每层采用高度不小于 300mm 的不燃材料设置水平防火隔离带。

来源：国金证券研究所

图表13：杭州市建筑外保温系统和外墙装饰防火技术导则（2011）对防火构造的设定

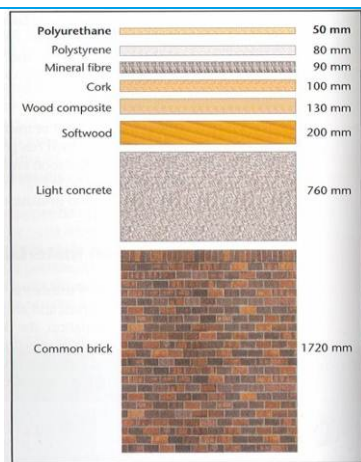
建筑外保温系统类型	保温材料燃烧性能级别	防火构造措施			适用的建筑高度 H(m)		
		防火隔离带	防火保护层厚度 Δ (mm)	空腔形态	非幕墙式建筑		幕墙式建筑
					居住建筑	公共建筑	
外围护结构墙体自保温系统+无机轻集料保温砂浆	A 级	不采用	—	无空腔	无限制	无限制	无限制
采用不燃保温材料	A 级	不采用	—	无空腔	无限制	无限制	无限制
采用难燃保温材料	B1 级	采用(每层)	3mm(底层 6mm)	无空腔	H<100	H<50	H<24
		采用(每 2 层)	3mm(底层 6mm)	无空腔	H<100	H<50	不适用
		不采用	3mm(底层 6mm)	无空腔	H<100	H<24	不适用
		采用(每层)	3mm(底层 6mm)	闭合空腔	H<24	不适用	不适用
采用可燃保温材料	B2 级	采用(每层)	3mm(底层 6mm)	无空腔	H<100	H<24	不适用
		采用(每 2 层)	3mm(底层 6mm)	无空腔	H<60	不适用	不适用
		采用(每 3 层)	3mm(底层 6mm)	无空腔	H<24	不适用	不适用
		采用(每层)	3mm(底层 6mm)	闭合空腔	H<24	不适用	不适用

来源：国金证券研究所

- 聚氨酯板是现行最强保温材料，导热系数甚至低于空气。聚氨酯硬泡具有优异的热学性能，它的导热系数比空气的导热系数还低（聚氨酯硬泡导热系数 $\leq 0.023 \text{ W/m.K/25}^\circ\text{C}$ ；空气导热系数 $\leq 0.025 \text{ W/m.K/25}^\circ\text{C}$ ），是聚苯乙烯 XPS（导热系数 $\geq 0.028 \text{ W/m.K/25}^\circ\text{C}$ ）、EPS（导热系数 $\geq 0.035 \text{ W/m.K/25}^\circ\text{C}$ ）无法比拟的。50mm 厚的 PU 硬质泡沫塑料的保温效果相当于 80mm 厚的 EPS、90mm 厚的矿棉、760mm 厚的混凝土。

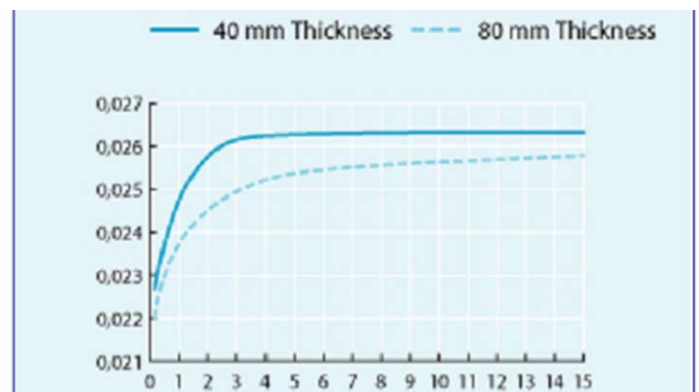
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表14：同样保温效果聚氨酯需要的厚度最低



来源：国金证券研究所，中国聚氨酯工业协会

图表15：PU板导热系数随时间的变化



- **外墙保温标准有望逐渐提高，聚氨酯保温优势将获重视。**随着新一轮节能设计标准出台，北方采暖地区的节能标准逐渐从 50%过渡到 65%，发达城市如北京、天津从 65%过渡到 75%，围护结构的保温隔热性能要求逐渐也在提高。即使提高到 75%，和国外相比，我国对于围护结构的要求依然偏低。我们认为，未来我国节能标准仍将进一步提高，聚氨酯的保温优势将得到重视。

图表16：各国标准规定的围护结果K值

国家和地区		屋顶 ($W/m^2 \cdot ^\circ C$)	外墙 ($W/m^2 \cdot ^\circ C$)
中国	严寒地区2010标准 (节能65%)	0.2~0.4	0.25~0.6
	寒冷地区2010标准 (节能65%)	0.35~0.45	0.45~0.7
	北京2012标准 (节能75%)	0.30~0.40	0.35~0.45
	夏热冬冷地区2010标准 (节能65%)	0.5~1.0	0.8~1.5
	上海地区2011标准 (节能65%)	0.5~0.8	0.8~1.2
英国		0.16	0.35
德国		0.20	0.20~0.30
美国 (相当于北京采暖度日数)		0.19	0.32 (内保温) 0.45 (外保温)
瑞典 (南部)		0.12	0.17

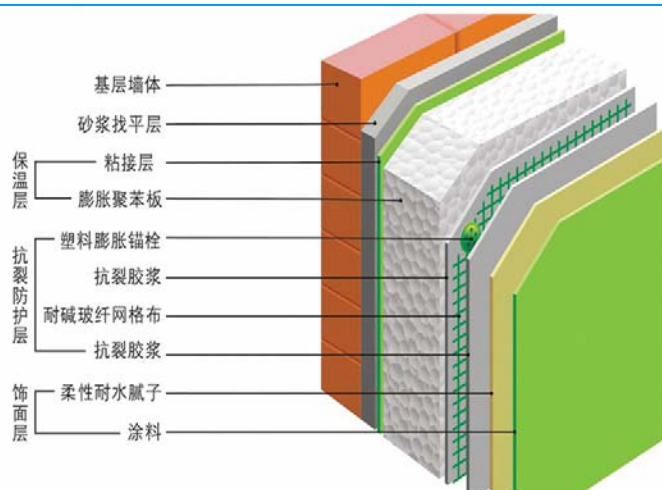
来源：国金证券研究所

图表17：我国常用保温层厚度

	屋顶保温	外墙保温	外窗规格	节能标准
黑龙江某住宅	14cm XPS	14cm XPS	塑钢, 4+12A+4+12A+4	65%
上海某住宅	4cm XPS	2.5cm EPS	隔热铝型材 6LOWE+12A+6	65%
安徽某住宅	8cm 硅钙板	4cm保温砂浆	塑钢, 5+9A+5	50%

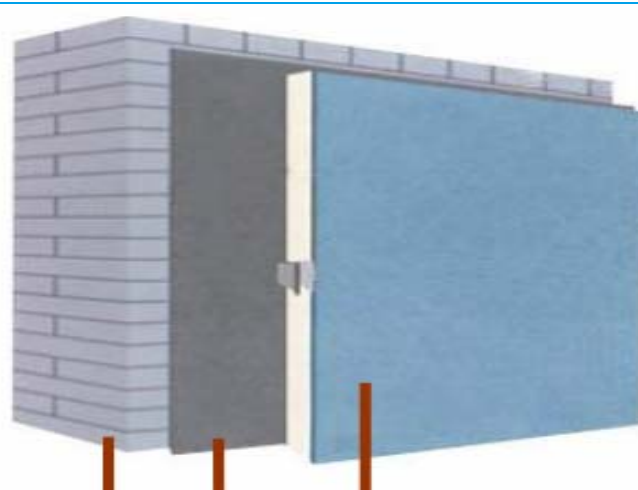
- **聚氨酯板透气性更强。**聚氨酯泡孔的闭孔率是可以随意在 95~25%之间调节的。一般闭孔率控制在 90%左右，就可以满足一般墙体的水蒸汽渗透要求，同时导热系数、尺寸稳定性能等仍保持最佳范围。XPS 闭孔率相对高，几乎达 100%。因工艺所限制无法调节，所以它的透汽性极差，其保温体系中只能靠板缝或开孔来完成水蒸汽渗透功能。
- **聚氨酯保温装饰一体化板可节约劳动，缩短工期。**聚氨酯硬泡保温装饰一体化板指在工厂化条件下，一次性将保温层和装饰面层复合而成的标准产品，兼顾保温和装饰双功能，避免一般外保温系统成型后再做装饰层的麻烦，简化操作程序，减少劳动强度。其它保温材料也有保温装饰一体化的产品，但几乎都是由保温材料与外装饰材料采用粘接剂粘接而成，而聚氨酯则可以由自身发泡而直接粘合不需要粘接剂，具备性能优势。

图表18: EPS 薄抹灰系统



来源：山东省建筑科学研究院，国金证券研究所

图表19: 聚氨酯装饰保温一体化系统



从左至右依次为墙体、胶黏剂、聚氨酯保温装饰一体板

- 外墙保温市场容量不低于 5 亿平米/年。随着城镇化率的提高，“十二五”期间我国仍将新增城镇住宅面积 40~50 亿平方米。取均值 45 亿平米，居住建筑按照墙地比 0.5 计算，“十二五”期间居住建筑的外墙保温年均需求约为 4.5 亿平方米。
 - 采暖地区，年均竣工面积 3 亿平米，外墙面积 1.5 亿平米。
 - 夏热冬冷地区，年均竣工面积 4.6 亿平米，外墙面积 2.3 亿平米。
 - 夏热冬暖地区，年均竣工面积 1.4 亿平米，外墙面积 0.7 亿平米。
- “十一五”期间，全国完成了北方采暖区既有居住建筑供热计量及节能改造 1.82 亿平方米。“十二五”期间，全国将实施北方既有居住建筑供热计量及节能改造 4 亿平方米以上，启动夏热冬冷地区和夏热冬暖地区既有居住建筑节能改造试点 5000 万平方米，实施高耗能公共建筑节能改造达到 6000 万平方米，公共机构办公建筑改造 6000 万平方米。按居住建筑按照墙地比 0.5 计算，“十二五”期间居住建筑的外保温年均需求不低于 0.5 亿平方米。综合来看，“十二五”期间居住建筑的外墙保温年均需求不低于 5 亿平方米。

图表20: 聚氨酯保温板需求测算

时间	2013	2014	2015
新增节能建筑面积 (亿 m ²)	5	5.5	6
外墙保温面积 (亿 m ²)	2.5	2.8	3.0
聚氨酯板市场占有率	30%	35%	40%
聚氨酯板需求 (万 m ²)	7500	9625	12000
对应聚氨酯需求量 (万吨)	12	15	19
对应聚醚需求量 (万吨)	6	8	10

注：居住面积按照墙地比 0.5 计算；聚氨酯保温层密度按照 40 千克/立方米估算；保温层厚度按照 4 厘米计算。

来源：国金证券研究所

- 今年 10 月 1 日起实施的建筑外墙外保温系统防火实验方法，有望将大批不合格 EPS、XPS 挡在市场外，加速聚氨酯市场推广进程。针对当前外墙保温市场产品层差不齐的情况，国家标准委去年颁布的 GB/T 29416-2012《建筑外墙外保温系统的防火性能试验方法》和强制性国家标准 GB 8624-2012《建筑材料及制品燃烧性能分级》，将于 2013 年 10 月 1 日实施。在统一实验标准下，EPS、XPS 及劣质聚氨酯板产品难以获得 B1 级评定，以公司产品为代表的优质聚氨酯板市场份额将明显提升。

- **绿色建筑推广、补贴也有望扩大聚氨酯板市场。**绿色建筑指满足《绿色建筑评价标准》(GB/T 50378-2006), 在全寿命周期内最大限度地节能、节地、节水、节材, 保护环境和减少污染, 为人们提供健康、适用和高效的使用空间, 与自然和谐共生的建筑。
- 财政部、住建部 2012 年 4 月发布的《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》以及 2013 年 1 月发改委、住建部的《绿色建筑行动方案》提出, 到 2020 年, 绿色建筑占新建建筑比重超过 30%, 到 2014 年政府投资的公益性建筑和直辖市、计划单列市及省会城市的保障性住房全面执行绿色建筑标准, 力争到 2015 年, 新增绿色建筑面积 10 亿平方米以上。文件同时提出补贴政策, 2012 年奖励标准为二星级绿色建筑 45 元/平方米, 三星级绿色建筑 80 元/平方米。从地方来看, 上海、西安、深圳、江苏等多个省市都出台了针对绿色建筑的补贴政策。以上海为例, 获得二星级或三星级绿色建筑标识的新建居住建筑和公共建筑, 每平方米补贴 60 元。其中, 整体装配式住宅示范项目, 对预制装配率达到 25%及以上的, 每平方米补贴 100 元。

图表21: 各地绿色建筑补贴政策

省市区	补贴标准
天津	实施绿色建筑建设标准的工程将有资格获得建筑节能专项基金补助。该资金分两次拨付, 申报单位签署任务合同书, 第一次拨付 3 万元。待项目验收合格后, 第二次拨付 2 万元。
内蒙古	对于获得绿色建筑标识的项目, 在企业资质年检、企业资质升级时给予优先考虑或加分等; 对于取得三星级绿色建筑标识的减免城市配套费 100%, 取得二星级绿色建筑评价标识的减免城市配套费 70%, 取得一星级绿色建筑评价标识的减免城市配套费 50%。
山东省	山东省级财政将对一星级绿色建筑按 15 元/平方米(建筑面积)、二星级 30 元/平方米、三星级 50 元/平方米的标准予以奖励。项目获得“绿色建筑设计标识”后, 可获得相应星级 30%的奖励资金; 项目竣工验收后, 经现场核查实际建设与设计一致的, 可再获得相应星级 30%的奖励资金; 项目获得“绿色建筑评价标识”后, 获得剩余 40%的奖励资金。同时, 对绿色生态示范城区奖励资金基准为 1000 万元。
陕西省	陕西省财政对一、二、三星级绿色建筑的奖励标准, 分别为每平方米 10 元、15 元、20 元。
青海省	对取得星级绿色建筑的建设项目, 采取城市配套费返还政策, 取得三星级认证的, 返还 70%; 取得二星级的返还 50%; 取得一星级的返还 30%。
安徽省	省级每年确定的示范项目和区域, 将优先申报国家示范, 获得国家示范的, 财政部将给予奖励, 奖励标准为: 二星级绿色建筑 45 元/平方米, 三星级绿色建筑 80 元/平方米。绿色生态城区定额补助基准为 5000 万元, 并根据绿色生态城区规划建设水平、绿色建筑建设规模、评价等级、能力建设情况等因素综合核定。
江苏省	从省级建筑节能专项引导资金中安排部分资金, 对财政部、住房城乡建设部确定的绿色建筑二星、三星奖励项目, 按一定比例给予配套奖励; 对获得绿色建筑一星级设计标识的项目, 按 15 元/平方米的标准给予奖励; 对获得绿色建筑运行标识的项目, 在设计标识奖励标准基础上增加 10 元/平方米奖励。
上海市	获得二星级或三星级绿色建筑标识的新建居住建筑和公共建筑, 每平方米补贴 60 元。其中, 整体装配式住宅示范项目, 对预制装配率达到 25%及以上的, 每平方米补贴 100 元。
福建省	“达到绿色建筑评价标准二星级及以上并具有示范性的建筑, 列入省节能示范项目, 给予省级节能资金奖励”; “金融机构将优先支持绿色建筑消费和开发贷款, 在贷款利率浮动范围内, 绿色建筑的消费贷款利率可下浮 0.5%, 开发贷款利率可下浮 1%”。同时, 对于房地产开发企业开发星级绿色建筑住宅小区项目的, 按照一、二和三星级绿色建筑分别奖励容积率 1%、2%和 3%; 对获得绿色建筑星级的项目, 福建省级财政按建筑面积奖励 10 元/平方米, 地方财政根据各地财政情况给予一定奖励。
广东省	在支持推广绿色建筑及建设绿色建筑示范项目上, 广东省将对获得国家绿色建筑评价标识并已竣工验收的项目进行第三方测评, 对有重大示范意义的项目按建筑面积给予补助。其中, 二星级每平方米补助 25 元, 单位项目最高不超过 150 万元; 三星级每平方米补助 45 元, 单位项目最高不超过 200 万元。

来源: 绿色建筑地图, 国金证券研究所

中国价值投资网

- 然而, 据业内人士计算, 达到绿色建筑标准, 每平方米成本约为 300~600 元, 补贴力度并不足以弥补成本。绿色建筑在建材上的标准也并未细化, 使得开发商需要倒逼建材商生产绿色建材, 这使得相关市场仍需政策进一步推动。2013 年 4 月发布的《2012 年住房城乡建设领域节能减排专项检查通报》显示, 截至 2012 年年底, 全国共有 742 个项目获得绿色建筑评价标识、建筑面积 7543 万平方米, 其中 2012 年当年有 389 个项目获得绿色建筑评价标识、建筑面积达到 4094 万平方米; 上海、江苏、深圳等省市在保障性住房建设中, 全面强制推广绿色建筑。

图表22：我国目前绿色建筑项目数量表

省市区	绿标项目	LEED项目	其他奖项	地方绿委会	地方标准	省市区	绿标项目	LEED项目	其他奖项	地方绿委会	地方标准
江苏	228	108	25	有	有	湖南	15	6	4		
广东	120	105	41	有	有	河南	14	9	4		
上海	90	242	17	有	有	江西	14	6	2		
天津	64	56	16	有	有	安徽	11	5	3	有	有
山东	58	18	9	有	有	黑龙江	7	2	1		
北京	52	129	29	有		内蒙古	7	3	0	有	
河北	50	3	6	有		青海	6	0	0		
湖北	48	28	8	有	有	宁夏	5	0	1		
浙江	42	35	6	有	有	云南	5	3	4		
陕西	38	7	3	有		重庆	4	32	8	有	有
福建	34	10	14	有	有	香港	4	9	0	有	有
辽宁	23	17	1	有		新疆	3	0	3	有	
广西	19	1	2	有	有	贵州	2	5	1		
山西	18	0	0	有		甘肃	1	1	0		
四川	18	26	2	有	有	台湾	0	5	0		
吉林	16	0	1			合计	1016	871	211		

来源：绿色建筑地图，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

图表23：绿色建筑分布地图（越绿表明普及度越高）



来源：绿色建筑地图，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

公司项目国内领先，有望占据市场先机

- 公司项目有 4 大优势，有望在政策利好下的聚氨酯保温板市场中拔得头筹。

（1）技术优势

公司于 2000 年被国家科技部认定为国家火炬计划重点高新技术企业。自成立开始，公司始终注重产品的技术研发与产品创新工作，公司技术中心于 2005 年被江苏省经贸委认定为江苏省省级企业技术中心，目前拥有多名专业技术人员从事聚氨酯原料及高阻燃保温板生产工艺及系列产品的研发工作，每年均有一批科技含量高、附加值高的新产品问世。

（2）成本优势

公司技术创新能力突出，通过原料替代开发，可有效降低硬泡组合聚醚的单位成本。同时，公司拥有单体聚醚的生产能力，无需外购单体聚醚，与部分竞争对手相比，成本优势明显。公司是国内最大的硬泡组合聚醚生产企业，规模优势显著，可通过大批量采购降低原材料的采购成本，规模化生产降低制造成本，从而有利于控制与降低生产成本。

（3）产品优势

公司的高保温，高阻燃聚氨酯一体化板材具有导热系数低（导热系数 ≤ 0.024 ），保温性能优越，耐候性强，阻燃达 B1 级（结构式阻燃技术），安全系数高，质量轻，便于施工，外观美观，使用年限长等优点。

（4）服务优势

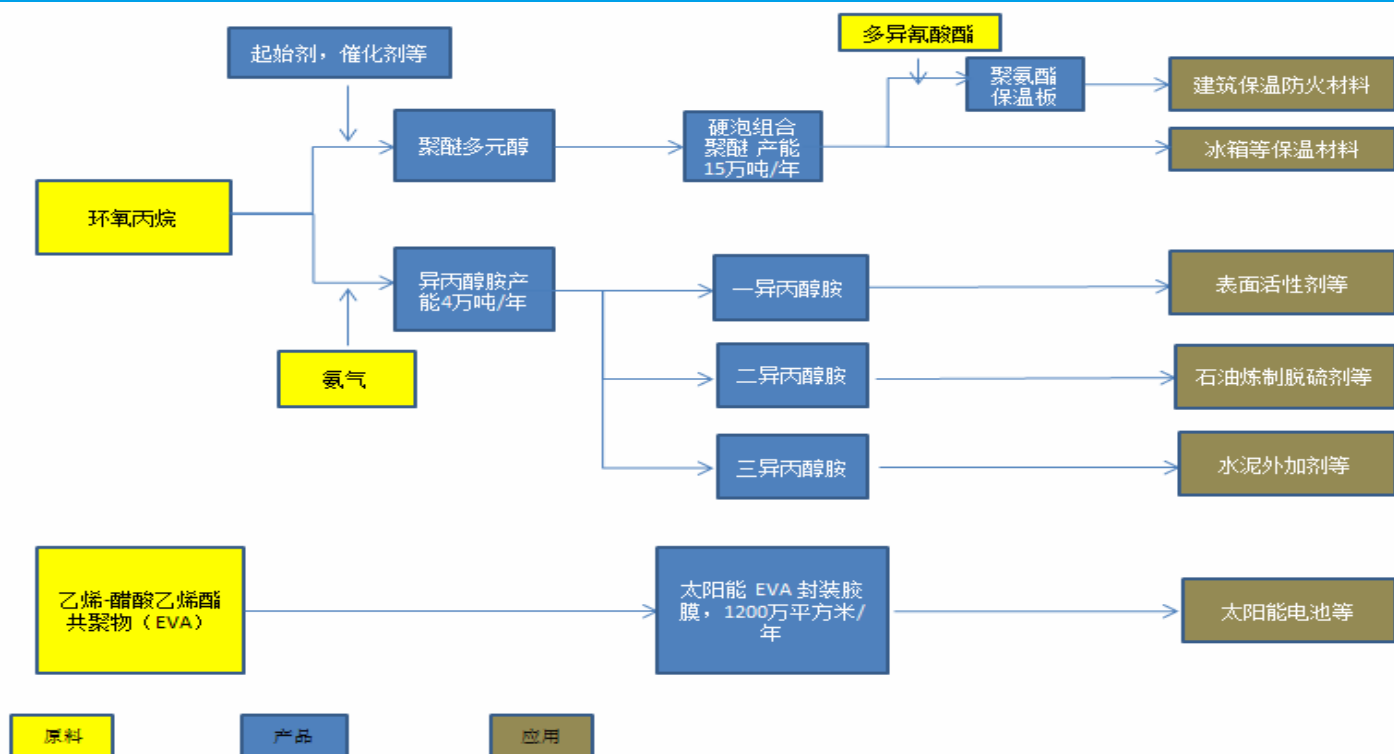
相对于国内同行业公司来说，公司的技术服务更为贴切和专一，对于公司的主要客户，公司都会派专业的工程师进行现场指导，随时保证客户的生产需要；另一方面主动根据客户的具体情况，对客户不同需求作出快速反应，将售后技术服务前移至售前技术推进，从成本、性能、节能等各方面为客户提供超前服务与定制式服务。

深耕 PO 下游产业链，行业龙头稳步发展

以硬泡聚醚、异丙醇胺为核心，公司持续增长

- 公司传统业务以环氧丙烷为主线，依靠技术创新能力，为客户提供个性化服务和增值服务，公司产品深受下游用户认可，硬泡聚醚产能达 15 万吨/年，居国内首位，并成为全球领军企业之一。凭借 4 万吨/年产能，公司亦成为全球最大的异丙醇胺生产企业。

图表24：公司产品产业链图

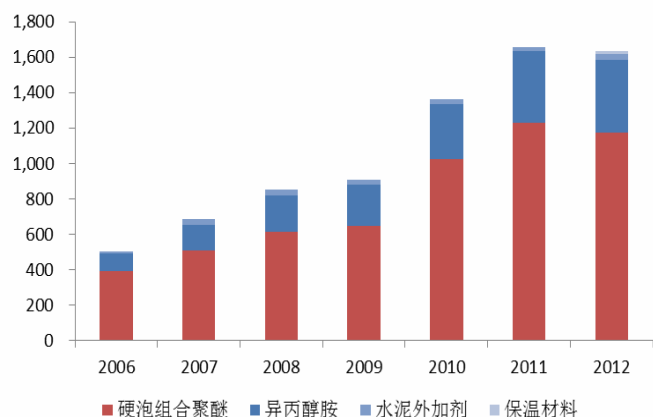


来源：国金证券研究所

- 公司近年来传统业务发展稳定，收入跟随产能扩张而不断增长，毛利率也基本保持稳定，体现了公司稳健的发展特征。

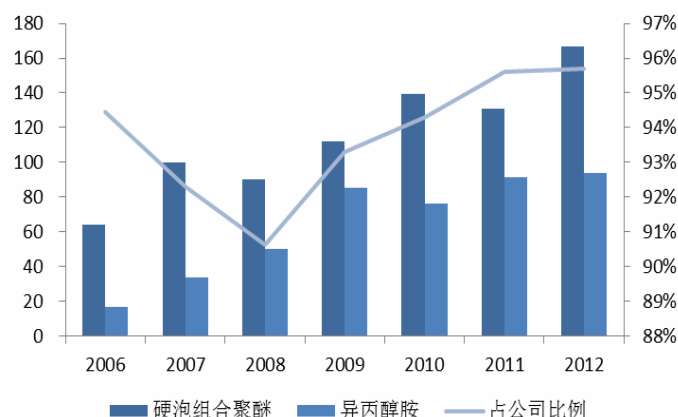
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表25: 公司收入构成 (百万元)

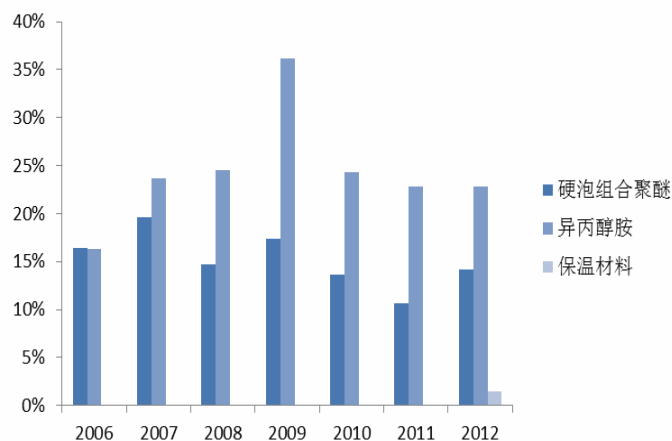


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表26: 公司毛利构成 (百万元)

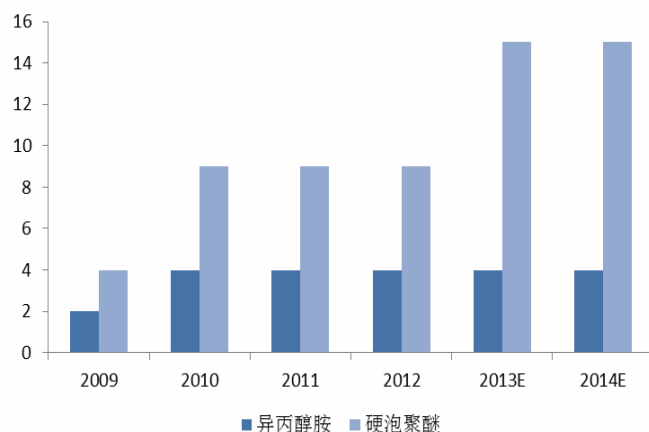


图表27: 公司主要产品毛利率



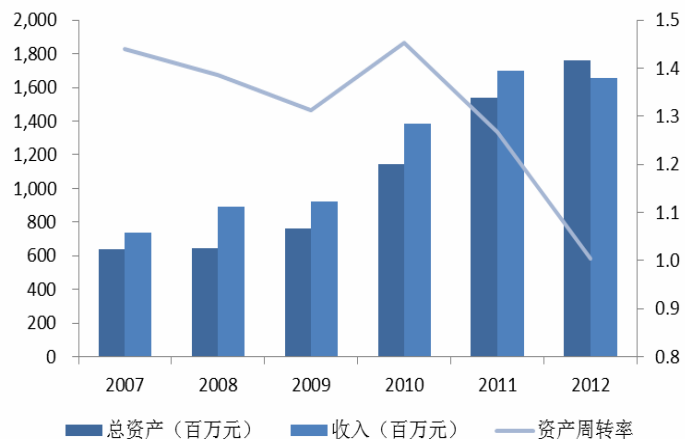
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表28: 传统业务产能投放情况 (万吨)



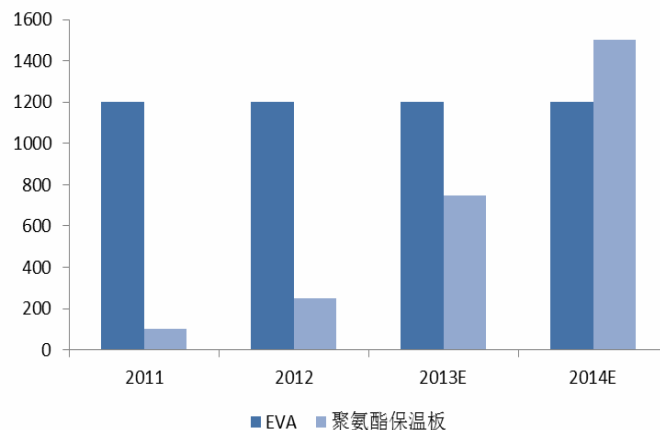
- 近年来, 公司重点打造新材料产业园, 规划 1500 万平方米聚氨酯保温板及 1200 万平方米 EVA 太阳能胶膜产能。目前, 1200 万平方米 EVA 项目已于 2011 年底投产, 受光伏行业低迷影响, 2012 年尚未贡献收入。而保温板项目第一条、第二条生产线分别于 2012 年底、2013 年 3 月投产, 共形成 750 万平方米产能, 2012 年实现销售收入 1714 万元。

图表29: 公司新材料产业园盈利能力尚未释放

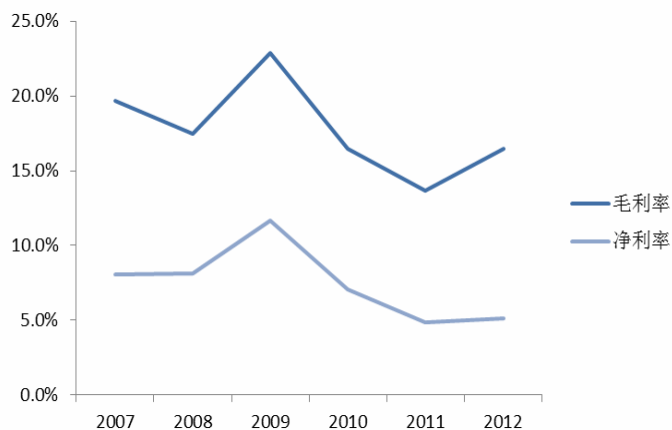


来源: 公司公告, 国金证券研究所

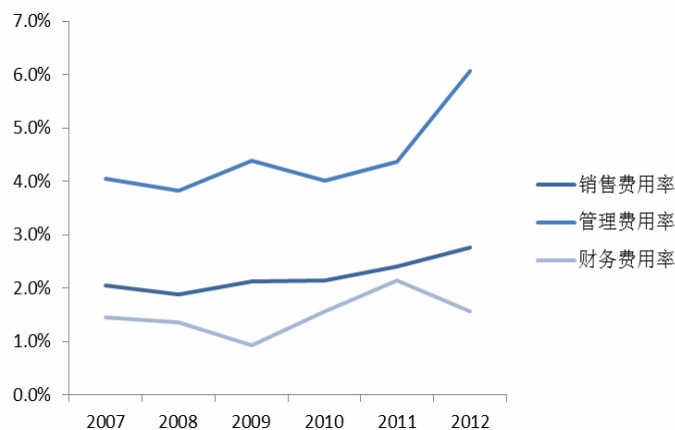
图表30: 新材料产业园产能投放情况 (万平方米)



- 2011、2012 年是公司加大新材料产业园和聚醚生产扩能投入的两年, 而新增产能均在 2012 年底至 2013 年才逐渐投产, 因此公司的资产周转能力也在 2012 年触底, 从费用率方面看, 公司近两年在新项目推广上的投入, 以及人力成本的增长, 也使得销售费用、管理费用呈上升态势。长远来看, 新材料产业园项目盈利能力的逐渐释放, 将自 2013 年开始显著改善公司的资产周转能力与费用控制, 为公司净利率提升带来长远而积极的影响。

图表31: 公司毛利率与净利率

来源: 国金证券研究所

图表32: 公司三费比例

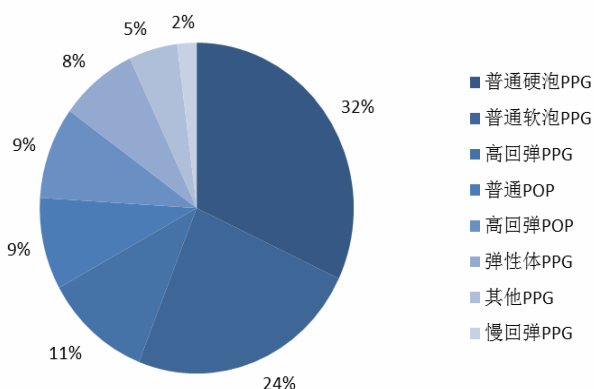
- 新材料产业园建成后, 公司将形成硬泡聚醚、异丙醇胺、EVA 胶膜和聚氨酯保温板四大项目共同发展的格局。我们认为, 四大产品盈利都将持续增长, 特别是聚氨酯保温板项目将显著受益于 65 号文取消后外墙保温市场的发展机遇。

冰箱需求、外墙保温将拉动硬泡聚醚增长

- 我国 80% 的聚醚多元醇用于聚氨酯领域, 主要用来生产聚氨酯软泡、聚氨酯硬泡以及 CASE 体系的生产。据化工在线数据, 2012 年市场份额中聚氨酯软泡约占 70%, 硬泡约为 25%, CASE 类不到 5%。聚氨酯硬泡组合聚醚是聚氨酯硬泡的主要原料之一, 又称白料, 与聚合 MDI 共称黑白料, 广泛应用于建筑保温、冰箱冰柜、太阳能热水器、冷库、恒温库、啤酒罐、冷藏等需要保温保冷的各种领域。

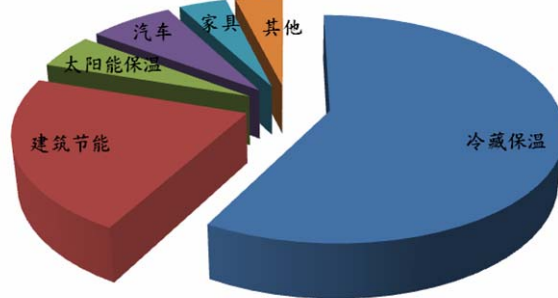
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表33：我国聚醚市场分布（2011）



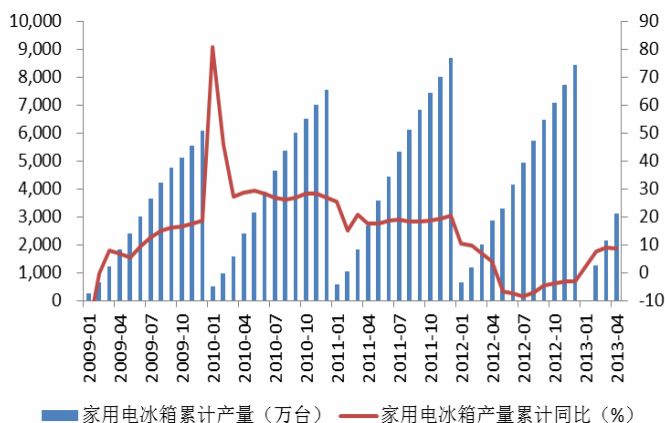
来源：环球聚氨酯网，国金证券研究所

图表34：国内聚氨酯硬泡下游消费构成



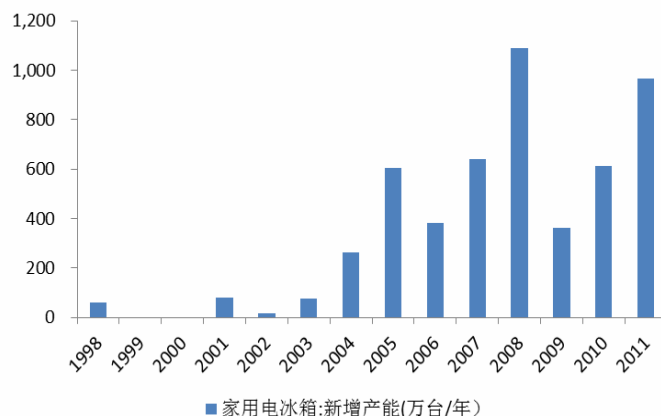
- 2010年，我国硬泡组合聚醚产能为85万吨，产量63万吨，高端产品需要进口，消费量约在60万吨。从整个聚醚市场来看，2011年，我国硬泡聚醚消费比重为32%，而软泡占比达到66%以上，与欧美成熟市场消费比例接近1:1，差距较大，原因主要在于目前欧美国家与地区聚氨酯硬泡主要应用于建筑领域，而我国则主要为冷藏保温领域。换言之，一旦我国的聚氨酯外墙保温市场启动，硬泡聚醚市场有望继续高增长。

图表35：冰箱累计产量及增速



来源：国金证券研究所

图表36：家用冰箱产能扩张仍较高



- 公司是国内最大的硬泡组合聚醚供应商，生产规模达15万吨，国内主要冰箱（柜）（国内市场份额30%左右）、冷藏集装箱生产企业如美的集团、海信集团、三星、新飞、美菱、康佳、中集等均为公司客户。同时，公司也加强了对国际冰箱市场拓展，与国际冰箱生产企业如韩国LG、韩国三星、土耳其伟士达等公司进行技术交流与合作。公司在技术、品牌、成本、产品和服务等方面优势明显，参与制定多项国家与行业标准，如2007年参与制订《建筑板材用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》后，2008年起又牵头起草《冰箱、冰柜用硬质聚氨酯泡沫塑料国家标准》、《太阳能热水器用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》等。针对上游环氧丙烷价格波动较大的情况，公司一方面采用本月聚醚价格=上月环氧丙烷月均价×系数+加工费的销售模式的定价模式，将价格波动传导到下游；另一方面，公司开发生物基多元醇替代环氧丙烷在硬泡组合聚醚应用，开发其他原料替代技术，有效降低成本。

异丙醇胺用途多元，发展空间广阔

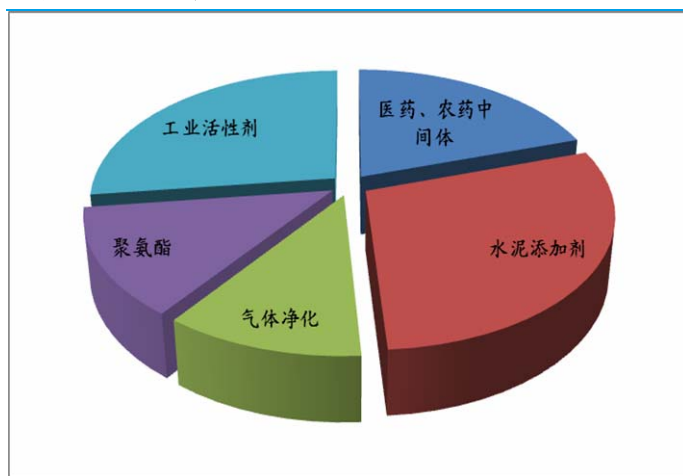
- 异丙醇胺包括一异丙醇胺、二异丙醇胺和三异丙醇胺, 被广泛用于合成表面活性剂、石油天然气炼制中的脱硫剂、清洗剂、水泥外加剂、医药农药中间体、金属切削、电子清洗等行业, 产品以国外市场为主。

图表37: 异丙醇胺主要类别及应用领域

类别	应用领域
一异丙醇胺	表面活性剂, 合成洗涤剂, 医药、农药中间体
二异丙醇胺	石油及天然气炼制脱硫剂, 医药、农药中间体
三异丙醇胺	水泥外加剂, 合成树脂, 聚氨酯助剂

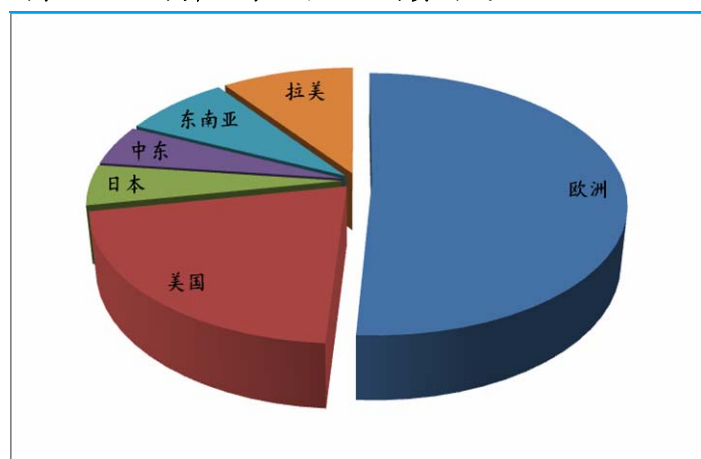
来源: 国金证券研究所

图表38: 国内异丙醇胺下游应用领域



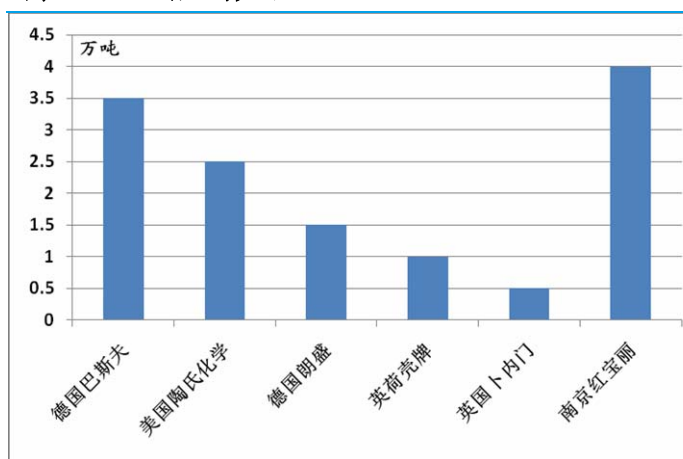
- 2012 年全球异丙醇胺全球需求在 20~30 万吨之间, 主要消费领域在欧美等发达地区, 以及中东地区等。我国市场起步较晚, 近几年发展较快, 2012 年国内产能约为 5 万吨, 消费量约为 2 万吨。

图表39: 全球异丙醇胺分地区消费构成



来源: 国金证券研究所

图表40: 主要厂商产能



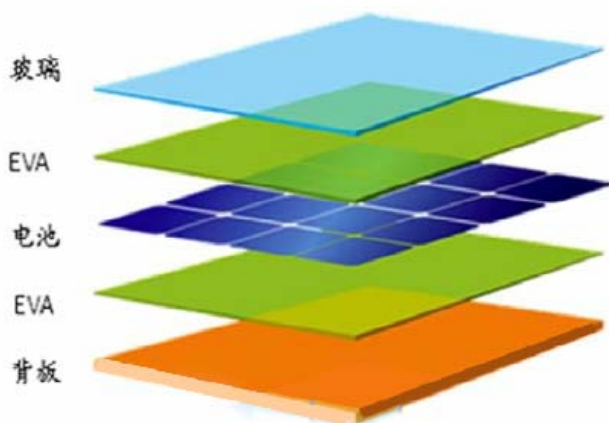
- 异丙醇胺需求增长的一个重要方面为替代乙醇胺。异丙醇胺和乙醇胺属于烷基醇胺类同系物, 但比乙醇胺具更为优异的性能, 并且对环境及人体的危害较小, 逐渐成为发达国家极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品, 已经具有替代乙醇胺的趋势。
- 水泥外加剂领域: 早期用于水泥外加剂的醇胺类化合物主要是三乙醇胺, 由于三异丙醇胺的分散性和后期强度均优于三乙醇胺, 三异丙醇胺开始被大量使用。目前异丙醇胺可用作水泥助磨剂、早强剂等。据测算, 2013 年国内水泥外加剂领域对异丙醇胺需求量约 1.32 万吨。
- 石油与天然气脱硫: 以二异丙醇胺代替一乙醇胺用于石油和天然气炼制脱硫, 能使溶剂降解变质的情况得到改善, 而且能有效地脱除其中的硫氧化碳。欧美、中东等地区的炼油业中, 80% 企业所使用的脱硫剂为二异丙醇胺。国内应用有待开发, 目前国内湿法脱硫剂使用二异丙醇胺的比例小于 30%。到 2015 年国内石油与天然气领域脱硫对异丙醇胺需求量约为 0.7 万吨。

- 公司异丙醇胺 4 万吨生产装置 2012 年产能利用率超过 80%，是世界规模最大的异丙醇胺生产企业。在国际市场上，公司通过国际营销网络建设与完善，技术研发能力不断提升，产品品质与巴斯夫、陶氏等国际化工巨头逐步接近并超越。国内市场，公司积极参与国家标准委异丙醇胺国家标准的制订，积极研发新技术，拓宽产品新的应用领域，如清洗剂、中间体领域应用等。在工艺上，国外企业主要采用连续高压高浓度氨水法，国内企业采用间歇式低压氨水法，公司采用自主开发的连续法高压超临界合成工艺，摒除传统低压氨水法能耗高缺点，产品品质上更优、生产控制水平更高、生产成本控制能力更强。

EVA 封装胶膜项目尚待起飞

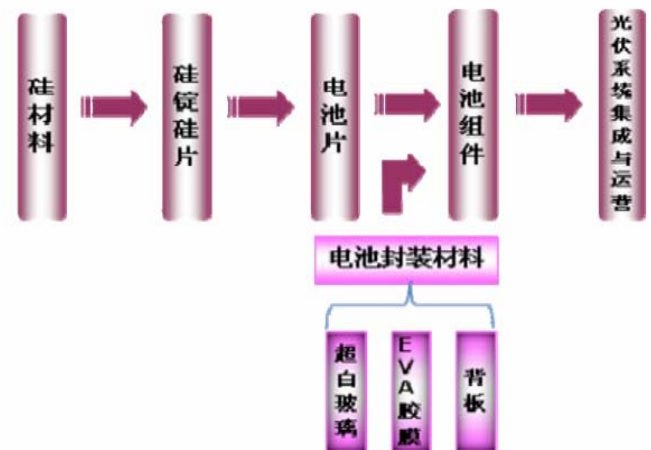
- 光伏级 EVA 封装胶膜是以醋酸乙烯含量 30-33% 的普通级 EVA 为基料，辅以数种改性剂，经成膜设备热轧成薄膜型产品。EVA 起粘结密封作用，并增透玻璃，在将硅晶片与大气隔绝的同时，有利于太阳能电池光电转换效率的提高。目前太阳能电池分为晶硅电池和薄膜电池两类，其中晶硅电池的市场占有率达 90% 以上，其封装需用 EVA 胶膜。EVA 占晶硅电池成本比例不高，以 156*156 多晶硅太阳能电池组件为例，EVA 胶膜仅占总成本 1.6%。按照国内 EVA 龙头杭州福斯特的测算，2011 年全球 EVA 胶膜需求约为 5.6 亿平方米。

图表41：晶硅电池结构示意图



来源：杭州福斯特，国金证券研究所

图表42：EVA 胶膜的行业位置



- EVA 胶膜历史上长期由美国杜邦、日本三井化学和日本普利司通等国外企业垄断。随着国内多家 EVA 胶膜厂商的突破技术壁垒，迅速掀起投产热潮，目前据不完全统计的产能即达 6.6 亿平米，而杭州福斯特尚有投建 1.8 亿平米的意向，短期内 EVA 行业具有过剩趋势，但光伏行业的复苏将显著拉动 EVA 市场的发展。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

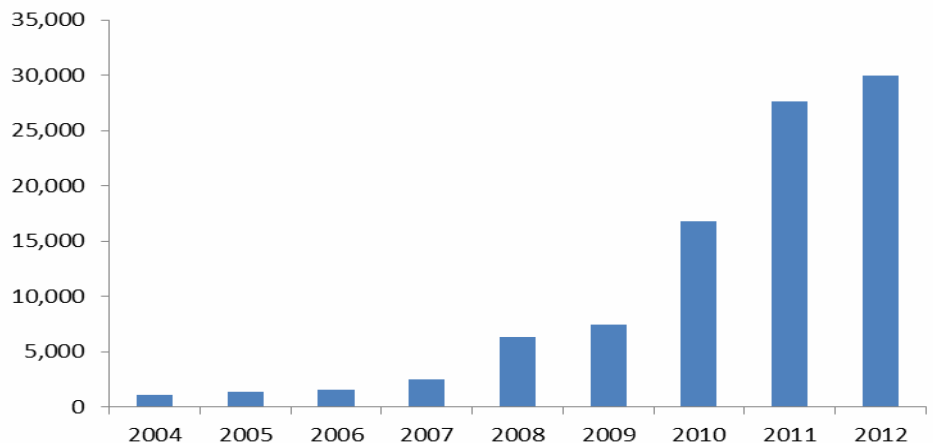
图表43：部分太阳能电池用EVA生产厂家产能

厂家	国家	年产能（万平方米）
杭州福斯特	中国	15000（有意向扩建至33000）
三井化学	日本	10200
浙江飞宇	中国	10000
普利斯通	日本	8000
沁阳市思可达光能	中国	7500
台湾台塑	中国	3325
温州瑞阳	中国	3000
苏州爱康光伏新材料	中国	2200
广州市鹿山化工	中国	2000
浙江枫华	中国	2000
红宝丽	中国	1200
鑫富药业	中国	1200

来源：国金证券研究所整理

- 公司 EVA 项目起步较晚，且投产后面临光伏产业退潮，因此控制开工以避免产品价格下滑导致亏损。公司在行业低谷中积极准备，产品已获得德国认证，一旦行业复苏趋势形成，1200 万平米 EVA 胶膜项目将显著受益。

图表44：全球光伏新增装机量（MW）



来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

盈利预测与估值

- 预计公司 2013~2015 年收入 26.5、31.4、36.1 亿元，归属于母公司净利润 0.9、1.8、2.4 亿元，EPS0.16、0.34、0.44 元/股。

图表45：销售预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
硬泡组合聚醚						
销售收入（百万元）	1,021.39	1,232.14	1,175.61	1,795.50	1,995.00	2,025.00
增长率（YOY）		20.63%	-4.59%	52.73%	11.11%	1.50%
毛利率	14%	11%	14%	14%	14%	14%
异丙醇胺						
销售收入（百万元）	311.62	400.09	411.25	430.00	450.00	470.00
增长率（YOY）		28.39%	2.79%	4.56%	4.65%	4.44%
毛利率	24%	23%	23%	22%	22%	22%
销售成本（百万元）	235.68	308.59	317.28	335.40	351.00	366.60
保温材料						
销售收入（百万元）			17.14	312.50	500.00	825.00
增长率（YOY）				1723.22%	60.00%	65.00%
毛利率			1%	22%	25%	25%
EVA胶膜						
销售收入（百万元）				64.00	144.00	240.00
增长率（YOY）					125.00%	66.67%
毛利率				20%	20%	20%
销售总收入（百万元）	1387.06	1699.47	1654.94	2652.00	3139.00	3610.00
销售总成本（百万元）	1159.02	1467.08	1382.85	2214.48	2596.90	2958.85
毛利（百万元）	228.04	232.39	272.09	437.52	542.10	651.15
平均毛利率	16.44%	13.67%	16.44%	16.50%	17.27%	18.04%

来源：国金证券研究所

- 综合考虑公司行业情况及成长性，给予 14 年 20 倍 PE，目标价 6.8 元，“增持”评级。

风险提示

- 市场规范化进度低于预期
- 区域竞争加剧
- 全球经济持续低迷

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,387	1,699	1,655	2,652	3,139	3,610
增长率		22.5%	-2.6%	60.2%	18.4%	15.0%
主营业务成本	-1,159	-1,467	-1,383	-2,214	-2,597	-2,959
% 销售收入	83.6%	86.3%	83.6%	83.5%	82.7%	82.0%
毛利	228	232	272	438	542	651
% 销售收入	16.4%	13.7%	16.4%	16.5%	17.3%	18.0%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-6	-7
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-30	-41	-46	-72	-85	-97
% 销售收入	2.1%	2.4%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-56	-74	-100	-159	-188	-217
% 销售收入	4.0%	4.4%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	140	114	122	201	263	330
% 销售收入	10.1%	6.7%	7.4%	7.6%	8.4%	9.1%
财务费用	-22	-36	-26	-25	-27	-23
% 销售收入	1.6%	2.1%	1.6%	1.0%	0.9%	0.6%
资产减值损失	-2	0	-3	-62	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	117	78	93	114	235	307
营业利润率	8.4%	4.6%	5.6%	4.3%	7.5%	8.5%
营业外收支	5	24	13	0	0	0
税前利润	121	102	106	114	235	307
利润率	8.7%	6.0%	6.4%	4.3%	7.5%	8.5%
所得税	-23	-19	-22	-23	-47	-61
所得税率	19.0%	18.8%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	98	83	84	91	188	246
少数股东损益	7	6	6	6	6	6
归属于母公司的净利润	92	77	78	85	182	240
净利率	6.6%	4.5%	4.7%	3.2%	5.8%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	98	83	84	91	188	246
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	31	42	123	69	78
非经营收益	18	30	25	36	32	27
营运资金变动	-234	-91	63	-201	-112	-109
经营活动现金净流	-95	52	214	49	176	242
资本开支	-131	-181	-222	-103	-111	-109
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	15	0	0	0
投资活动现金净流	-131	-181	-207	-104	-111	-109
股权募资	0	233	22	0	0	0
债权募资	212	84	5	59	-34	-106
其他	-38	-35	-62	-30	-32	-27
筹资活动现金净流	174	281	-35	29	-66	-133
现金净流量	-51	152	-28	-27	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	83	239	227	200	200	200
应收款项	341	519	452	693	820	943
存货	259	200	240	352	413	470
其他流动资产	36	25	45	68	80	91
流动资产	719	983	963	1,313	1,513	1,704
% 总资产	62.8%	64.0%	54.7%	59.5%	60.1%	60.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	360	477	705	806	918	1,027
% 总资产	31.4%	31.1%	40.0%	36.5%	36.5%	36.5%
无形资产	64	72	86	85	84	83
非流动资产	427	554	799	894	1,004	1,112
% 总资产	37.2%	36.0%	45.3%	40.5%	39.9%	39.5%
资产总计	1,145	1,537	1,762	2,208	2,517	2,816
短期借款	272	356	387	472	438	331
应付款项	211	198	327	474	557	635
其他流动负债	-8	10	0	27	31	36
流动负债	475	564	713	973	1,026	1,002
长期贷款	50	50	24	24	24	25
其他长期负债	8	0	26	0	0	0
负债	533	614	764	997	1,050	1,027
普通股股东权益	589	899	974	1,059	1,241	1,481
少数股东权益	23	25	24	30	36	42
负债股东权益合计	1,145	1,537	1,762	2,086	2,327	2,550

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.364	0.286	0.144	0.156	0.335	0.441
每股净资产	2.339	3.350	1.791	1.947	2.282	2.722
每股经营现金净流	-0.375	0.186	0.394	0.089	0.324	0.444
每股股利	0.100	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.54%	8.53%	8.05%	8.02%	14.69%	16.18%
总资产收益率	8.00%	4.99%	4.45%	4.07%	7.83%	9.40%
投入资本收益率	12.14%	6.99%	6.92%	10.17%	12.09%	14.05%
增长率						
主营业务收入增长率	50.19%	22.52%	-2.62%	60.25%	18.36%	15.00%
EBIT增长率	-5.57%	-18.37%	7.04%	64.53%	30.39%	25.55%
净利润增长率	-7.77%	-16.31%	2.26%	8.25%	114.74%	31.48%
总资产增长率	49.76%	34.18%	14.62%	25.31%	14.00%	11.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.5	35.9	40.9	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	60.3	57.1	58.0	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	32.3	37.9	50.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	81.9	63.8	137.5	96.8	93.4	91.3
偿债能力						
净负债/股东权益	39.06%	18.07%	18.44%	27.16%	20.48%	10.25%
EBIT利息保障倍数	6.5	3.1	4.7	7.9	9.6	14.5
资产负债率	46.51%	39.93%	43.35%	47.79%	45.11%	40.28%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net