



## 国内匀泡剂行业龙头, 国产替代空间足

分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

## 基本数据 (截止 2017 年 12 月 22 日)

报告日股价 (元)	21.72
12mth A 股价格区间 (元)	18.60/39.89
总股本 (百万股)	100.00
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (亿元)	5.44
每股净资产 (元)	7.00

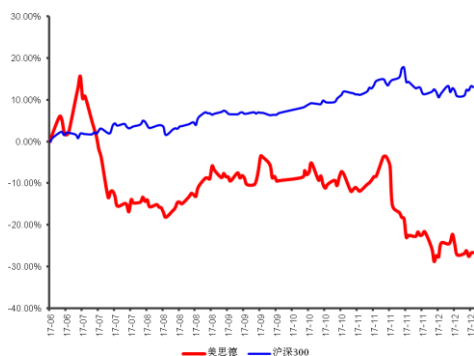
## 主要股东 (2017Q3)

德美化工集团有限公司	53.48%
南京世创化工有限公司	8.78%

## 收入结构 (2016A)

硬泡匀泡剂	78.12%
软泡匀泡剂	20.47%
油化品	0.14%
其他	1.27%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX-17-MSD01

首次报告日期: 2017 年 12 月 22 日

相关报告:

## ■ 主要观点

公司主要从事聚氨酯泡沫稳定剂系列产品的研发、生产与销售, 与此同时也为客户提供专业化、个性化的技术服务和支持。2017 年 1-9 月, 公司实现营业收入 2.37 亿元, 同比增长 6.39%, 归属于母公司股东净利润 4216 万元, 同比减少 25.50%。

## 匀泡剂下游行业稳定, 高壁垒决定行业格局

公司主营产品为硬泡匀泡剂和软泡匀泡剂。产品下游为冷藏保温、家具、汽车、建筑节能等传统行业领域, 同时也开始逐步探索应用于其他新兴领域, 如军事领域。由于匀泡剂行业是技术密集型行业, 产品个性化特征显著, 客户对于供应商的技术研发及提供解决方案的能力有很高的要求。因此, 高行业壁垒使得行业内竞争对手数量较少, 并且外资巨头的占比较高。随着公司技术水平的不断提升, 进口替代的空间十分可观。

## 硬泡匀泡剂行业领先, 巩固优势抢占份额

公司的硬泡匀泡剂系列产品打破了跨国企业对国内市场的垄断, 并且凭借突出的性价比和优质的技术服务优势成为了硬泡匀泡剂市场上的主流产品。按照公司 2016 年的国内销量测算, 2016 年公司硬泡匀泡剂产品在该细分市场的占有率达到 17.27%, 处于行业领先地位。并且, 随着产能瓶颈破除, 未来有望在保障国内市占率的同时, 持续开拓海外市场。

## 软泡匀泡剂进入上升期, 技术提升加速市场开拓

公司的软泡匀泡剂产量相对较低, 并且由于技术水平的限制, 国外厂商的市占率较高。但随着公司的技术突破和产品升级, 公司软泡匀泡剂产品的市场份额逐步上升。截至 2016 年底, 公司的软泡匀泡剂系列产品销量达到 2067.14 吨, 同比增长了 14.71%。未来随着公司对软泡匀泡剂市场的进一步开拓, 该产品的市占率将会得到进一步提升。

## ■ 投资建议

我们预计公司在 2017-2019 年将实现营业收入 3.23、3.77 和 4.35 亿元, 同比增长 14.27%、17.00% 和 15.25%, 归属于母公司股东净利润为 6212 万、8136 万和 1.03 亿元, 同比增长 -8.99%、30.96% 和 26.04%, 每股 EPS 为 0.62、0.81 和 1.03 元。对应 PE 为 35.0、26.7 和 21.2 倍。首次覆盖, 未来六个月给予“谨慎增持”评级。

## ■ 风险提示

下游房地产行业增速放缓; 核心技术失密及核心技术人员流失; 德国赢创收购空气化工材料部门, 导致失去核心客户; 跨国企业下沉市场导致竞争加剧。

## ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	282.23	322.50	377.32	434.86
年增长率	4.94%	14.27%	17.00%	15.25%
归属于母公司的净利润	68.26	62.12	81.36	102.54
年增长率	1.36%	-8.99%	30.96%	26.04%
每股收益 (元)	0.68	0.62	0.81	1.03
PE	31.8	35.0	26.7	21.2

数据来源：wind 上海证券研究所

## 目 录

一、美思德：聚氨酯泡沫稳定剂龙头 .....	5
1.1 公司简介 .....	5
1.2 股权结构 .....	5
1.3 公司基本财务数据 .....	6
1.4 主营构成 .....	7
二、上下游行业分析：产业整合期，领军企业迅速发展 .....	8
2.1 上游化工原材料行业竞争充分，供求平衡 .....	10
2.2 下游市场需求快速增长 .....	11
2.3 行业壁垒高，竞争对手大而精 .....	14
2.4 主要竞争对手 .....	15
三、公司主要产品及核心竞争力 .....	15
3.1 硬质聚氨酯泡沫稳定剂：处于行业领先地位 .....	15
3.2 软质聚氨酯泡沫稳定剂：市场份额逐步上升 .....	16
3.3 公司核心竞争力 .....	17
四、投资建议与盈利预测 .....	18
1. 基本假设 .....	18
2. 投资逻辑及盈利预测 .....	18
五、风险提示 .....	19
六、附表 .....	20

## 图 表

图 1 美思德股权结构 (2017Q3) .....	5
图 2 美思德历年营业收入及增速示意图 .....	6
图 3 美思德历年归母净利润及增速示意图 .....	6
图 4 美思德销售毛利率及净利率示意图 .....	7
图 5 公司历年主营业务拆分示意图 .....	7
图 6 公司历年主营业务毛利率情况 .....	7
图 7 聚氨酯助剂分类 .....	8
图 8 聚氨酯泡沫稳定剂行业产业链 .....	10
图 9 主要原材料采购价格变动趋势和英国布伦特原油现货价格走势 .....	10
图 10 2008 年-2015 年国内冰柜、冰箱产量 (万台) .....	11
图 11 2006 年-2015 年全国软体家具产量 .....	12
图 12 2001 年-2015 年中国汽车产量及增速 .....	13
图 13 硬泡匀泡剂的生产工艺流程示意图 .....	16
图 14 软泡匀泡剂的生产工艺流程示意图 .....	17
表 1 聚氨酯泡沫稳定剂介绍 .....	8
表 2 全球及中国聚氨酯泡沫产量 .....	9
表 3 匀泡剂需求量 .....	9
表 4 主要竞争对手情况 .....	15
附表 1 公司财务预测与估值 .....	20

## 一、美思德：聚氨酯泡沫稳定剂龙头

### 1.1 公司简介

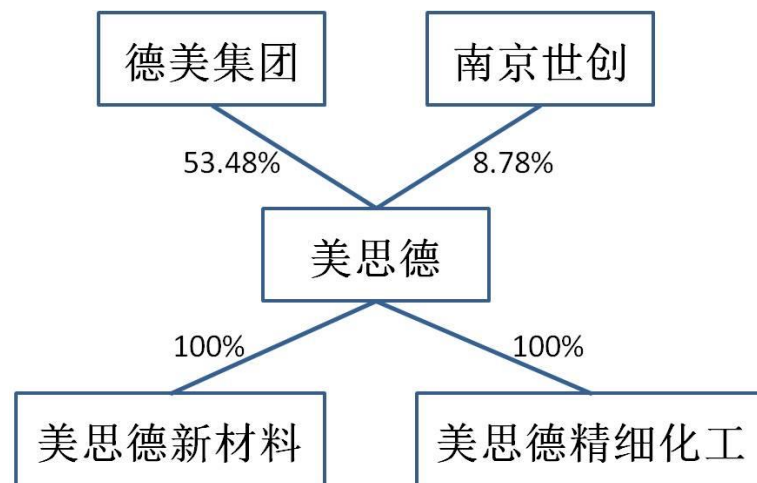
江苏美思德化学股份有限公司成立于 2000 年 11 月 24 日，于 2017 年 3 月 20 日在上海证券交易所上市。公司主要从事聚氨酯泡沫稳定剂系列产品的研发、生产与销售，同时也为客户提供专业化、个性化的技术服务和支持。

聚氨酯泡沫稳定剂，又称匀泡剂，是聚氨酯泡沫塑料生产过程中必不可少的关键助剂，在控制和调节泡沫体的泡孔尺寸、疏密程度和开闭孔率等核心指标上，以及在稳定泡沫体高度、提高泡沫体的性能、改善泡沫制品外观表现等方面发挥着不可替代的作用。匀泡剂根据其用途可划分为硬泡匀泡剂和软泡匀泡剂。

### 1.2 股权结构

公司的实际控股股东为德美集团，其法定代表人为黄冠雄先生。截至 2017 年三季报，德美集团持股比例为 53.48%，其中黄冠雄先生持股德美集团的比例为 40.62%。

图 1 美思德股权结构（2017Q3）



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

公司旗下拥有南京美思德精细化工有限公司（经营范围为化学材料的研发、销售及技术服务；其中主营业务为油田化学品销售）、南京美思德新材料有限公司（经营范围为有机硅表面活性剂项目类产品的研究、开发、生产、销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外；其中主营业务为聚氨酯泡沫稳定剂的研发、生产、销售）。

### 1.3 公司基本财务数据

公司 2016 年全年实现营业收入 2.82 亿元，同比增长 4.95%，归属于母公司股东净利润 0.68 亿元，同比增长 1.36%；2017 年 Q3 季度实现营业收入 2.37 亿元，同比增长 6.39%，归属于母公司股东净利润 4216 万元，同比减少 25.50%。

公司营业收入从 2012 年的 2.58 亿元增长至 2016 年的 2.82 亿元，年复合增长率为 2.25%，期间几经波折；归属于母公司股东净利润从 2012 年的 0.62 亿元增长至 2016 年的 0.68 亿元，年复合增速为 2.34%。

图 2 美思德历年营业收入及增速示意图

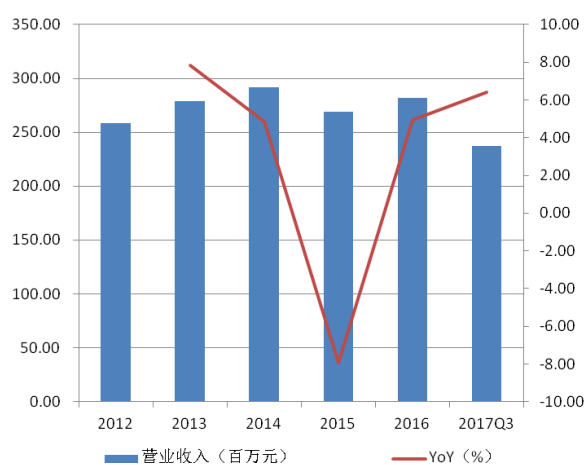
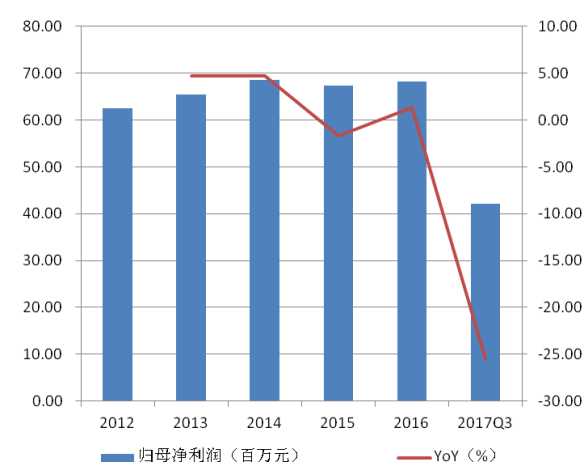


图 3 美思德历年归母净利润及增速示意图

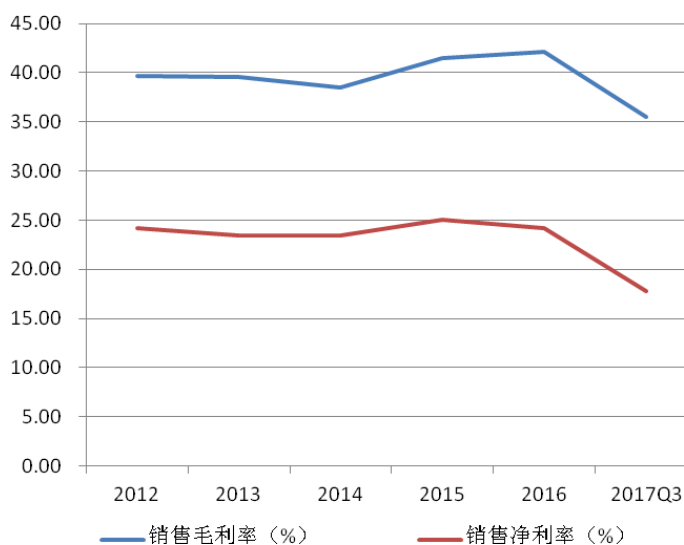


数据来源: wind 上海证券研究所

数据来源: wind 上海证券研究所

公司销售毛利率和净利率在 2015 年起显著回升，从之前的 38.46% 和 23.46% 左右，上升至 2015 年的 241.41% 和 25.04%。主要是原材料价格下降所致。但随着聚醚和有机硅价格持续走高，2017 年公司毛利率再度出现下滑。

图 4 美思德销售毛利率及净利率示意图

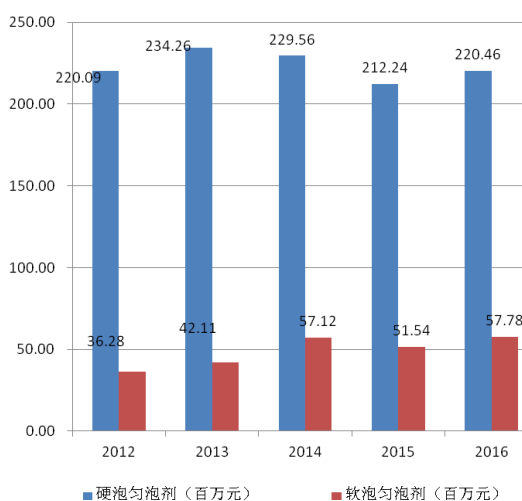


数据来源: wind 上海证券研究所

## 1.4 主营构成

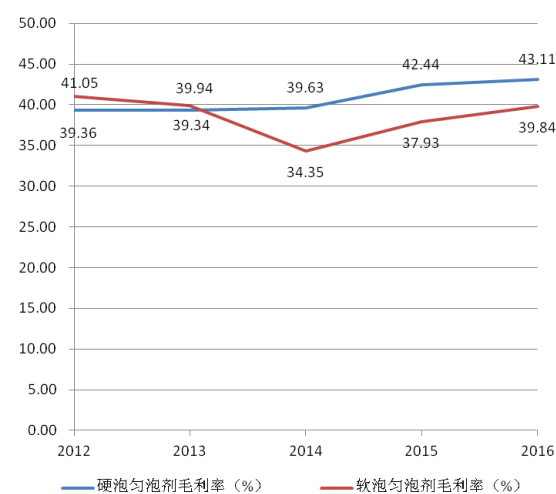
公司主营业务包括硬泡匀泡剂、软泡匀泡剂、油化品和其他业务。据公司 2016 年年报统计, 主营收入中占比最大的是硬泡匀泡剂, 占 78.12%, 软泡匀泡剂占 20.47%, 油化品占 0.14%, 其他业务占 1.27%。其中, 硬泡匀泡剂营业收入 2.20 亿元, 同比增速 3.88%; 软泡匀泡剂营业收入为 5778 万元, 同比增速 12.10%。硬泡匀泡剂占比持续提升。

图 5 公司历年主营业务拆分示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 6 公司历年主营业务毛利率情况



数据来源: wind 上海证券研究所

## 二、上下游行业分析：产业整合期，领军企业迅速发展

聚氨酯泡沫塑料生产过程需要多种液体原料混匀后，在短时间内同时发生凝胶、发泡、交联等反应，其制作过程迅速且不可逆，因此对于各种助剂的性能、配方等要求较高。聚氨酯助剂可以分为发泡剂、催化剂、阻燃剂、匀泡剂、交联剂等。

图7 聚氨酯助剂分类



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

匀泡剂是聚氨酯泡沫塑料生产过程中必不可少的关键助剂，其起着乳化泡沫物料、稳定泡沫和调节泡孔的作用，主要用于增强聚氨酯泡沫塑料原料组分间的互溶性，稳定反应过程中的泡沫结构，控制并调节泡沫成型过程中的泡孔尺寸和分布均匀度，对聚氨酯泡沫塑料的导热系数、抗压强度、密度等理化指标及产品质量有着重要影响。

匀泡剂的通用性较小，具有较强的针对性，并具有随应用领域的不同而需要个性化开发的特点，故品种众多，并已形成产品系列。

从大类上看，聚氨酯泡沫稳定剂可分为硬质聚氨酯泡沫稳定剂和软质聚氨酯泡沫稳定剂。

表1 聚氨酯泡沫稳定剂介绍

种类	主要作用	主要应用领域
硬质聚氨酯泡沫稳定剂	促进原料组分间的互溶性,调节聚氨酯硬泡的泡孔开孔率和均匀度,提高聚氨酯硬泡成型能力,增强绝热保温性能。	冷藏保温、建筑节能、太阳能热水器、管道保温、汽车制造、仿木家具等
软质聚氨酯泡沫稳定剂	提高原料组分间的相容性,促进聚氨酯软泡沫体的结构稳定,增强其柔软、透气、高回弹和耐燃等特性。	软体家具、运动鞋、汽车垫材、玩具、运动器材、声学材料、包装材料等

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

聚氨酯泡沫塑料具备质量轻、强度高、低导热率等一系列优异的物理性能，加之结构和性能易于调整，能够满足不同行业的个性化需求，因此其已成长为增长最快的聚氨酯制品之一。我国聚氨酯泡沫塑料行业起步于20世纪60年代初期，早期受限于生产设备、产品工艺和原料工业等配套条件，发展较为缓慢。聚氨酯硬泡1964



年才开始研究，20 世纪 70 年代中期才有一定规模的小工业装置生产。随着 80 年代起配套体系的逐步建立和完善，我国聚氨酯泡沫塑料行业开始快速发展，年产量增长速度大于 20%，大大超过了国民经济生产总值的增长速度。进入 21 世纪，聚氨酯泡沫塑料行业已逐渐成为我国化工产业发展中最快的行业之一。作为生产聚氨酯泡沫塑料过程中不可缺少的重要助剂，匀泡剂在聚氨酯泡沫塑料中的使用也日趋成熟，其需求量随着聚氨酯泡沫塑料消费量的增加而日益增长。

2014 年全球聚氨酯硬泡产量约 570 万吨，软泡产量约 580 万吨；中国聚氨酯硬泡产量约 210 万吨，软泡产量约 160 万吨。2015 年，中国聚氨酯硬泡和软泡产量合计约 406 万吨，同比增长了 9.73%。根据《聚氨酯工业发展现状》的预测，到 2017 年，全球及中国聚氨酯泡沫产量将分别达到 1361 万吨和 480 万吨。

表 2 全球及中国聚氨酯泡沫产量

区域	产品	年产量/万吨				复合增速/%
		2012	2013	2014	2017E	
全球	聚氨酯硬泡	511	544	570	683	5.97
	聚氨酯软泡	560	570	580	678	3.90
	合计	1,071	1,114	1,150	1,361	4.91
中国	聚氨酯硬泡	170	190	210	270	9.69
	聚氨酯软泡	150	150	160	210	6.96
	合计	320	340	370	480	8.45

数据来源：聚氨酯工业发展现状 上海证券研究所

按照目前的生产工艺，在不同类型的聚氨酯泡沫制品生产过程中，每吨制品需要添加的匀泡剂比例不同，大多数行业如家电、建筑、服装、软体家具、汽车等领域用量比例在 1%-2% 之间。以大多数行业用量的平均值 1.5% 测算，则未来几年，全球和中国匀泡剂需求量约为 20.42 万吨和 7.20 万吨。

表 3 匀泡剂需求量

区域	产品需求量	2012	2013	2014	2017E	年复合增速 (%)
全球	匀泡剂需求量 (万吨)	16.07	16.71	17.25	20.42	4.91
中国	匀泡剂需求量 (万吨)	4.80	5.10	5.55	7.20	8.45

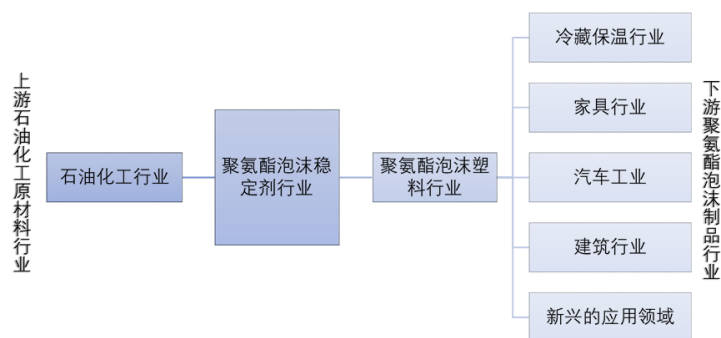
数据来源：公司招股书 上海证券研究所

注：匀泡剂需求量=聚氨酯泡沫产量×1.5%

上述估算仅是基于当前的发展现状作出的保守预测。随着行业技术水平的不断提高，近年来聚氨酯泡沫塑料行业已经不断拓宽其

应用领域，其应用领域广阔，在军事、航空航天、医疗等领域也具有广阔的发展前景，从而带动了聚氨酯泡沫稳定剂的持续增长。随着下游行业的快速发展、民众消费的增加、环保意识的增强，届时匀泡剂的实际需求量也有可能大幅超过上述估算。

图8 聚氨酯泡沫稳定剂行业产业链

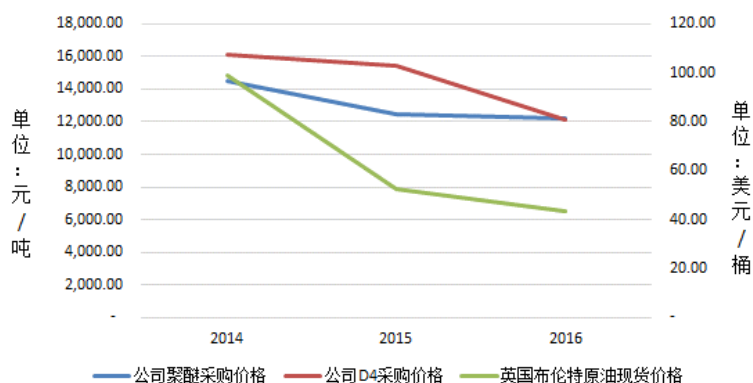


数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## 2.1 上游化工原材料行业竞争充分，供求平衡

聚氨酯泡沫塑料行业的上游行业为石油化工行业，匀泡剂生产所需要的主要原材料为聚醚、八甲基环四硅氧烷（D4）、氯铂酸和高氢硅油等化工产品，因此国际原油价格的波动对本行业的持续发展具有一定影响。其中聚醚、八甲基环四硅氧烷（D4）占公司主营业务成本比重合计约为70%，为公司的主要采购成本，其价格走势与英国布伦特原油现货价格走势成正比。因此，由于原油价格的走低，公司原材料的价格也随之下降，导致公司的销售毛利率在2015年起有显著回升。

图9 主要原材料采购价格变动趋势和英国布伦特原油现货价格走势



数据来源：Wind 上海证券研究所

注：数据来自wind 资讯，由于无法查到公开的八甲基环四硅氧烷市场价格，公司采用相似的DMC（二甲基环硅氧烷混合物）市场公开价格进行比较

公司与主要供应商之间建立了良好的合作关系，能够保持原材

料的长期稳定供应。公司自 2008 年开始与浙江皇马科技股份有限公司合作，2016 年向其采购的原材料主要为聚醚，其采购量占比 35.68%；公司自 2004 年开始与江苏钟山化工有限公司合作，2016 年向其采购的原材料主要为聚醚，其采购量占比 16.98%。公司自 2003 年始即与浙江新安化工集团股份有限公司合作，2016 年向其采购的原材料主要为八甲基环四硅氧烷，其采购量占比 9.22%。

总体而言，目前，本行业上游行业竞争充分、供应商众多，行业总体处于供求平衡的状况，单个厂商对本行业企业的生产经营的影响并不明显。

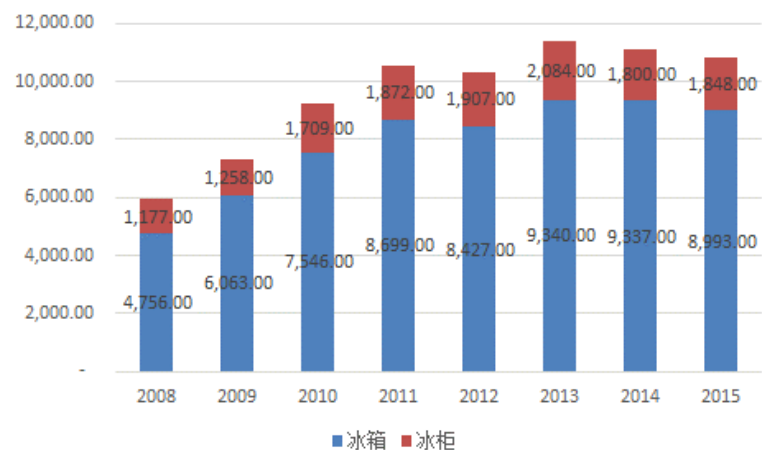
## 2.2 下游市场需求快速增长

匀泡剂是随着下游聚氨酯泡沫塑料行业的发展而发展起来的。聚氨酯泡沫塑料凭借其弹性佳、吸音好、透气性强、保温性能高和易于生产塑形等应用优势，已被广泛应用于冷藏保温、家具、汽车、建筑节能等传统行业领域，与此同时也开始逐步探索应用于其他新兴领域，例如军事作战领域。

### ➤ 冷藏保温行业：

冰箱、冰柜、冷藏车、冷库、电热水器、太阳能热水器、管道保温、喷涂等。其中冰箱（柜）等冷藏保温家用电器是我国聚氨酯硬泡的主要应用领域之一。从用量来看，平均 1 台冰箱需要硬泡 6-7.5 公斤，1 台冰柜大约需要硬泡 10 公斤。中国冰箱产业居世界首位，中国已经逐渐成为世界冰箱生产基地。2015 年中国冰箱产量约 8,993 万台，同比略有下滑；冰柜产量约 1,848 万台，同比略有增长，冰箱、冰柜总产量约 10,841 万台，使用聚氨酯硬泡约 80 万吨。

图 10 2008 年-2015 年国内冰柜、冰箱产量（万台）



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

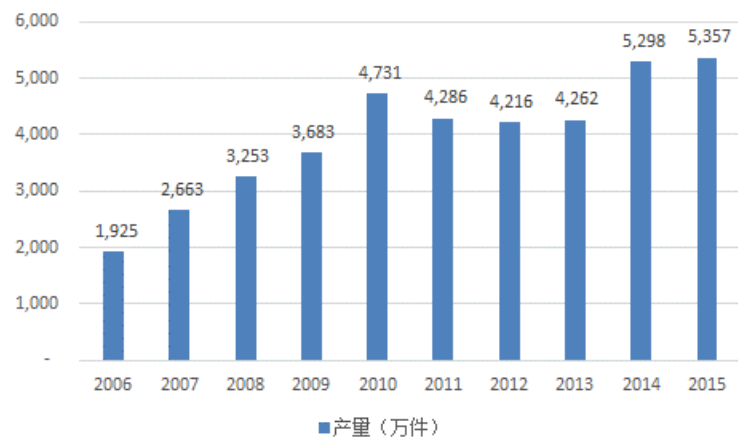
虽然近些年来受到消费周期的影响，市场需求增长减缓，但消费升级的势头无法避免。中国家电业已经进入更新消费为主的阶

段，在产业转型升级以及消费升级的持续推动下，预计家电行业将会持续进入产品更新换代的时期，这也将带动对聚氨酯塑料泡沫行业的技术革新和发展。

#### ➤ 家具行业：

软体家具主要是指以聚氨酯泡沫塑料、织物为材料制成的家具及垫材，包括沙发、床垫、枕头等日常家居用品。随着我国经济的快速发展，人们对家居用品的要求已经从单一的使用性上扩展至产品的舒适性、美观性和多用性等特点。由于聚氨酯泡沫塑料具备良好的透气性、回弹性和可塑性，以此为原料设计出来的软体家具有着贴合人体形体、柔软透气、高弹力等特点，此类家具已逐渐成为住宅、办公楼、商业营业用房等建筑中必不可少的物件之一。2007年至2015年间，我国软体家具产量由2,663万件增加至5,357万件，年均复合增长率达到9.13%。

图 11 2006 年-2015 年全国软体家具产量



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

软体家具市场需求与房地产市场拥有密切的联系，这是因为新房的首次装修及旧房的二次装修都需要使用到包括沙发、软床、餐椅等在内的室内软体家具，从而形成对软体家具的稳定需求；同时，随着居民可支配收入水平的不断提高，家庭生活品质也不断提升，人们更加注重居住条件的舒适性和便捷性，对软体家具有较大的更新需求，从而为软体家具产业发展带来机遇，预计未来软体家具产业仍将保持稳定增长。

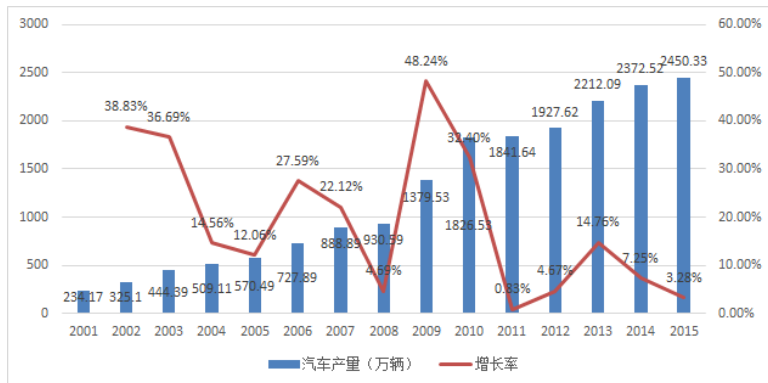
#### ➤ 汽车行业：

在汽车工业中，聚氨酯泡沫塑料被广泛应用在汽车内饰、仪表板、汽车座垫、汽车顶棚等构件中，其已经成为汽车上用量最大的塑料品种之一。

在2001-2014年期间，中国汽车工业以19.50%的年复合增长率快速增长。根据中国汽车工业协会的统计，2015年全国汽车产销分

别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，创历史新高，比上年分别增长 3.3%和 4.7%，总体呈现平稳增长态势，产销增速比上年分别下降 4 和 2.2 个百分点，汽车产销量双双超过 2450 万辆，创全球历史新高，连续七年蝉联全球第一。

图 12 2001 年-2015 年中国汽车产量及增速



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

并且近年来国家对节能减排的程度日趋提升，汽车工业也逐渐向低碳化、轻量化和节能化方向发展。聚氨酯泡沫塑料因为其轻质、可塑性强等特性，与传统金属制零部件相比可以大幅减轻汽车重量、降低汽车能耗并减少碳排放。除此之外使用聚氨酯泡沫塑料能够有效降低采购成本，因此在汽车工业中的使用量日益增加。汽车工业对于聚氨酯泡沫塑料的使用量的增长幅度远远超过了汽车产量的增长幅度。同理，对匀泡剂的需求量也因此快速增加。

#### ➤ 建筑行业：

聚氨酯硬泡拥有集隔热、保温、防水、装饰于一体，及结构简单、使用寿命长、施工效率高等诸多方面的性能和优点，因此它是国外建筑保温领域普遍选用的材料，被广泛应用于外墙工程。

随着我国建筑节能相关法规的实施，以及保障性住房、旧房改造等基础设施建设的推动，聚氨酯硬泡的应用领域将被极大拓宽，这也必然给匀泡剂在建筑节能领域的应用推广上带来历史性的发展机遇。

#### ➤ 新兴应用领域：

随着行业技术水平的发展，近年来聚氨酯泡沫塑料行业的应用领域被不断拓宽，从而推动聚氨酯泡沫稳定剂的持续发展。例如，在军事作战领域，聚氨酯泡沫塑料已被应用于封锁设障、非致命武器装备失效技术、快速架桥、地雷破障、反恐怖爆炸袭击及伪装隐身等领域；在国防及有关研究领域，聚氨酯泡沫还可用于不受电磁波干扰的无回波暗室的吸波材料的载体；根据聚氨酯泡沫具有阻尼性优异、质轻、成本低、容易成型等优点，行业已研制出了一种可用于抗静电包装和电磁屏蔽的新型导电聚氨酯泡沫塑料材料，用于

电子元器件的抗静电和电磁屏蔽保护等。

## 2.3 行业壁垒高，竞争对手大而精

### ➤ 技术壁垒：

由于聚氨酯泡沫塑料应用领域被不断拓宽，下游行业对匀泡剂的要求也逐渐呈现个性化、多样化和专业化等特点。匀泡剂的效果分析检测、结构设计、产品开发等能力已成为企业参与市场竞争的核心要素。这类要素的形成往往需要企业持续不断的创新和长时间的技术积累。如此之外，如果从发展方向看，未来行业还将朝着低碳、环保和高附加值的方向发展。因此，关键技术的掌握是进入本行业的重要壁垒。

### ➤ 人才壁垒：

匀泡剂的应用性较强，不仅需要针对不同应用领域研制具有针对性的产品，更需要能够配合下游行业产品随时调整结构设计，并配有专业的售后服务人才。因此本行业对专业技术人员的要求较高，除了必须具备扎实的理论基础外，还需要有丰富的研发经验和较强的创新能力。而专业技术人员的培养和经验积累并非能够轻而易举，一下子就成功，需要长时间的培养。通常行业内企业会将人才队伍的持续引进和后续培训相结合，并通过建立适合企业自身特点的人才机制来提高自身核心竞争力，而新进入的企业则很难在短时间内培养出具有丰富行业经验的专业人才。

### ➤ 品牌壁垒：

聚氨酯塑料泡沫的生产一般运用一次成型的工艺，作为关键助剂的匀泡剂一旦出现问题，将会使整个批次的产品出现严重的质量问题。因此，匀泡剂的产品品牌往往是用户优先考虑的因素。用户会严格地审核产品的选用，通常需要通过小批量、多批次、长时间的实验和试用。一旦用户选定供应商后，就不会轻易更换。此外，不同品牌的匀泡剂在配方和性能等方面存在一定差异，品牌的更换使用需要一定的更换成本，因此行业内客户品牌忠诚度较高。品牌的创建及客户资源的积累均需要长期、大量的综合资源的投入，新进入企业短期内难以与原有企业在品牌等方面竞争。

### ➤ 管理壁垒：

匀泡剂的化学结构精细，其分子链上的微小变动都会造成产品性能改变，因而对生产工艺技术的精准性具有严格的要求，这就需要企业有高水准的工程研究和生产控制技术。为保证匀泡剂质量的稳定，企业内部管理必须维持在较高水平。下游应用行业往往要求匀泡剂生产企业具有完善的质量管理体系，并且在管理方面符合其特定的要求。因此，管理水平也成为进入匀泡剂行业的重要壁垒。



## 2.4 主要竞争对手

表 4 主要竞争对手情况

序号	公司名称	简介
<b>国际主要竞争对手</b>		
1	德国赢创工业集团 (EVONIK)	德国赢创工业集团是全球领先的特种化工企业，主要产品应用于从汽车到医药等的众多行业。赢创自上世纪七十年代末期开始在大中华区（包括中国大陆、香港和台湾）生产特种化工产品，并早在此之前就在这一地区有了广泛的业务活动。2016 年，赢创总销售额超过 127 亿欧元。
2	美国迈图高新材料集团 (MOMENTIVE)	美国迈图高新材料集团是一家全球领先的有机硅产品、石英及陶瓷材料生产商，主要产品应用于建筑、交通、电子和医疗等多个领域。
3	美国空气化工产品有限公司 (AIR PRODUCTS)	美国空气化工产品有限公司是世界领先的工业气体供应商，主要产品为工业气体、特种化学品和化学中间体产品。公司创立于 1940 年，在全球 40 多个国家和地区拥有 300 多家气体生产厂，年营业额超过 100 亿美元。
<b>国内主要竞争对手</b>		
4	沧州威达聚氨酯高科股份有限公司	沧州威达聚氨酯高科股份有限公司年，是专业从事聚氨酯研发、生产和销售的高科技企业。公司主营产品包括有机硅表面活性剂、有机锡催化剂、阻燃剂等。
5	江苏雅克科技股份有限公司	江苏雅克科技股份有限公司成立于 1997 年，主要从事磷酸酯阻燃剂的研发和生产，并有涉足聚氨酯催化剂、匀泡剂等领域。
6	扬州晨化新材料股份有限公司	原扬州晨化科技集团有限公司，创建于 1995 年，是主要从事有机硅和表面活性剂研制与生产销售的精细化工企业，产品主要应用于聚氨酯、塑料、建筑安装等领域。

数据来源：公司招股书、各公司网站

## 三、公司主要产品及核心竞争力

公司主营业务包括硬泡匀泡剂、软泡匀泡剂、油化品和其他业务，是国内聚氨酯泡沫稳定剂的专业生产企业之一，拥有多项核心技术。公司主要产品质量及性能均为行业领先水平，其中硬泡匀泡剂 2016 年国内市占率约为 17.27%。

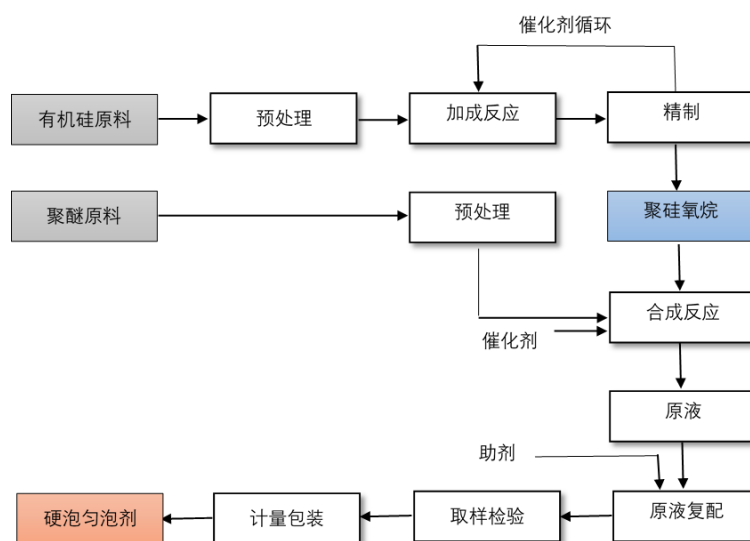
### 3.1 硬质聚氨酯泡沫稳定剂：处于行业领先地位

硬质聚氨酯泡沫稳定剂，除了起到乳化、成核和稳定泡沫作用

外，还要提高泡孔的闭孔率。

硬泡不同的使用场所，对匀泡剂的要求也不同。如：冰箱、冰柜要求泡沫具有很高的闭孔率和较低的导热系数，太阳能热水器要求泡沫在具有一定开孔性基础上，具有良好的尺寸稳定性和不易收缩；建筑保温板材要求物料的流动性好，制品密度分布均匀，且具有一定的阻燃性，满足建筑防火的要求。硬泡的发泡体系众多，如水、环戊烷、HCFC-141b 等，因此需要不同结构和性能的匀泡剂来与之匹配使用。下图为硬泡匀泡剂的生产工艺流程示意图：

图 13 硬泡匀泡剂的生产工艺流程示意图



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## ■ 市场格局：

依托于强大的研发实力，公司主要产品的质量和性能均已达到同行业先进水平。在细分市场领域，公司的硬泡匀泡剂系列产品打破了跨国企业对国内市场的垄断，并且凭借突出的性价比和优质的技术服务优势成为了硬泡匀泡剂市场上的主流产品。按照公司 2016 年的国内销量测算，2016 年公司硬泡匀泡剂产品在该细分市场的占有率达到 17.27%，处于行业领先地位。

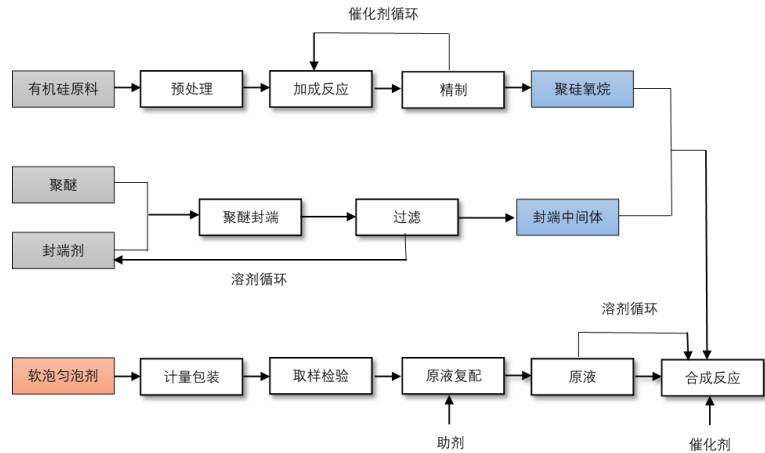
## 3.2 软质聚氨酯泡沫稳定剂：市场份额逐步上升

软泡配方中的各个组分间的相容性不好，在反应过程中，粘度增长慢，对软泡匀泡剂的依赖性大。应用于软泡的匀泡剂，首先要有较强的乳化力将各组分乳化均匀；其次，软泡体系中的水在发泡初期易与异氰酸酯反应形成聚集性高、开孔性强的聚脲结构，这种结构易产生消泡作用，因此软泡匀泡剂应具有分散聚脲的性能；在发泡反应基本完成时还应具有破孔功能和较高的透气率，使得成型后的聚氨酯软泡不易收缩变形，保证成品具有良好的手感和弹性，并进一步改善成品的外观和性能。下图为软泡匀泡剂的生产工艺流程



程示意图：

图 14 软泡匀泡剂的生产工艺流程示意图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### ■ 市场格局：

在软泡匀泡剂市场上，公司产品的市场份额逐步上升。截至 2016 年底，公司的软泡匀泡剂系列产品销量达到 2,067.14 吨，同比增长了 14.71%。未来随着公司对软泡匀泡剂市场的进一步开拓，公司该产品的市场占有率将会得到进一步的提高。

## 3.3 公司核心竞争力

### ➤ 技术优势：

公司每年研发费用投入逐步提升，从 2014 年的 1095 万元提升至 2016 年的 1525 万元。公司拥有资深的工程师及研发人员团队，立足“有机硅表面活性剂工程技术研究中心”创新平台，以契合聚氨酯泡沫行业安全环保的发展方向为根本，紧跟市场前沿，较好的保证了公司在行业内的技术领先地位。此外，公司承担的“新一代聚氨酯匀泡剂生产技术开发”属于中国聚氨酯工业“十三五”发展规划中重点公关项目。

### ➤ 产品多元化：

公司产品布局多元化，针对市场需求开发出了适用于冷藏保温、建筑节能、家居、汽车等聚氨酯泡沫稳定剂产品，实现了低端、中端和高端市场的全面覆盖，形成了硬泡、软泡、高回弹匀泡剂三大系列。

在生产及产品质量稳定性方面，公司通过分散控制、集中操作和分级管理等手段，公司增强了对整个生产流程的控制能力，提高了生产制造过程的精准性，从而保证了产品的质量稳定和性能提升。

### ➤ 客户优质：

公司采取“产品+服务”的商业模式，针对不同市场不同客户的需求开发差异化产品并提供解决方案，因此，公司主要客户为陶氏化学、巴斯夫、拜耳、亨斯迈、科威特国际石油、红宝丽等国内外知名企业。2016 年公司前五大客户为空气化工、红宝丽、陶氏化学、巴斯夫、阿联酋 RECAZ，销售占比高达 41.37%。

## 四、投资建议与盈利预测

### 1. 基本假设

公司主要从事聚氨酯泡沫稳定剂系列产品的研发、生产与销售，在提供聚氨酯泡沫稳定剂产品的同时也为客户提供专业化、个性化的技术服务和支持。

- (1) 假设德国赢创收购空气化工性能材料部门后，公司与空气化工仍维持原有业务合作不变。
- (2) 假设下游行业需求长期维持稳定增长。
- (3) 假设公司核心技术未泄露。
- (4) 假设公司新产能逐步释放，产销率维持高位。

### 2. 投资逻辑及盈利预测

基于公司的发展现状及未来规划，我们认为公司仍将坚持现有主业，继续深耕传统业务，通过产品结构优化和技术提升，继续保持强大的竞争力，并且随着产能瓶颈被打破，公司有望实现产销的再度提升。

- **硬泡匀泡剂方面：**公司主要产品的质量和性能均已达到同行业先进水平。在细分市场领域，公司的硬泡匀泡剂系列产品打破了跨国企业对国内市场的垄断，并且凭借突出的性价比和优质的技术服务优势成为了硬泡匀泡剂市场上的主流产品，2014 年至 2016 年在国内市场的占有率分别为 21.01%、18.31% 和 17.27%。产能瓶颈破除之后，市占率有望再度回升。
- **软泡匀泡剂方面：**在软泡匀泡剂市场上，公司销售收入增长较快，2014 年至 2016 年的增速分别为 35.65%、-9.77% 和 12.10%。截至 2016 年底，公司的软泡匀泡剂系列产品销量达到 2,067.14 吨，同比增长了 14.71%。未来随着公司对软泡匀泡剂市场的进一步开拓，公司该产品的市场占有率将会得到进一步的提高。
- **盈利预测：**我们预计公司在 2017-2019 年将实现营业收入 3.23、3.77 和 4.35 亿元，同比增长 14.27%、17.00% 和 15.25%，归属于母公司股东净利润为 6212 万、8136 万和 1.03 亿元，同比增长 -8.99%、30.96% 和 26.04%，每股 EPS 为 0.62、0.81 和 1.03

元。对应 PE 为 35.0、26.7 和 21.2 倍。首次覆盖，未来六个月给予“谨慎增持”评级。

## 五、风险提示

1. 下游房地产行业增速放缓；
2. 核心技术失密及核心技术人员流失；
3. 德国赢创收购空气化工材料部门，导致失去核心客户；
4. 跨国企业下沉市场导致竞争加剧。

## 六、附表

附表 1 公司财务预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	314	699	794	945	<b>营业收入</b>	282	323	377	435
货币资金	198	561	638	768	营业成本	163	212	242	269
应收账款	70	92	97	120	营业税金及附加	3	3	4	4
预付账款	8	6	10	7	营业费用	13	15	17	20
其他应收款	0	0	0	0	管理费用	27	32	37	43
存货	35	38	45	47	财务费用	-1	-10	-16	-18
其他流动资产	2	2	2	2	资产减值损失	0	3	2	2
<b>非流动资产</b>	165	142	120	97	投资净收益	3	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	79	71	94	119
固定资产及在建工程	140	120	100	81	营业外净收入	2	1	1	1
无形资产和开发支出	26	22	19	16	<b>利润总额</b>	81	72	95	120
其他非流动资产	0	0	0	0	所得税	12	10	14	17
<b>资产总计</b>	479	841	913	1042	<b>净利润</b>	68	62	81	103
<b>流动负债</b>	73	87	78	104	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	14	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	68	62	81	103
应付账款	52	80	71	96	EBIT	81	64	82	104
其他流动负债	0	0	0	0	EBITDA	94	85	102	125
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.62	0.81	1.03
长期借款	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	73	87	78	104	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入(%)	5%	14%	17%	15%
股本	75	100	100	100	营业利润(%)	2%	-11%	34%	28%
资本公积	68	328	328	328	净利润(%)	1%	-9%	31%	26%
留存收益	264	326	407	510	<b>获利能力</b>				
归属母公司股东权益	406	753	835	937	毛利率(%)	42%	34%	36%	38%
<b>负债和股东权益</b>	479	841	913	1042	净利率(%)	24%	19%	22%	24%
<b>现金流量表</b>					ROE(%)	17%	8%	10%	11%
单位:百万元					ROIC(%)	28%	24%	35%	44%
<b>会计年度</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	79	79	59	109	资产负债率(%)	15%	10%	9%	10%
税后经营利润	66	57	77	98	现金比率(%)	644%	814%	737%	644%
折旧摊销	13	21	21	21	流动比率	802%	1012%	907%	802%
利息费用	1	-8	-13	-16	速动比率	756%	951%	860%	756%
存货减少	-9	-3	-8	-1					
营运资金变动	27	45	2	46					

其他经营现金流	2	0	0	0	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1</b>	5	5	5	总资产周转率	0.59	0.38	0.41	0.42
投资收益	0	4	4	4	应收账款周转率	4.03	3.52	3.87	3.61
固定资产投资		0	0	0	存货周转率	4.68	5.65	5.36	5.78
其他投资现金流	527	1	1	1	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-19</b>	280	13	16	每股收益	0.68	0.62	0.81	1.03
短期借款	14	0	0	0	每股经营现金流	0.79	0.79	0.59	1.09
长期借款		0	0	0	每股净资产	4.06	7.54	8.35	9.37
支付普通股股利		0	0	0	<b>估值比率</b>				
偿付利息		<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	P/E	31.8	35.0	26.7	21.2
其他筹资现金流	1	0	0	0	P/B	5.4	2.9	2.6	2.3
<b>现金净增加额</b>	<b>60</b>	<b>363</b>	<b>77</b>	<b>129</b>	EV/EBITDA	15.4	19.0	15.1	11.3

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。