

受益油价下跌，一带一路，公司业绩有望高增长



核心观点

- 公司是国内最大的复合聚氨酯胶粘剂企业，累计拥有 3.6 万吨的聚氨酯产能，包括北京的 1.4 万吨老产能和南通新投的 2.2 万吨。展望未来，我们认为公司胶粘剂业务有望受益于油价下跌和我国铁路投资的加速，看好公司发展。
- 驱动力一：油价下跌有利于公司毛利提升：聚氨酯胶粘剂上游原料大体上都和油价有很强的联动关系。这在 08-09 年体现的非常明显，08 年国际油价的均值为 96 美元/桶、09 年为 62 美元/桶，油价下跌了 35% 左右，相应的公司毛利率从 23.1% 提高到了 29.5%。今年以来，公司主要原材料价格都随着油价下跌了 9.6% 左右，按照 90% 的原材料占比，我们判断明年公司涂料成本有望下跌 8.4%，产品价格相应有所下调，毛利率有望从 27% 提升 31%。
- 驱动力二：高铁投资热情重新回归，国内各地高铁建设计划成批出现，十三五或现建设热潮。按照 2014 年上半年截止的规划，到 2020 年我国“四横四纵”和“重要干线”的通车里程将达到 2.86 万公里，竣工里程 CAGR 达到 25.4%。在国家高层推动下，高铁的海外投资也将迅猛发展，根据各国规划，未来 7 年全球将投资新建 3 万公里高速铁路。我国有望借助明显的成本优势拿下较多高铁订单，促进高铁发展。按照每公里 7-8 吨胶粘剂测算，公司高铁用胶粘剂有望翻倍增长。

财务预测与投资建议

- 综上所述，我们看好公司未来的发展，预测 2014-16 年 EPS0.22, 0.34, 0.36 元，按照可比公司估值给予 2015 年 37 倍市盈率，目标价 12.52 元，给予“增持”评级。

风险提示

- 原材料价格预测的不确定性
- 铁路投资增速低预期

公司主要财务信息

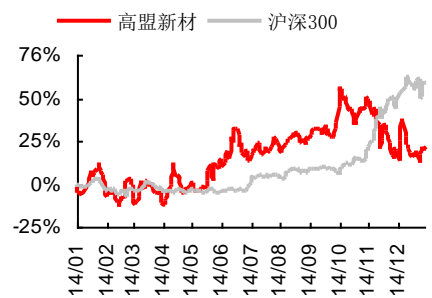
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	429	502	522	555	592
同比增长	11.3%	17.0%	4.0%	6.4%	6.6%
营业利润 (百万元)	60	57	53	84	89
同比增长	16.9%	-4.4%	-7.6%	59.0%	6.2%
归属母公司净利润 (百万元)	59	50	46	72	77
同比增长	34.9%	-16.0%	-7.8%	57.5%	6.1%
每股收益 (元)	0.28	0.23	0.22	0.34	0.36
毛利率	26.6%	27.0%	26.4%	31.4%	31.3%
净利率	13.8%	9.9%	8.8%	13.0%	13.0%
净资产收益率	8.1%	6.6%	6.1%	9.1%	8.9%
市盈率 (倍)	43.5	51.8	56.2	35.7	33.6
市净率 (倍)	3.5	3.4	3.4	3.1	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2015 年 01 月 26 日)	12.35 元
目标价格	12.52 元
52 周最高价/最低价	15.87/8.97 元
总股本/流通 A 股 (万股)	21,360/9,431
A 股市值 (百万元)	2,638
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2015 年 01 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	8.7	2.2	-10.0	19.3
相对表现 (%)	1.2	-2.5	-60.9	-41.3
沪深 300 (%)	7.5	4.7	50.9	60.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
021-63325888*5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 骆志远
021-63325888*6107
luozhiyuan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

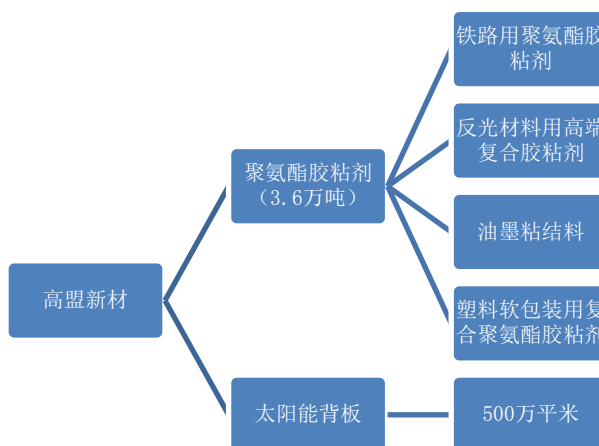
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 公司简介

公司是国内最大的复合聚氨酯胶粘剂企业，累计拥有 3.6 万吨的聚氨酯产能，包括北京的 1.4 万吨老产能和南通新投的 2.2 万吨，其产品结构以塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂为主，还包括油墨粘结料，反光材料用高端复合胶粘剂和铁路用聚氨酯胶粘剂，展望未来，我们认为公司胶粘剂业务有望受益于我国铁路投资的加速和油价下跌，看好公司发展。

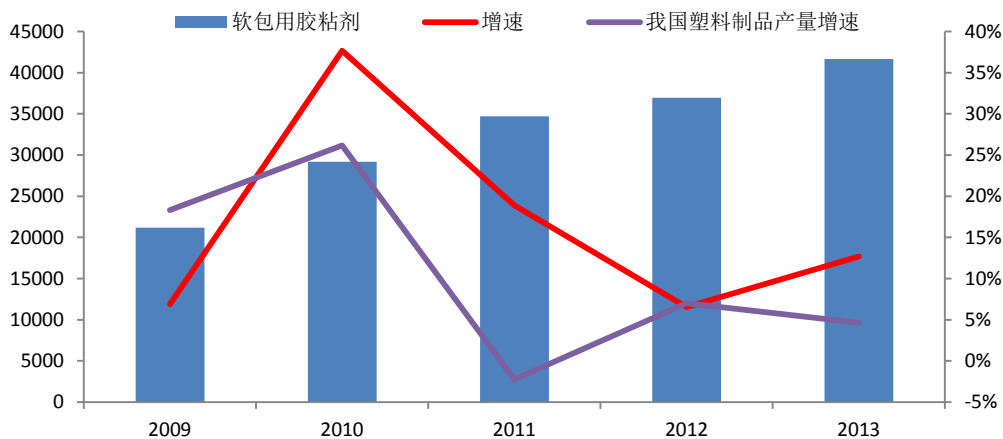
图 1：公司产能图



资料来源：公司公告,东方证券研究所

软包装用聚氨酯胶粘剂是公司收入的主要来源，收入占比 90%左右，经过多年的耕耘，公司在软包胶粘剂领域有很高的品牌知名度，占我国 10%左右的市场份额，是国内最大的聚氨酯胶粘剂企业。10 年以后，我国塑料软包产量有所下滑，公司塑料软包用的复合聚氨酯胶粘剂增速放缓。市场普遍预期公司将进入平稳发展期，但我们认为随着油价下跌和高铁投资的加速，公司明年业绩有望增长 60%。

图 2：软包用胶粘剂增速放缓



资料来源：wind,东方证券研究所

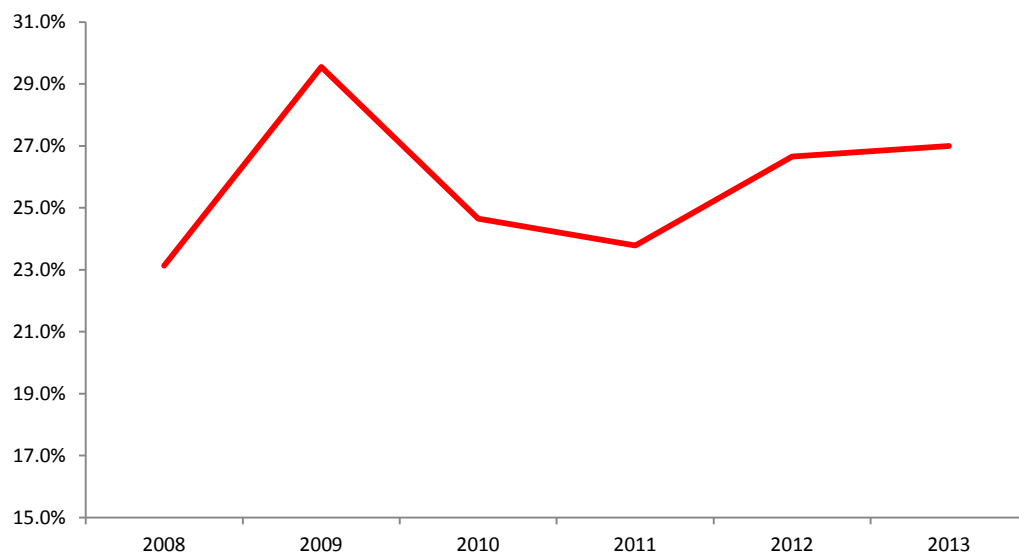
表 1：10 年后公司积极开拓下游其他需求领域

收入占比	2009	2010	2011	2012	2013
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	97.6%	87.5%	90.3%	86.9%	84.2%
油墨粘料	1.3%	3.9%	6.3%	6.6%	6.1%
铁路用聚氨酯胶粘剂	0.0%	7.1%	1.7%	3.6%	7.1%
反光材料复合用胶粘剂	1.1%	1.5%	1.7%	2.9%	2.7%

资料来源：公司公告, 东方证券研究所

2. 驱动力一：油价下跌有利于公司毛利率提升

胶粘剂下游行业非常分散，且单位用量不大，在下游产品的成本占比中非常小，因此企业在细分市场的议价能力较强，公司作为国内最大的复合聚氨酯胶粘剂企业，过去几年的毛利率一直都维持在 23% 以上。

图 3：公司整体毛利率较为稳定


资料来源：wind, 东方证券研究所

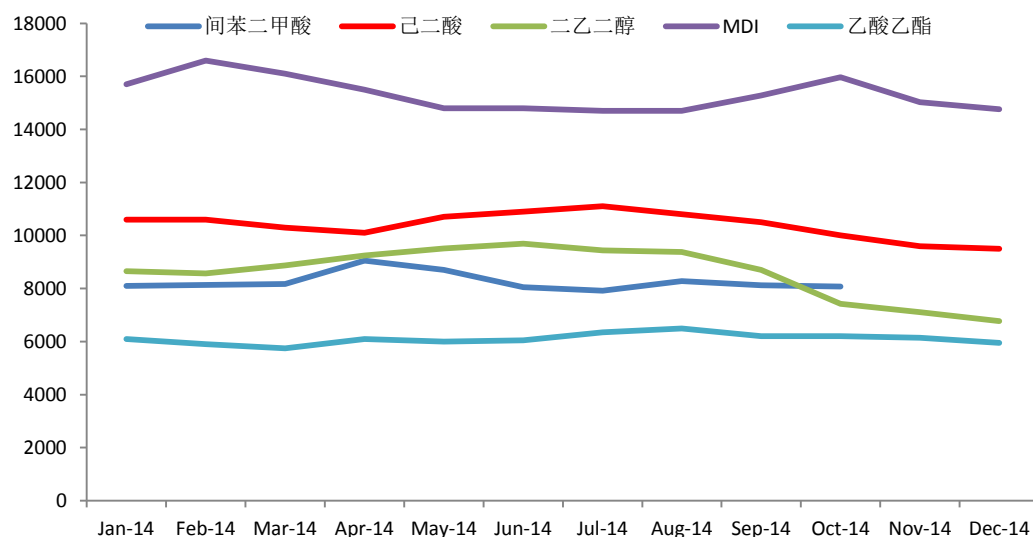
聚氨酯胶粘剂上游原料大体上都和油价有很强的联动关系。这在 08-09 年体现的非常明显，08 年国际油价的均值为 96 美元/桶、09 年为 62 美元/桶，油价下跌了 35% 左右，相应的公司毛利率从 23.1% 提高到了 29.5%。我们认为在目前油价下台阶的大背景下，公司明年毛利率有望实现大幅增长。

表 2：08-09 年公司价格，成本，毛利率变动

分类	2008	2009	变动
产量（万吨）	1.1	1.3	22.8%
单价（元/吨）	18982	16666	-12.2%
单位成本	14592	11742	-19.5%
毛利	4390	4925	12.2%
收入（万元）	20131	21710	7.8%
成本	15475	15295	-1.2%
毛利	4656	6415	37.8%
毛利率	23.1%	29.5%	

资料来源：招股书,东方证券研究所

公司原材料在整体成本中占比达到 90%左右，种类非常分散，其中主要原材料包括乙二醇，乙酸乙酯，间苯二甲酸，己二酸和 MDI，通过我们统计，其主要原材料价格都随着油价下跌了 9.6%左右，按照 90%的原材料占比，我们判断明年公司涂料成本有望下跌 8.4%。对于产品价格，我们按照 09 年的相对比例测算，得到明年毛利率有望从 27%提升 31%。

图 4：今年以来主要原料价格变动（元/吨）


资料来源：wind,东方证券研究所

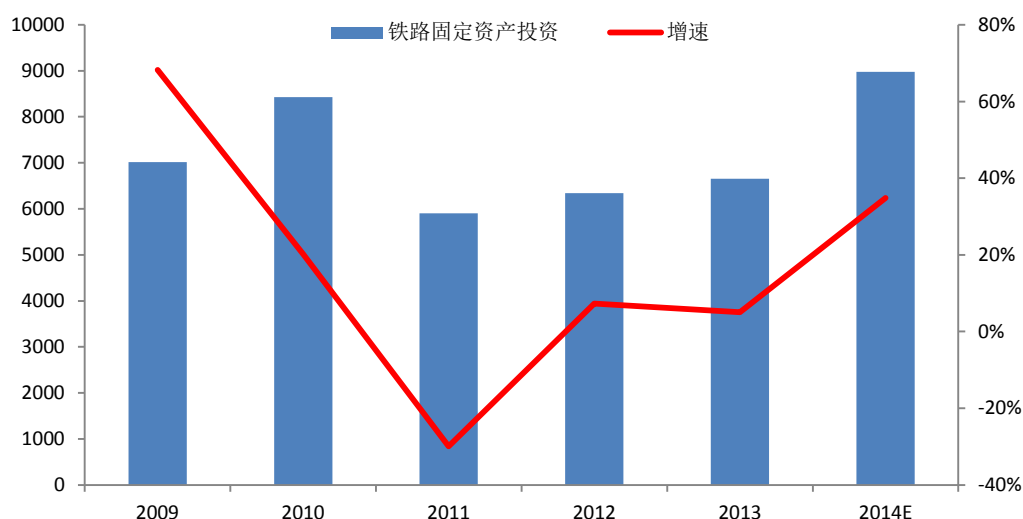
3. 驱动力二：高铁投资加速

3.1 我国铁路投资不断加速

在 723 高铁事故发生两年后，国内高铁投资热情重新趋热，并在高层领导推动下，我国高铁积极向海外进军。

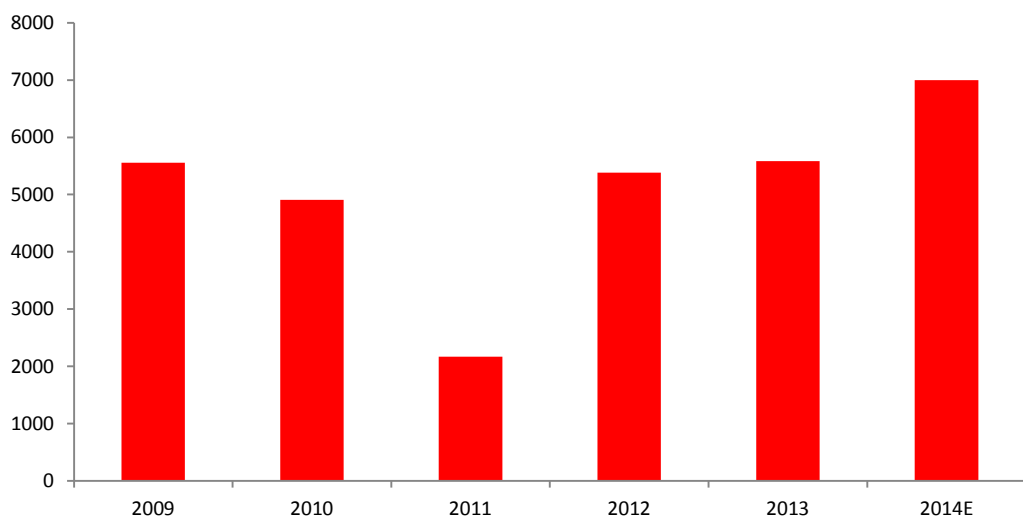
国内层面：今年以来，中国铁路总公司连续四次上调全国铁路固定资产投资计划，从年初的 6300 亿元提高到目前的 9000 亿元，同比增长了 35%，创历史新高，较 2010 年提高了 7%。与之相应的，国家发改委也积极支持铁路投资建设，今年累计批复了 64 个新开工铁路项目，预估投资总额已经达到了 8976.02 亿元，新投产 7000 公里以上。展望未来，我们看好高铁投资复苏后对我国铁路投资的带动。

图 5：铁路投资加速（亿元）



资料来源：wind, 东方证券研究所

图 6：铁路新线投产迅速放大（公里）

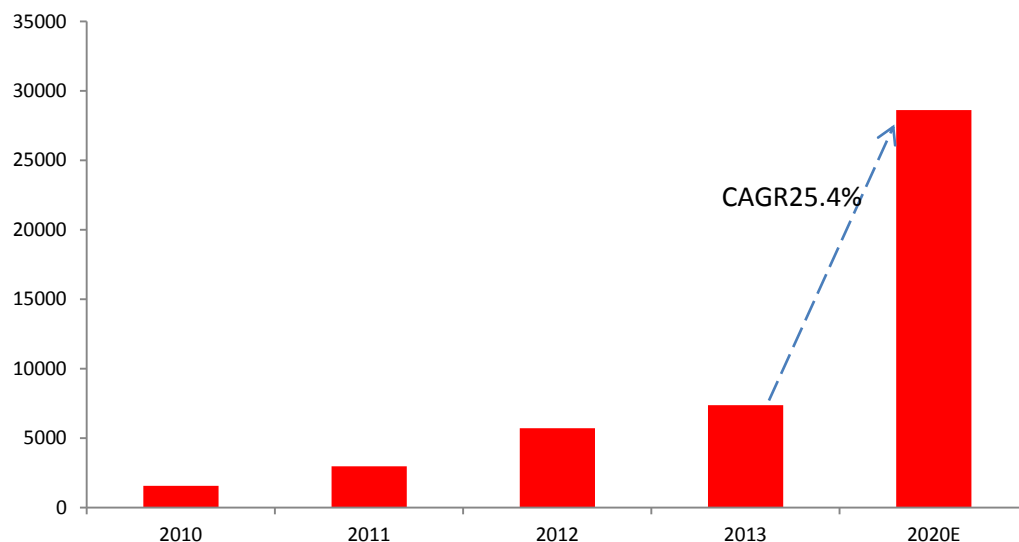


资料来源：wind, 东方证券研究所

各地高铁建设计划成批出现，十三五或现建设热潮。各省正在争取在“十三五”甚至“十二五”最后一年动工的“省会间”铁路成批出现，包括省会城市之间通高铁，甚至省际之间都可以通过时速

至少 250 公里的线路加快交通联系。按照 2014 年上半年截止的规划，到 2020 年我国“四横四纵”和“重要干线”的通车里程将达到 2.86 万公里，竣工里程 CAGR 达到 25.4%。

图 7：高铁投产里程（公里）



资料来源：wind, 东方证券研究所

国际层面：按照各国高铁发展规划，预计到 2020 年，世界高速铁路总里程将超过 5 万公里，未来 7 年内的新增里程将达到 3 万公里以上，由此带来的高铁直接投资将超过 1.1 万亿美元，约合 7 万亿元人民币。相比于本新干线，德国和法国的欧洲高铁技术，中国高铁具有明显的成本优势。公开数据显示，综合土建和车辆两个方面的成本，中国高铁造价只有国外造价的三分之一到二分之一，因此有较强的竞争优势。在“一带一路”战略指引下，我国高层积极推动“高铁外交”，目前已经和泰国，美国，阿根廷，哥伦比亚等多个国家签订了高铁合同，高铁大发展趋势已经形成。

表 3：不同国家高铁成本（亿元/公里）

国家	线路	长度（公里）	造价（亿元）	单位投资
中国	宁杭客运专线	249	238	0.95
德国	法兰克福-科隆线	177	480	2.71
韩国	京釜高速	420	993	2.36
法国	地中海高速铁路	250	294	1.18

资料来源：因特网，东方证券研究所

3.2 公司高铁用聚氨酯胶粘剂有望爆发

公司的高铁用聚氨酯胶粘剂主要用于铁路 CRTS II 型无砟管道滑动层用胶和车厢密封等，每公里用量在 7-8 吨左右。按照 2020 年 2.86 万公里的高铁里程计算，其市场空间达到了 23 万吨，平均每年的增量需求在 3.8 万吨左右。如果我们按照公司 10% 的市场空间测算，可以增加公司 3800 吨左右的铁路胶粘剂用量，相当于目前公司产量的 1.3 倍。

公司目前铁路用聚氨酯胶粘剂的售价在 2.2 万元/吨左右，毛利率为 29%（13 年年报），以此可以测算增量的铁路胶粘剂能够贡献的毛利率将达到 2424 万元，按照公司 13 年 15.7% 的费用率和 15% 的所得税率计算，贡献 EPS0.044 元，相当于 13 年 EPS 的 19%。

表 4：铁路用聚氨酯胶粘剂的敏感性分析

EPS		毛利率				
		25%	27%	29%	31%	33%
市场份额	6%	0.019	0.023	0.026	0.030	0.034
	8%	0.025	0.030	0.035	0.041	0.046
	10%	0.031	0.038	0.044	0.051	0.057
	12%	0.037	0.045	0.053	0.061	0.069
	14%	0.043	0.053	0.062	0.071	0.080

资料来源：东方证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们看好公司未来的发展，预测 2014-16 年 EPS0.22, 0.34, 0.36 元，按照可比公司估值给予 2015 年 37 倍市盈率，目标价 12.52 元，给予“增持”评级。

表 5：收入分类预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
高铁用聚氨酯胶粘剂					
销售收入（百万元）	15.4	35.2	56.4	92.1	129.0
增长率	128.9%	128.8%	60.2%	63.3%	40.0%
毛利率	41.2%	29.1%	28.8%	33.6%	33.3%
其他聚氨酯胶粘剂					
销售收入（百万元）	410.1	459.7	460.8	458.3	458.3
增长率	8.6%	12.1%	0.2%	-0.5%	0.0%
毛利率	26.1%	26.8%	26.5%	31.4%	31.2%
背板材料					
销售收入（百万元）	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
增长率			0.9%	0.0%	0.0%
毛利率		14.7%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
合计	425.5	499.6	521.9	555.1	592.0
增长率	10.7%	17.4%	4.5%	6.4%	6.6%
综合毛利率	26.7%	26.9%	26.4%	31.4%	31.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 6：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)	市盈率
----	----	---------	---------	-----

		2015/1/21	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
方大化工	000818	4.26	0.03	0.03	0.03	140.59	140.59	140.59
红宝丽	002165	6.55	0.18	0.29	0.38	36.19	22.28	17.33
北化股份	002246	10.10	0.16	0.20	0.26	63.13	50.50	38.85
联创节能	300343	27.57	1.60	1.60	1.60	17.23	17.23	17.23
天利高新	600339	5.91	0.15	0.15	0.15	39.40	39.40	39.40
调整后平均						46.00	37.00	32.00

资料来源：朝阳永续一致预测，东方证券研究所

5. 风险提示

1. 原材料价格预测的不确定性：本文的毛利率提升是在目前的原材料价格基础上测定的，其中隐含的假设是油价长期保持低位（基于前期行业报告《油价将长期进入熊市，有望跌破 30 美元》预测），如果未来油价出现大幅反弹，有可能会带动原材料价格反弹，会影响我们对产品成本的预测，进一步影响我们的盈利预测。
2. 铁路投资增速低预期：我们的预测是建立在铁路投资加速的背景上，如果明后两年我国的铁路投资增速放缓，将影响公司铁路用聚氨酯胶粘剂的用量，进而影响公司的 EPS。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	397	295	263	316	370	营业收入	429	502	522	555	592
应收账款	123	182	179	191	204	营业成本	315	366	384	381	407
预付账款	17	5	7	8	8	营业税金及附加	2	2	2	2	2
存货	71	91	87	86	92	营业费用	29	38	38	41	43
其他	75	75	74	79	84	管理费用	31	42	48	51	54
流动资产合计	684	648	610	680	758	财务费用	(11)	(7)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	(0)	(0)	0
固定资产	85	147	157	159	160	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	24	13	5	4	4	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	18	17	17	16	16	其他	0	0	0	0	0
其他	2	4	0	0	0	营业利润	60	57	53	84	89
非流动资产合计	128	181	178	179	180	营业外收入	10	2	2	2	2
资产总计	812	830	789	859	938	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	2	0	0	利润总额	70	58	54	85	90
应付账款	51	62	28	28	29	所得税	10	9	8	13	14
其他	4	4	4	4	4	净利润	59	50	46	72	77
流动负债合计	55	66	34	32	34	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	59	50	46	72	77
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.28	0.23	0.22	0.34	0.36
其他	12	12	0	0	0						
非流动负债合计	12	12	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	68	78	34	32	34		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	107	214	214	214	214	营业收入	11.3%	17.0%	4.0%	6.4%	6.6%
资本公积	525	418	418	418	418	营业利润	16.9%	-4.4%	-7.6%	59.0%	6.2%
留存收益	113	120	123	196	272	归属于母公司净利润	34.9%	-16.0%	-7.8%	57.5%	6.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	745	752	755	827	904	毛利率	26.6%	27.0%	26.4%	31.4%	31.3%
负债和股东权益	812	830	789	859	938	净利率	13.8%	9.9%	8.8%	13.0%	13.0%
						ROE	8.1%	6.6%	6.1%	9.1%	8.9%
						ROIC	5.7%	5.7%	5.6%	8.7%	8.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	8.3%	9.4%	4.3%	3.7%	3.6%
净利润	59	50	46	72	77	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	7	10	12	13	14	流动比率	12.41	9.81	18.15	21.53	22.50
财务费用	(11)	(7)	(3)	(3)	(3)	速动比率	11.09	8.42	15.54	18.78	19.74
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(67)	(55)	(31)	(16)	(22)	应收账款周转率	4.0	3.3	2.9	3.0	3.0
其它	4	(7)	(8)	(0)	0	存货周转率	5.0	4.5	4.3	4.4	4.5
经营活动现金流	(8)	(9)	15	67	65	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(45)	(61)	(12)	(14)	(15)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.28	0.23	0.22	0.34	0.36
其他	3	10	3	0	0	每股经营现金流	-0.04	-0.04	0.07	0.31	0.31
投资活动现金流	(42)	(50)	(10)	(14)	(15)	每股净资产	3.50	3.53	3.54	3.88	4.24
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	1	0	0	0	0	市盈率	43.5	51.8	56.2	35.7	33.6
其他	(33)	(43)	(38)	1	3	市净率	3.5	3.4	3.4	3.1	2.9
筹资活动现金流	(32)	(43)	(38)	1	3	EV/EBITDA	41.6	38.4	37.3	24.5	23.1
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	47.2	46.2	46.0	28.4	26.9
现金净增加额	(83)	(102)	(32)	54	54						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn