

环氧丙烷及 DCP 新项目打通产业链,带来发展新机遇

投资要点

- **公司是聚氨酯行业龙头企业。**公司主要从事聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺系列产品,以及高阻燃聚氨酯保温板等新兴材料的研发、生产和销售。目前是国内最大的硬泡组合聚醚供应商,也是世界规模最大的硬泡组合聚醚生产企业之一,在国内冷藏行业硬泡组合聚醚的市场上占有较大的份额,拥有一批国内外优质客户。拥有异丙醇胺自主知识产权,产品结构可调,国内尚没有规模较大的同类生产企业。目前公司正着力打造环氧丙烷—聚醚、醇胺及衍生物产业链,已在江苏泰兴经济开发区征地建设生产基地。子公司泰兴化学年产 12 万吨环氧丙烷项目已完成土建和安装,并取得试生产合法手续。年产 2.4 万吨 DCP 项目也正在建设中。公司财务状况良好,收入规模稳步提升,利润高速增长。
- **两大主营产品具备产能和市场优势。**公司硬泡组合聚醚年产能为 15 万吨,且有聚醚多元醇配套生产,还拥有特种聚醚 3 万吨年产能,作为中试装置试验多款特种聚醚产品,聚醚生产种类、规模优势明显。公司硬泡组合聚醚的销量呈稳定增长趋势,出口增幅也持续扩大。目前,公司已与美的、海信、三菱、伊莱克斯、博西华、惠而浦、三星、LG、中集等知名企业建立了战略合作伙伴关系。公司拥有异丙醇胺自主知识产权,异丙醇胺的生产装置采用超临界生产工艺,年产能为 4 万吨(包括一异、二异、三异),实际生产量超过 4 万吨,产品结构可调,国内尚没有规模化的全系列同类生产企业。公司还拥有年产 5 万吨乙二醇单异丙醇胺产品的产能,醇胺整体产能为 9 万吨,产能条件充足。近几年,公司异丙醇胺销量保持增长趋势。
- **建成环氧丙烷新项目,发展新工艺,打通环氧丙烷产业链。**全资子公司泰兴化学位于江苏泰兴经济开发区的“年产 12 万吨环氧丙烷项目”已完成土建和安装,新项目采用 CHP 法新工艺,在氯醇法受环保监管的制约、HPPO 工艺厂家停车、环氧丙烷产能收缩以及需求持续增加的现状下,公司在未来有望填补国内环氧丙烷的供给缺口,并有望开拓出口市场。同时,由于公司主要产品的主要原材料均为环氧丙烷,新项目投产后,公司有望实现对自身产品所需原材料的供给,原料自给率将显著提高,公司利润受原材料市场价格波动的影响将有所降低,为公司高速稳定发展创造了条件。
- **建设 DCP 新项目,提高整体产出率,完善环氧丙烷产业链。**全资子公司泰兴化学在江苏泰兴经济开发区利用“年产 12 万吨环氧丙烷项目”形成的条件,建设“年产 2.4 万吨 DCP 项目”。该项目的主要原料是环氧丙烷项目产生的中间品,

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2171.25	2245.17	2353.20	2480.06
增长率	18.40%	3.40%	4.81%	5.39%
归属母公司净利润(百万元)	40.90	35.00	81.25	134.22
增长率	-67.74%	-14.42%	132.11%	65.20%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.06	0.13	0.22
净资产收益率 ROE	3.00%	2.20%	4.87%	7.52%
PE	54	63	27	16
PB	1.42	1.39	1.33	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

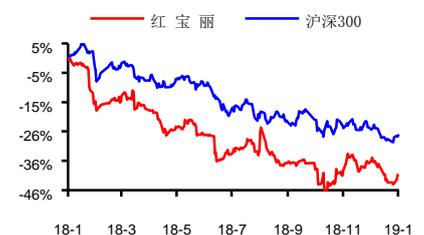
西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-57758571
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.02
流通 A 股(亿股)	5.27
52 周内股价区间(元)	3.29-6.16
总市值(亿元)	22.04
总资产(亿元)	35.08
每股净资产(元)	2.48

相关研究

这是其他 DCP 生产企业不具有的，相比之下，项目的产品具有成本低、投资省、环保性好等独有的优势，还有利于提高生产的整体产出率，有利于公司环氧丙烷相关产业链延伸拓展和产业布局的完善，培育新的利润增长点，促进公司规模提升和长远发展。

- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.06 元、0.13 元、0.22 元，对应 PE 分别 63X、27X、16X；参考可比公司（滨化股份、万华化学）2018-2020 年平均 PE 分别为 7X、6X、5X，公司是聚氨酯和聚醚行业龙头，目前 CHP 法环氧丙烷项目已试车成功，一方面该装置是国内首套 CHP 法环氧丙烷装置，相较于国内现有工艺，该工艺技术先进、原料转化率高、更符合绿色环保要求，具有极大的开创性、示范性意义；另一方面，此次项目投产解决了公司长期以来的原材料供给受限瓶颈，打通公司环氧丙烷产业链，公司业绩将进入高速增长期，给予公司未来六个月 32X 估值，对应目标价为 4.16 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，项目投产进度或不及预期。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 公司是聚氨酯行业龙头企业	1
1.1 公司概况：聚氨酯行业龙头企业致力打造环氧丙烷产业链.....	1
1.2 公司财务状况：收入规模稳步提升，利润高速增长.....	2
2 两大主营产品具备产能和市场优势	4
2.1 硬泡组合聚醚产能高，市场广阔，客户优质	4
2.2 异丙醇胺产品结构可调，销量持续增长	4
3 建成环氧丙烷新项目，发展新工艺，打通环氧丙烷产业链	5
3.1 国内氯醇法环氧丙烷产能收缩，下游环氧丙烷需求有增无减.....	5
3.2 环氧丙烷新项目采用 CHP 法，未来可期.....	9
3.3 环氧丙烷新项目打通环氧丙烷产业链，助力公司发展.....	10
4 建设 DCP 新项目，提高整体产出率，完善环氧丙烷产业链	10
4.1 国内 DCP 需求持续增长，市场空间广阔.....	10
4.2 依托环氧丙烷中间品生产 DCP，提高整体产出率.....	11
5 盈利预测与估值	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	2
图 2: 公司 2008-2017 年营业收入及增速.....	3
图 3: 近一年各季营业收入及同比.....	3
图 4: 公司 2008-2017 年归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司 2008-2017 年主营构成 (单位: 万元)	3
图 6: 公司 2017 年主营构成.....	3
图 7: 公司 2008-2017 年销售毛利率及净利润率.....	3
图 8: 环氧丙烷采购价格走势 (不含税, 单位: 元)	5
图 9: 氯醇法生产环氧丙烷反应方程式.....	6
图 10: 乙苯间接氧化法生产环氧丙烷反应方程式.....	6
图 11: 异丁烷间接氧化法生产环氧丙烷反应方程式.....	7
图 12: 直接氧化法生产环氧丙烷反应方程式.....	7
图 13: 我国环氧丙烷产能及增速.....	8
图 14: 我国环氧丙烷产量及开工率.....	8

表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 环氧丙烷常见生产方法对比.....	7
表 3: 国内环氧丙烷产能统计.....	8
表 4: 分业务收入及毛利润.....	12
表 5: 可比公司估值表.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 公司是聚氨酯行业龙头企业

1.1 公司概况：聚氨酯行业龙头企业致力打造环氧丙烷产业链

公司由原南京市聚氨酯化工厂整体改制，于 1994 年 6 月 23 日成立，于 2007 年 9 月 13 日在深交所上市。公司目前是国内聚氨酯产品的主要生产基地、聚氨酯行业国家重点高新技术企业、聚氨酯行业龙头企业。

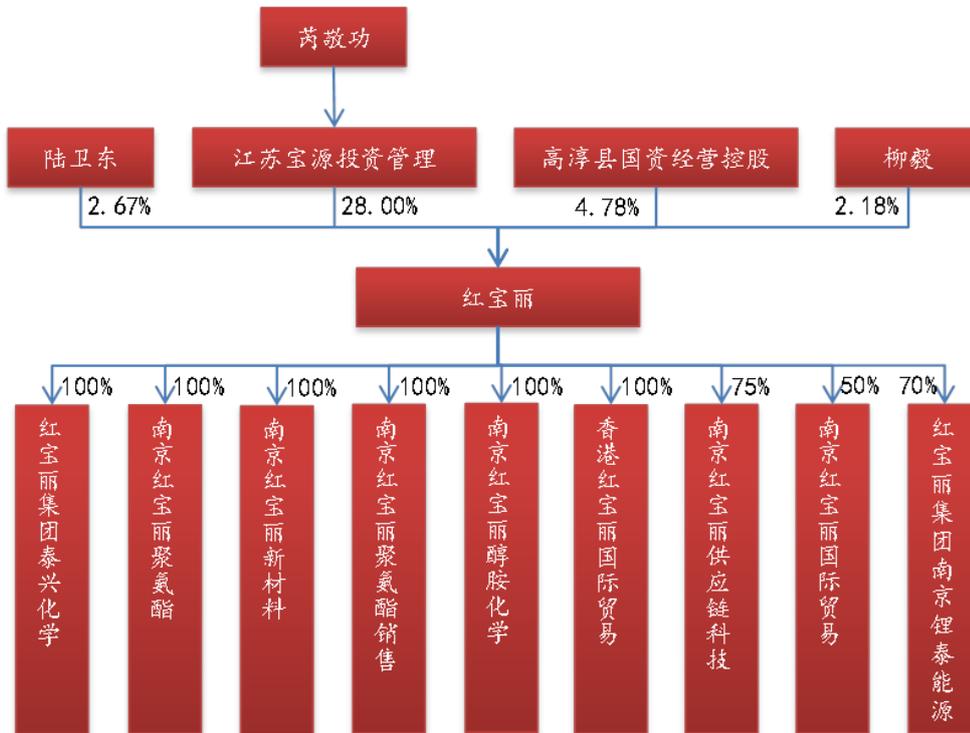
公司主要从事聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺系列产品，以及高阻燃聚氨酯保温板等新材料的研发、生产和销售。聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺系列产品的销售收入占营业收入的 94% 左右。公司的硬泡组合聚醚产能为 15 万吨/年，是国内最大的硬泡组合聚醚供应商，也是世界规模最大的硬泡组合聚醚生产企业之一。公司在国内冷藏行业硬泡组合聚醚的市场占有较大的份额，主要客户有美的、海信、美菱、博西华、LG、三星、伊莱克斯、中集等冰箱（柜）、集装箱企业。就异丙醇胺而言，公司拥有异丙醇胺自主知识产权，产能为 9 万吨/年，产品包括一异、二异、三异和改性异丙醇胺，国内尚没有规模较大的同类生产企业。

表 1：公司主要产品

产品	主要原材料	主要应用领域	价格影响因素
聚氨酯硬泡组合聚醚	环氧丙烷	冰箱（柜）、冷藏集装箱	原材料价格、市场供需、人民币汇率
异丙醇胺	环氧丙烷	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、金属切削剂、电子清洗	原材料价格、市场供需、人民币汇率
高阻燃聚氨酯保温板	异氰酸酯、硬泡聚醚	建筑保温	原材料价格、同类产品竞争

数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2018 年三季度，公司持股 5% 以上的股东为江苏宝源投资管理（持股 28.00%），江苏宝源投资管理的法人芮敬功同时也是公司的实际控制人。另有高淳县国资经营控股（持股 4.78%）、陆卫东（2.67%）、柳毅（2.18%）持有公司相对较多的股份。公司现有六家全资子公司（红宝丽集团泰兴化学、南京红宝丽聚氨酯、南京红宝丽新材料、南京红宝丽聚氨酯销售、南京红宝丽醇胺化学、香港红宝丽国际贸易），三家控股子公司（南京红宝丽供应链科技，控股 75%；南京红宝丽国际贸易，控股 50%；红宝丽集团南京锂泰能源科技，控股 70%）。

图 1：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司着力打造环氧丙烷—聚醚、醇胺及衍生物产业链，已在江苏泰兴经济开发区征地建设生产基地。子公司泰兴化学年产 12 万吨环氧丙烷项目已完成土建和安装，并取得试生产合法手续。年产 2.4 万吨 DCP 项目也正在建设中。公司在发展过程中不断积聚整合生产资源，完善产业链布局，以提升自身的综合优势和参与市场竞争的能力。

公司及部分生产型子公司是高新技术企业，具备技术研发实力，以“技术创新”为发展理念，注重自主研发与创新，研发思路均采用绿色、清洁工艺，符合国家日益趋严的环保发展要求。公司每年都有一批科技含量高、附加值高的新产品问世，产品技术始终处于行业前沿。

1.2 公司财务状况：收入规模稳步提升，利润高速增长

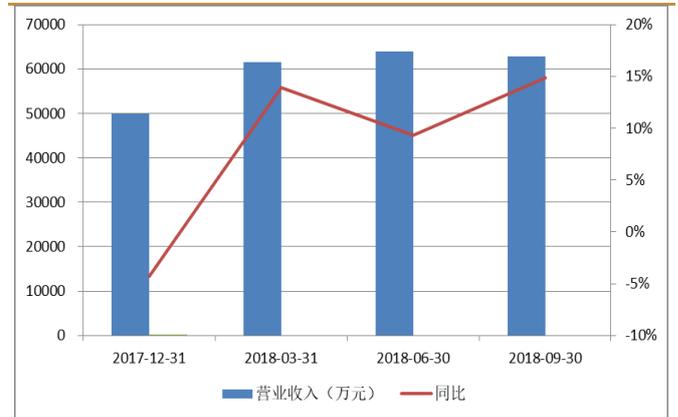
近年公司的营业收入较为稳定，2017 年实现营业收入 21.71 亿元，同比增长 18.4%；2018 年前三季度实现营业总收入 18.83 亿元，同比增长 12.64%，其中各季度营业总收入同比增长 13.94%、9.34%、14.90%。2017 年公司归母净利润为 4090 万元，同比降低 67.8%，主要原因是公司主原料环氧丙烷采购价大幅上涨，较 2016 年同比增长 16.19%，导致 2017 年公司主产品硬泡聚醚、异丙醇胺成本较 2016 年增长 12.09%，以致公司毛利率下降 4.45 个百分点所致。

2018 年前三季度实现归母净利 2453 万元，公司各季度扣非后的归母净利润高速增长，分别为 202.63 万元、542.73 万元、1387.56 万元，其中第三季度扣非后的归母净利润同比增加 33.81%。主要是由于环氧丙烷价格在 2018 年初达到高点 14000 元/吨，此后价格中枢震荡下行，公司 2018 年前三季度毛利率分别为 10.64%、11.80%和 12.69%。

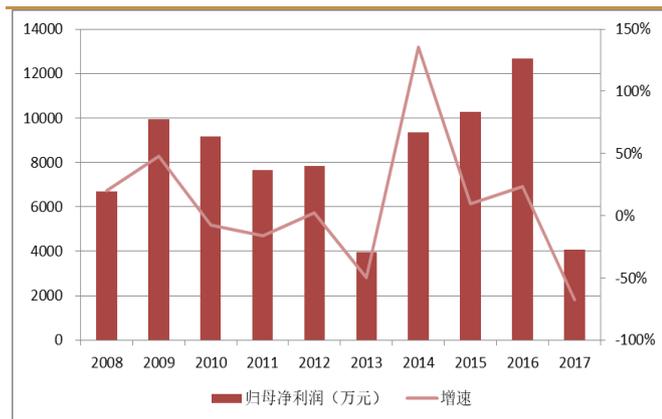
2018 年前三季度公司三项主营产品中，硬泡组合聚醚在营业总收入中占比最高，2017 年占比达 61.22%，异丙醇胺毛利率相对最高，2017 年达 23.76%（硬泡组合聚醚 10.25%，保温材料 13.21%）。公司三项费用总体较为稳定，在研发方面也一直有稳定的投入，2017 年的研发费用为 6318.34 万元。

图 2：公司 2008-2017 年营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：近一年各季营业收入及同比


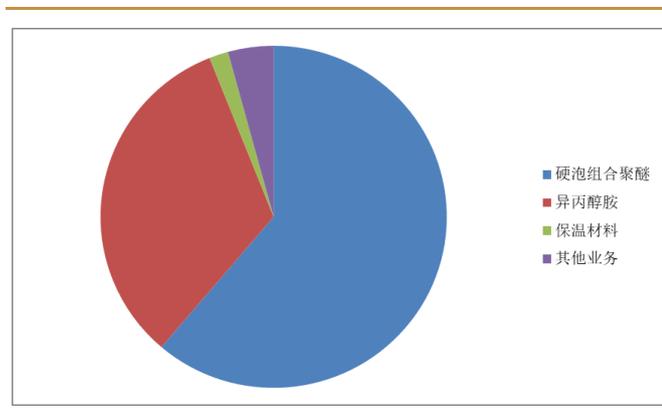
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2008-2017 年归母净利润及增速


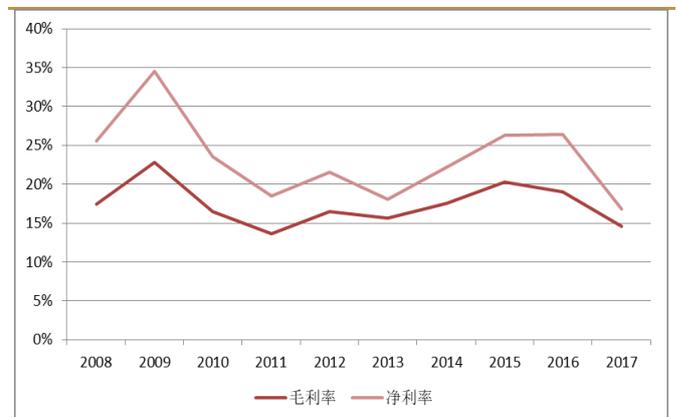
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2008-2017 年主营构成（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2017 年主营构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2008-2017 年销售毛利润率及净利润率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 两大主营产品具备产能和市场优势

2.1 硬泡组合聚醚产能高，市场广阔，客户优质

公司硬泡组合聚醚产能为 15 万吨/年，且有聚醚多元醇配套生产，产能在业内领先。公司目前是国内最大的硬泡组合聚醚供应商，也是世界规模最大的硬泡组合聚醚生产企业之一。公司还拥有特种聚醚产能 3 万吨/年，作为中试装置试验多款特种聚醚产品，产品主要用作聚氨酯弹性体、涂料、胶黏剂、铺装材料的原料等。总体而言，公司的聚醚生产种类、规模优势明显。

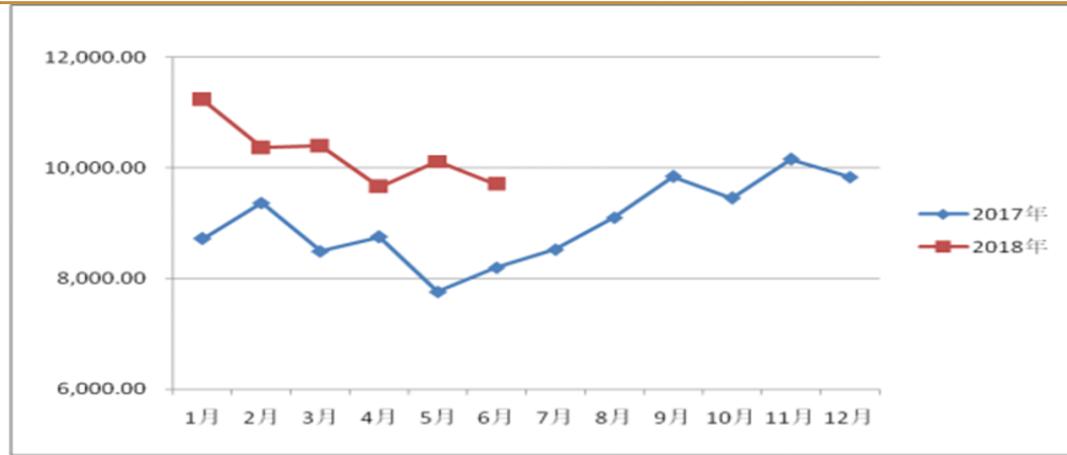
公司生产的硬泡组合聚醚直接对外销售，下游客户主要是家电冰箱（柜）、冷藏集装箱、热水器等生产企业。2018 年上半年，硬泡聚醚实现营业收入 7.95 亿元，比上年同期增长 14.94%，占公司营业收入的 63.33%，硬泡组合聚醚的销量呈稳定增长趋势。在发展国内市场的同时，公司也积极开拓国外市场，硬泡组合聚醚的出口增幅持续扩大。目前，公司已与美的、海信、三菱、伊莱克斯、博西华、惠而浦、三星、LG、中集等知名企业建立了战略合作伙伴关系，拥有了一批优质客户。

2.2 异丙醇胺产品结构可调，销量持续增长

公司拥有异丙醇胺自主知识产权，异丙醇胺的生产装置采用超临界生产工艺，产能为 4 万吨/年（包括一异、二异、三异），实际生产量超过 4 万吨，产品单套装置规模超过其他同类生产企业，且结构可调，国内尚没有规模化的全系列同类生产企业。异丙醇胺生产污染低，是绿色产品，随着世界各国对环境问题的日益重视，其有望在更多的行业得到推广应用。另外，公司还拥有年产 5 万吨二乙醇单异丙醇胺产品的产能，醇胺整体产能为 9 万吨/年，产能条件充足。

公司生产的异丙醇胺在国内市场主要以直销的方式实现销售，在国外主要通过区域代理商及直销等方式实现销售，产品国内外销售结构比例基本相当。2018 年上半年，异丙醇胺实现营业收入 3.81 亿元，比上年同期增长 4.43%，占公司营业收入的 30.33%。近几年，公司异丙醇胺销量保持增长趋势。

硬泡组合聚醚和异丙醇胺的主要原材料均为环氧丙烷，近期环氧丙烷的价格保持相对高位，2018 年上半年，公司环氧丙烷的采购均价较上年同期上涨 20.15%，加之人民币汇率波动因素，产品价格整体涨幅低于产品生产成本增长幅度，使得产品毛利率有所下降。

图 8: 环氧丙烷采购价格走势 (不含税, 单位: 元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 建成环氧丙烷新项目, 发展新工艺, 打通环氧丙烷产业链

3.1 国内氯醇法环氧丙烷产能收缩, 下游环氧丙烷需求有增无减

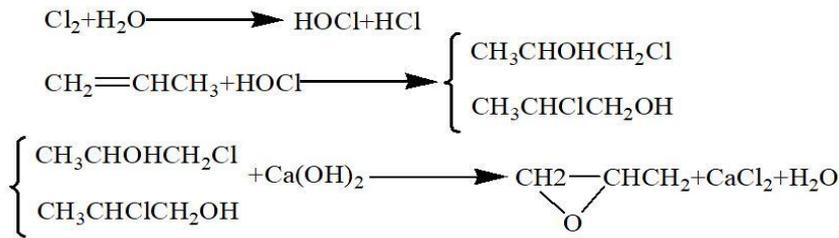
3.1.1 环氧丙烷常见生产方法

环氧丙烷 (简称 PO), 是除了聚丙烯和丙烯腈以外的第三大丙烯衍生物, 是重要的基本有机化工原料。环氧丙烷主要用于生产聚醚多元醇、丙二醇及丙二醇醚等, 其中, 聚醚多元醇是合成聚氨酯的必备原料。

目前环氧丙烷常见的生产方法有三种: 氯醇法、间接氧化法、直接氧化法。

氯醇法: 氯醇法是我国目前产量最高的环氧丙烷生产方法。氯醇法生产环氧丙烷的主要原料为氯气、丙烯和氢氧化钙, 生产工艺分成三个部分: 氯醇化、皂化及精制。首先由氯气和水反应生成次氯酸, 次氯酸与丙烯反应生成氯丙醇, 然后氯丙醇与氢氧化钙生成环氧丙烷。

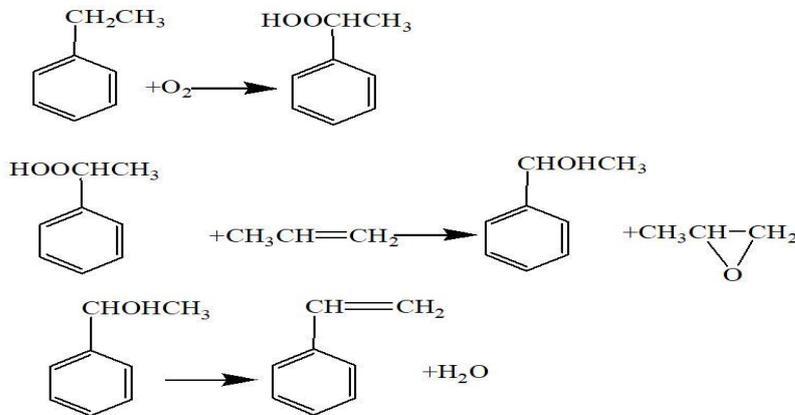
氯醇法的特点是生产工艺成熟、操作负荷弹性大、选择性好, 对原料丙烯的纯度要求不高, 因此生产的安全性高, 建设投资少, 产品具有较强的成本竞争力。其缺点是水资源和氯气的消耗量大, 产生的含氯化物的皂化废水难以处理, 污染环境, 同时产生的次氯酸对设备的腐蚀也较为严重。

图 9：氯醇法生产环氧丙烷反应方程式


数据来源：西南证券整理

间接氧化法：间接氧化法又名共氧化法，是产量仅次于氯醇法的环氧丙烷生产方法，我国目前每年有 27% 的环氧丙烷产能使用共氧化法。共氧化法又分为乙苯共氧化法 (PO/SM) 和异丁烷共氧化法 (PO/MTBE)，分别由乙苯或异丁烷和丙烯进行共氧化反应，生成苯乙烯或叔丁醇，同时联产环氧丙烷。最近几年出现了用异丙苯替换乙苯的间接氧化法，此法能做到异丙苯循环使用，且不产生联产品。

共氧化法克服了氯醇法腐蚀性大、污水多等缺点。但其自身也存在缺点，如：工艺流程长，原料品种多，丙烯纯度要求高，设备造价昂贵。环氧丙烷在间接氧化法中只是产量较少的联产品，每吨环氧丙烷要联产 2.5 吨苯乙烯或 2.4 吨叔丁醇，只有环氧丙烷和联产品市场需求匹配时才能显现出该工艺的优势。此法产生的污水 COD 较高，处理费用约占总投资的 10%。

图 10：乙苯间接氧化法生产环氧丙烷反应方程式


数据来源：西南证券整理

3.1.2 受生产技术和环保监管影响，我国环氧丙烷供给收缩，下游需求有增无减

2001年以来，我国环氧丙烷产能逐年提升，但产能增速在近年来逐渐放缓。截至2018年初，国内共计有效产能320万吨/年。2017年国内环氧丙烷产量为258万吨，同比微增3.2%，全年平均价格为10621元/吨，同比增长16%，环氧丙烷行业平均开工率约为79%，较2016年下降四个百分点。进入2018年后，由于国内HPPO工艺厂家停车，国内环氧丙烷价格大幅上涨。目前山东地区价格在11200-11300元/吨，华东地区价格在11300-11600元/吨，下游硬泡聚醚及软泡聚醚价格也均有上涨。

图 13：我国环氧丙烷产能及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 14：我国环氧丙烷产量及开工率



数据来源：Wind，西南证券整理

表 3：国内环氧丙烷产能统计

省份	厂家	产能(万吨/年)	生产方式
福建	福建湄洲湾	5	氯醇法
江苏	金浦锦湖	10	氯醇法
	南京亨斯迈	24	共氧化法
辽宁	锦西化工	12	氯醇法
吉林	吉林神华	30	直接氧化法
山东	东营华泰	8	氯醇法
	山东滨化	28	氯醇法
	山东金岭	16	氯醇法
	山东蓝星东大*	9	氯醇法
	滨州三岳化工	24	氯醇法
	山东鑫岳	35	氯醇法
	烟台万华	24	共氧化法
	中海精细化工	6.2	氯醇法
天津	天津大沽	15	氯醇法
湖南	中石化长岭	10	直接氧化法
江苏	镇海炼化	28.5	共氧化法

省份	厂家	产能(万吨/年)	生产方式
广东湖州	中海壳牌	29	共氧化法
合计	18家	320.7	

数据来源：百川资讯，西南证券整理

目前，国内环氧丙烷产能以氯醇法为主，生产中产生的次氯酸对设备的严重腐蚀经常导致突然性停车检修；另外，近几年兴起的 HPPO 法由于工业化时间短，工艺尚待完善，已建成装置只能保持低负荷运行。工艺技术限制了环氧丙烷的开工率。

此外，由于氯醇法工艺污染比较严重，国家已于 2015 年禁止新建氯醇法装置。山东省集中了我国 56% 的环氧丙烷产能，其中氯醇法产能占比 86%，2018 年山东省环境治理整改方案开始落实，化工企业退城入园，环保要求也进一步提高，企业开工率进一步受到影响，落后的中小氯醇法产能的逐渐退出已成必然。

新增产能相对需求而言也不够充足。2018 年国内新增聚醚产能 120 万吨左右，相应对环氧丙烷的需求接近 50-55 万吨。而 2018 年环氧丙烷新增产能仅有红宝丽的 12 万吨异丙苯共氧化法、江苏怡达股份 20 万吨 HPPO 和蓝色星球的 40 万吨 HPPO 装置，并且预计至少要 2019 年才能投产。

我国环氧丙烷主要用于生产聚醚多元醇、丙二醇及丙二醇醚这三类产品。2017 年全球聚醚产能约为 1185.7 万吨，其中，中国聚醚多元醇总产能 542.5 万吨，占全球总产能的 47% 左右。随着冷藏冷链、保障房建设的提高以及汽车、聚氨酯涂料等行业的渗透率提高带动聚醚行业增长，受绿色溶剂概念推动而迅速发展的丙二醇醚的消费增长，以及 PPC 的规模产业化，环氧丙烷的需求量将会有较大增加，预计到 2020 年国内环氧丙烷需求量将达到 365 万吨。

整体来看，环氧丙烷的供给在中短期呈收缩趋势，需求呈增长趋势，价格仍将处于相对较高位。

3.2 环氧丙烷新项目采用 CHP 法，未来可期

2015 年，公司设立全资子公司红宝丽集团泰兴化学，承担非公开发行股票募集资金项目——“年产 12 万吨环氧丙烷项目”建设任务。该项目在江苏泰兴经济开发区征地建设至今，已完成土建、设备安装、调试和水汽联动等工作，目前已获得试生产合法手续。

项目采用过氧化异丙苯法 (CHP) 生产，工艺先进，整个生产过程仅产生少量的工艺废水，符合严格的环保标准，同时丙烯转化率较高。

共氧化法的问题在于生产产生联产品的比率高，而联产品的市场难以预测，如异丁烷法和乙苯法联产的叔丁醇、甲基丁基醚及苯乙烯都因市场难以预测而使环氧丙烷的生产商面临难题。因此，使环氧丙烷的生产与这些联产品脱离关系成为这一领域的开发目标。过氧化异丙苯法 (CHP) 正是在这一开发目标下应运而生的。

异丙苯过氧化氢 (CHP) 氧化法有四个工序：异丙苯氧化、丙烯环氧化、脱除有机酸、副产醇脱水加氢返回异丙苯。异丙苯首先被氧化成为异丙苯过氧化氢，与丙烯反应得到环氧丙烷和二甲苯基甲醇 (DMBA)，然后 DMBA 直接脱水加氢生成异丙苯，循环利用。CHP 法最大的优点是不会产生任何副产物，改善了环氧丙烷生产的灵活性，且不必受苯乙烯市场需求

的影响。在氯醇法生产环氧丙烷受到生产技术和环保监管双重制约、产能下降的现状下，公司新项目采取 CHP 法，与在世界范围内发展前景广阔的先进生产方法相接轨，在未来有望填补国内环氧丙烷的供给缺口，并有望开拓出口市场，具有较为充分的市场空间。

公司在项目建设中高度关注安全环保，按最高标准建设配备了环保设备和安全设施，如建有消防站、污水处理池、焚烧炉等。新项目致力实现绿色生产，促进可持续发展，符合公司长远发展规划和公司战略发展要求。

3.3 环氧丙烷新项目打通环氧丙烷产业链，助力公司发展

公司年产 12 万吨环氧丙烷项目由子公司泰兴化学公司在泰兴经济开发区内征地建设，泰兴经济开发区在打造产业链方面具有优势。园区内配套设施完善，有丙烯、苯规划项目，园区正着力打造丙烯-环氧丙烷及下游产品产业链，并配套乙烯-环氧乙烷产业链。公司环氧丙烷项目所需的原材料未来能实现在区内供应，可节省运输成本、降低安全环保风险。

环氧丙烷新项目对公司的生产和发展意义重大。公司的主要产品硬泡组合聚醚和异丙醇胺的主要原材料均为环氧丙烷。近年来公司延伸产业链，开发、生产高阻燃聚氨酯保温板，聚氨酯高阻燃保温板的发展也必将带动硬泡组合聚醚产量的增长。随着公司经营产品生产规模不断扩大，对环氧丙烷的需求会进一步扩大。公司生产与环氧丙烷关系紧密，产品成本受环氧丙烷价格的影响较大。而环氧丙烷是石油衍生产品，其价格易受石油价格、市场供求关系等影响而波动较大，且随着国家环保法规的严格执行，上游供应商供货稳定性和及时性都受到了影响。这些都导致公司利润随环氧丙烷价格的波动而波动，维持稳定的增长具有挑战性。新项目投产后，公司有望实现对自身产品所需原材料的供给，原料自给率将显著提高，公司利润受原材料市场价格波动的影响将有所降低，为公司高速稳定发展创造了条件。

此外，对公司发展战略而言，新项目使得公司的产业链得以延伸，实现向上一体化，进入环氧丙烷行业，打通从原材料到产品的完整产业链，在提高生产效率的同时，有利于掌控资源，为公司产业发展奠定基础，从而拓宽未来发展的通道。

4 建设 DCP 新项目，提高整体产出率，完善环氧丙烷产业链

4.1 国内 DCP 需求持续增长，市场空间广阔

过氧化二异丙苯 (DCP) 属二烷基类交联剂，是一种强氧化剂，可作为单体聚合的引发剂，高分子材料的硫化剂、交联剂、固化剂、阻燃添加剂等。其低毒、无味，是一种国家支持发展的绿色环保交联剂新材料。由于具有优良的交联性能，几十年来 DCP 一直被广泛应用于电线电缆等橡胶制品生产中。交联的聚乙烯用作电缆绝缘材料，不仅具有优良的绝缘性和加工性能，而且能显著提高聚合物的耐热性、耐油性、耐磨性及力学强度等性能。DCP 在热塑性聚烯烃 (如 PE、EVA 等) 的交联和天然橡胶、合成橡胶的硫化应用上具有不可替代性。

目前，DCP 行业内企业主要有太仓塑料助剂厂有限公司、山东瑞皇化工有限公司、阿克苏诺贝尔过氧化物 (宁波) 有限公司、太仓塑料助剂有限公司、中国石化上海高桥石油化工

有限公司等。其中，中国石化上海高桥石油化工有限公司的产能规模，技术水平高，DCP 产品的生产工艺是：用还原剂亚硫酸钠将过氧化氢异丙苯还原成苯基二甲基甲醇，后者在高氯酸催化下与过氧化氢异丙苯缩合，后经处理得到过氧化二异丙苯。

2014-2016 年，随着山东瑞黄化工有限公司等公司的 DCP 产能扩张，中国 DCP 产品的总体产能呈现不断增加的态势。其中 2014 年中国 DCP 产品的产能为 3.1 万吨，2015 年中国 DCP 产品的产能为 3.9 万吨，2016 年中国 DCP 产品的产能为 4.4 万吨。

随着 DCP 下游行业的快速发展，国内外市场对 DCP 的需求量也迅速增大。DCP 产品的主要用户为汽车、船舶、制鞋、电线电缆、EPS 等橡塑行业。近年来，由于国内经济发展迅速，我国的 DCP 生产规模、工艺技术、产品质量、生产成本达到国际领先水平，在国内外市场具有极强的市场竞争力，产品供不应求，生产处于满负荷状态。2012 年至 2016 年我国 DCP 行业销售年增长率在 5% 左右。预计今后汽车、船舶、制鞋、电线电缆、EPS 等行业对 DCP 需求仍将保持稳定增长。

4.2 依托环氧丙烷中间品生产 DCP，提高整体产出率

公司的全资子公司泰兴化学在江苏泰兴经济开发区，利用“年产 12 万吨环氧丙烷项目”形成的条件建设“年产 2.4 万吨 DCP 项目”。项目分两期建设，一期建设 1.2 万吨 DCP 装置，依托 12 万吨环氧丙烷项目现有公用工程；二期建设 1.2 万吨 DCP 装置及配套公用工程站。

该项目的产品是新型塑料、橡胶交联剂，主要原料是环氧丙烷项目产生的中间品，这是其他 DCP 生产企业不具有的，相比之下，项目的产品具有成本低、投资省、环保性好等独有的优势，还有利于提高生产的整体产出率。该项目在未来能为公司带来较大的经济效益，通过该项目，预计能够实现年均销售收入 41,000 万元，年均利润总额 10,860 万元，年均净利润 8,150 万元。

在公司打造环氧丙烷—聚醚、醇胺及衍生物产业链的过程中，该项目有利于环丙相关产业链延伸拓展和产业布局的完善，培育新的利润增长点，促进公司规模提升和长远发展。

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计 2018-2020 年硬泡组合聚醚销量分别为 11.5、12.0、12.5 万吨，不含税价格均为 12000 元/吨，毛利率分别为 10%、12%、14%。

假设 2：预计 2018-2020 年异丙醇胺销量分别为 7.51、7.84、8.33 万吨，不含税价格均 9800 元/吨，毛利率分别为 24%、26%、28%。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4: 分业务收入及毛利润

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
硬泡组合聚醚	收入	1329.26	1380.00	1440.00	1500.00
	增速	11.16%	3.82%	4.35%	4.17%
	成本	1192.99	1242.00	1267.20	1290.00
	毛利率	10.25%	10.00%	12.00%	14.00%
异丙醇胺	收入	710.79	751.17	784.00	833.00
	增速	32.61%	5.68%	4.37%	6.25%
	成本	541.89	570.89	580.16	599.76
	毛利率	23.76%	24.00%	26.00%	28.00%
保温材料	收入	38.81	19.00	24.70	32.11
	增速	-4.85%	-51.04%	30.00%	30.00%
	成本	33.68	16.53	20.25	24.72
	毛利率	13.21%	13.00%	18.00%	23.00%
其他	收入	92.39	95.00	104.50	114.95
	增速	50.84%	2.82%	10.00%	10.00%
	成本	86.11	88.35	97.19	106.90
	毛利率	6.81%	7.00%	7.00%	7.00%
合计	收入	2171.25	2245.17	2353.20	2480.06
	增速	18.40%	3.40%	4.81%	5.39%
	成本	1854.67	1917.77	1964.80	2021.39
	毛利率	14.58%	14.58%	16.51%	18.49%

数据来源: wind, 西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.06 元、0.13 元、0.22 元, 对应 PE 分别 63X、27X、16X; 参考可比公司 (滨化股份、万华化学) 2018-2020 年平均 PE 分别为 7X、6X、5X, 公司是聚氨酯和聚醚行业龙头, 目前 CHP 法环氧丙烷项目已试车成功, 一方面该装置是国内首套 CHP 法环氧丙烷装置, 相较于国内现有工艺, 该工艺技术先进、原料转化率高、更符合绿色环保要求, 具有极大的开创性、示范性意义; 另一方面, 此次项目投产解决了公司长期以来的原材料供给受限瓶颈, 打通公司环氧丙烷产业链, 公司业绩将进入高速增长期, 给予公司未来六个月 32X 估值, 对应目标价为 4.16 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 5: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元, 2019 年 1 月 9 日)	每股收益 (元)				市盈率			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601678.SH	滨化股份*	4.42	0.70	0.65	0.73	0.79	11.68	6.87	6.14	5.62
600309.SH	万华化学*	30.76	4.07	4.46	4.93	5.57	9.32	6.62	5.99	5.28
算术平均值							10.50	6.75	6.07	5.45

数据来源: wind, 西南证券整理。*来自 wind 一致预测

6 风险提示

原材料价格或大幅波动, 项目投产进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2171.25	2245.17	2353.20	2480.06	净利润	47.63	35.54	82.49	136.26
营业成本	1854.67	1917.77	1964.80	2021.39	折旧与摊销	61.70	80.31	80.31	80.31
营业税金及附加	11.92	12.12	12.47	12.90	财务费用	27.85	29.19	30.59	32.24
销售费用	88.93	101.71	102.66	103.85	资产减值损失	0.77	2.00	2.00	2.00
管理费用	151.94	167.01	168.37	169.88	经营营运资本变动	-157.11	-6.78	-26.95	-35.46
财务费用	27.85	29.19	30.59	32.24	其他	-56.56	-1.99	-1.78	-2.11
资产减值损失	0.77	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	-75.72	138.26	166.66	213.25
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-455.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	15.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-440.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.15	15.37	72.31	137.79	短期借款	93.66	-30.05	-118.26	-152.07
其他非经营损益	10.53	30.00	31.00	32.00	长期借款	173.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.67	45.37	103.31	169.79	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	10.05	9.83	20.82	33.53	支付股利	-48.16	-8.18	-7.00	-16.25
净利润	47.63	35.54	82.49	136.26	其他	29.71	-38.44	-30.59	-32.24
少数股东损益	6.73	0.53	1.24	2.04	筹资活动现金流净额	248.39	-76.67	-155.86	-200.56
归属母公司股东净利润	40.90	35.00	81.25	134.22	现金流量净额	-271.91	61.59	10.80	12.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	162.93	224.52	235.32	248.01	成长能力				
应收和预付款项	729.39	719.58	763.16	802.62	销售收入增长率	18.40%	3.40%	4.81%	5.39%
存货	349.57	339.85	357.71	367.00	营业利润增长率	-50.28%	-67.40%	370.47%	90.57%
其他流动资产	90.09	93.16	97.64	102.90	净利润增长率	-64.78%	-25.38%	132.11%	65.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.78%	-8.65%	46.72%	36.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1346.94	1283.30	1219.65	1156.01	毛利率	14.58%	14.58%	16.51%	18.49%
无形资产和开发支出	242.20	225.53	208.86	192.19	三费率	12.38%	13.27%	12.82%	12.34%
其他非流动资产	10.63	10.63	10.63	10.63	净利率	2.19%	1.58%	3.51%	5.49%
资产总计	2931.75	2896.57	2892.98	2879.36	ROE	3.00%	2.20%	4.87%	7.52%
短期借款	403.66	373.61	255.35	103.27	ROA	1.62%	1.23%	2.85%	4.73%
应付和预收款项	666.02	641.61	679.93	697.31	ROIC	3.29%	1.59%	3.84%	6.48%
长期借款	173.19	173.19	173.19	173.19	EBITDA/销售收入	6.30%	5.56%	7.79%	10.09%
其他负债	99.39	91.27	92.14	93.19	营运能力				
负债合计	1342.26	1279.68	1200.60	1066.97	总资产周转率	0.80	0.77	0.81	0.86
股本	602.06	602.06	602.06	602.06	固定资产周转率	3.21	3.56	4.15	4.93
资本公积	345.30	345.30	345.30	345.30	应收账款周转率	7.35	7.32	7.07	7.15
留存收益	606.82	633.64	707.89	825.86	存货周转率	5.92	5.53	5.60	5.55
归属母公司股东权益	1554.13	1581.00	1655.25	1773.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.54%	—	—	—
少数股东权益	35.35	35.89	37.13	39.17	资本结构				
股东权益合计	1589.49	1616.89	1692.38	1812.39	资产负债率	45.78%	44.18%	41.50%	37.06%
负债和股东权益合计	2931.75	2896.57	2892.98	2879.36	带息债务/总负债	42.98%	42.73%	35.69%	25.91%
					流动比率	1.19	1.30	1.48	1.79
					速动比率	0.87	0.98	1.12	1.36
					股利支付率	117.75%	23.37%	8.62%	12.11%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	136.69	124.87	183.21	250.35	每股收益	0.07	0.06	0.13	0.22
PE	53.87	62.95	27.12	16.42	每股净资产	2.58	2.63	2.75	2.95
PB	1.42	1.39	1.33	1.24	每股经营现金	-0.13	0.23	0.28	0.35
PS	1.01	0.98	0.94	0.89	每股股利	0.08	0.01	0.01	0.03
EV/EBITDA	19.21	20.22	13.08	8.91					
股息率	2.19%	0.37%	0.32%	0.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn