

# 聚氨酯匀泡剂龙头，原料价格下跌致业绩大幅增厚

美思德(603041)

## 事件

公司发布 2019 年半年报，报告期内公司实现营收 1.70 亿元，同比增长 7.64%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比增长 58.47%。其中 Q2 单季公司实现净利润 0.18 亿元，同比增长 67.87%。

## 简评

### 匀泡剂龙头，受益于石化产品及有机硅原料价格下跌

公司主营产品为聚氨酯硬泡匀泡剂和软泡匀泡剂，对公司营收的贡献分别约为 80%和 20%。匀泡剂是生产聚氨酯硬泡/软泡塑料的必备助剂，起到乳化泡沫物料、稳定泡沫等作用，下游应用与聚氨酯塑料相同，即冷藏保温、家具、汽车、建筑节能等传统行业领域，同时也开始逐步探索在军事等领域的应用。公司在这一细分领域居于行业领先地位，其中硬泡匀泡剂年产量约 1 万吨，市占率约 15%，为国内第一大生产企业。

2019H1，公司硬泡、软泡匀泡剂销量分别为 5296、1022 吨，分别同比增加 7%、6%；硬泡、软泡匀泡剂价格分别为 2.57、2.96 万元/吨，分别同比增加 3%、1%。量价均小幅上涨。而对公司业绩增厚贡献最大的是公司石油化工原料和有机硅原料价格的大幅下降，其中，据公司披露，二丙二醇原料价格同比下降达到 32%，有机硅 D4、MM 及高氢硅油价格分别下降 39%、39%、30%。

### 匀泡剂行业格局稳定，公司主营业务势头良好

公司主要的硬泡匀泡剂产品技术壁垒较高，全球产能除美思德外主要均集中在少数海外巨头，包括德国赢创、美国迈图、美国空气化工等。而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，并凭借突出的性价比和优质的技术服务优势成为硬泡匀泡剂市场上的主流产品，供应巴斯夫、陶氏、红宝丽等国内外知名化工企业。整体而言，匀泡剂行业供应较为稳定，且下游聚氨酯塑料需求维持一定增长，整体行业格局良好。

公司目前在国内及国际匀泡剂市场已站稳脚跟，同时，公司南京江北新区 6000 吨/年新一代聚氨酯泡沫稳定剂项目规划于 19H2 验收，置换南京经济开发区 5000 吨/年产能。建成后将为公司新增 1000 吨/年产能，同时也能起到优化公司产品结构的作用。

### 有机硅产业链供需逆转，成本端逻辑料能维持

18H2 开始，有机硅上下游产品价格迅速回落，使得公司多种原料价格大幅下跌，利好公司业绩。而目前看，在 19-21 年新安股份、

首次评级

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

发布日期：2019 年 09 月 17 日

当前股价：16.6 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.35/1.44	6.96/1.78	16.01/2.97
12 月最高/最低价 (元)		18.26/13.1
总股本 (万股)		10,064.26
流通 A 股 (万股)		4,652.5
总市值 (亿元)		16.71
流通市值 (亿元)		7.72
近 3 月日均成交量 (万)		64.54
主要股东		
佛山市顺德区德美化工集团有限 公司		52.97%

## 股价表现



## 相关研究报告

合盛硅业、东岳集团、兴发集团均有较大规模有机硅扩产计划，对有机硅产业链景气构成持续压力，短期至中期有机硅价格难有太大起色。同时，结合全球供需及地缘政治因素，我们判断国际原油价格中枢有望维持在 60-70 美元/桶区间。总体看，支撑公司业绩的成本端逻辑料能维持。

### 投资建议

预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润为 0.71 亿、0.81 万和 0.91 亿元。对应 PE 为 24X、21X 和 18X，首次覆盖，给予增持评级。

**表 1：预测和比率**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	301.25	305.17	324.84	351.24	394.49
主营收入增长率	6.74%	1.30%	6.45%	8.13%	12.31%
EBITDA（百万元）	73.60	57.44	94.55	105.26	117.96
EBITDA 增长率	-18.68%	-21.96%	64.60%	11.33%	12.06%
净利润（百万元）	50.57	40.82	70.78	80.58	91.23
净利润增长率	-25.91%	-19.28%	73.38%	13.85%	13.22%
ROE	7.14%	5.56%	8.90%	9.20%	9.43%
EPS（元）	0.506	0.404	0.701	0.798	0.904
P/E	32.82	41.05	23.68	20.80	18.37
P/B	2.34	2.28	2.11	1.91	1.73
EV/EBITDA	20.37	27.48	15.55	13.20	10.91

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**郑勇**：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859