

分析师：	刘元瑞	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490209080266
联系人：	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	梅崧奎	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		

一链三体 蓄势发力

事件描述

建新股份拟发行社会公众股上市，主要内容为：

- 公司拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 1690 万股并在深证交易所创业板上市，发行后总股本 6690 万股。
- 公司本次募集资金拟用于巩固原有染料中间体产品优势的基础上，积极发展医药中间体和纤维中间体。具体为年产 4000 吨 2,5 酸、年产 2,000 吨间羟基和年产 5000 吨氯乙烷配套项目，年产 1000 吨造纸成色剂、年产 2000 吨间氨基苯酚项目和企业研发中心项目，年产 500 吨 3,3'-二氨基二苯砷和年产 1000 吨 4,4'-二氨基二苯砷项目。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.91 元、1.11 元和 1.87 元。按照 2010 年 30-35 倍市盈率，合理申购价格为 27.30-31.85 元。

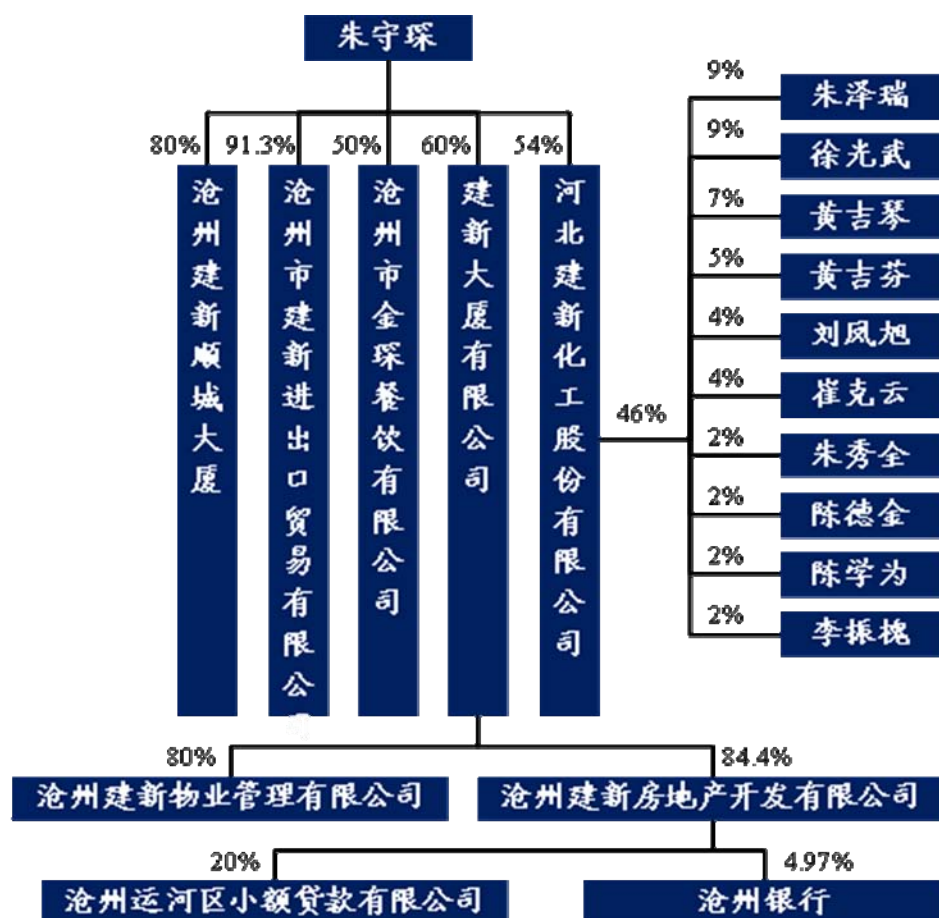
事件评论

公司概况

股权结构：朱氏家族控股的民营企业

建新股份本次拟发行普通股1690万股，发行后总股本6690万股。公司的控股股东、实际控制人为朱守琛，持有公司54%的股权。本次发行前公司另有10位自然人股东，其中包括多位朱氏家族成员。朱守琛及朱氏家族其他成员合计持有公司90%的股份，本次发行后仍持有超过50%股份。

图 1：本次发行前公司股权结构图



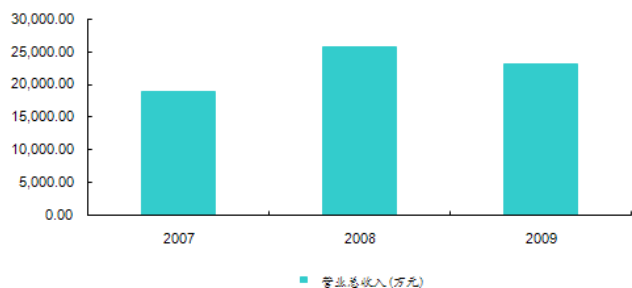
资料来源：公司公告，长江证券研究部

经营情况：毛利率快速提高引得净利润飙升

2009年公司营收2.32亿元，相比2007年1.88亿元营收增长并不明显。但是近三年公司净利润复合增长率高达98.8%，息税前利润复合增长率也高达62.0%。究其原因，是不断提高的毛利率。公司毛利率从2007年的16.16%增长至2009年的32.65%，净利率也从5.64%增长至18.12%。

图 2: 近三年公司营业收入变化

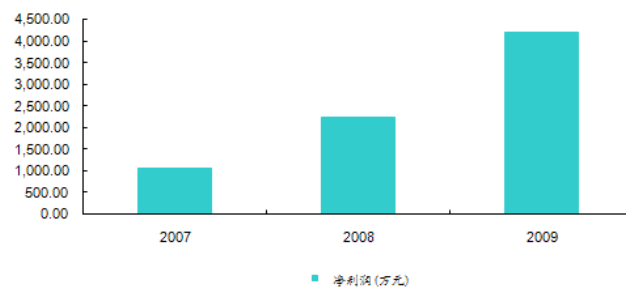
单位: 万元



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 近三年公司净利润复合增速 98.8%

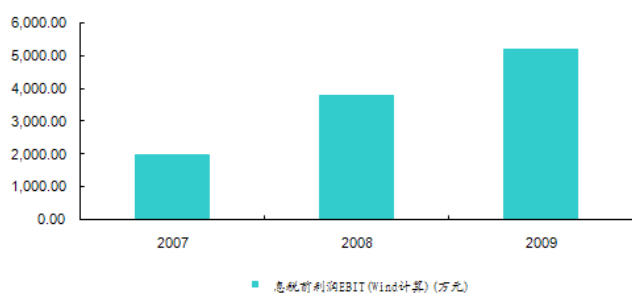
单位: 万元



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

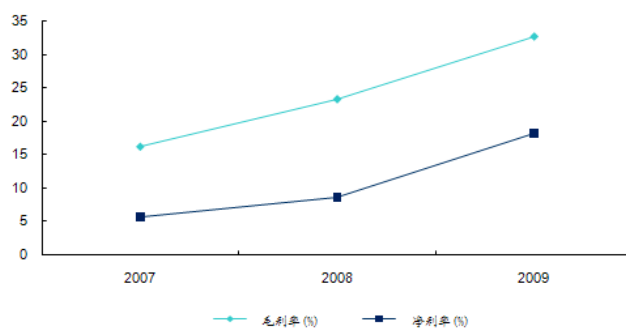
图 4: 近三年公司 EBIT 复合增速 62.0%

单位: 万元



资料来源: 公司公告, WIND, 长江证券研究部

图 5: 近三年公司毛利率、净利率变化

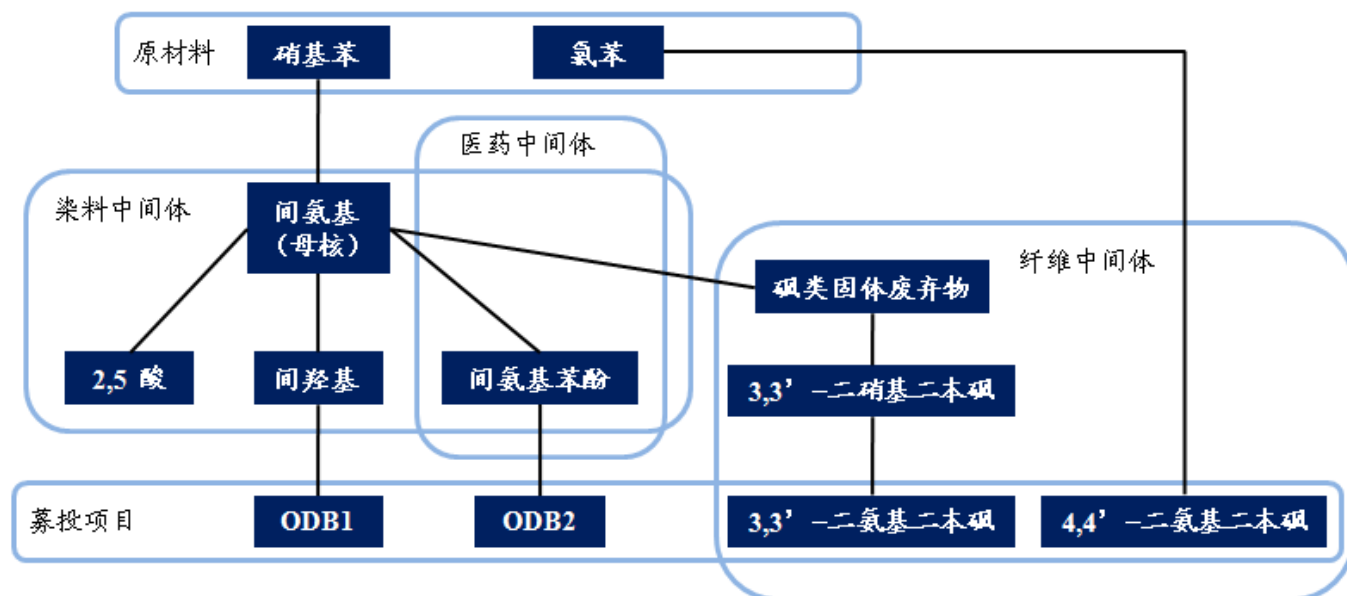


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

主营业务: 染料中间体为主, 逐步形成“一链三体”格局

公司主营苯系中间体产品的生产与销售。从产品链上来看, 公司以“间氨基”为母核, 向下延伸“2,5 酸”、“间羟基”、“间氨基苯酚”等染料中间体和医药中间体, 并对“间氨基”生产过程中的含砒固体废物进行深加工, 生产“3,3'-二硝基二苯砒”等纤维中间体。公司明星产品间羟基、二五酸和间氨基在全球的市场占有率分别为28%、33%、23%, 均为世界第一。本次募投项目投产以后, 公司将增强医药中间体、纤维中间体产能, 形成“一链三体”的格局。

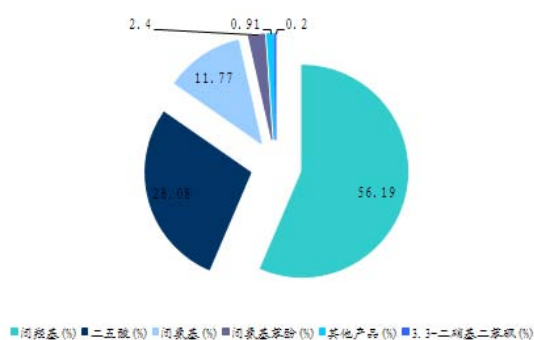
图 6：公司产品链结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

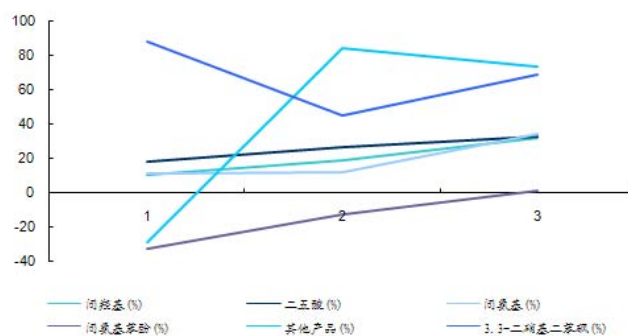
公司目前主要产品是间羟基、二五酸和间氨基，共计占公司营业收入 96.0%。这三种产品均是染料中间体，而医药中间体和纤维中间体的营收占比较低。从产品毛利变化来看，公司各产品近三年毛利率都有明显增长。到 2009 年，毛利水平最高的是 3,3'-二硝基二苯砒和其他产品类。因此，预计在公司募投项目医药中间体和纤维中间体产能释放后可以一定程度上抵消现主要产品的规律性毛利率下降。

图 7：2009 年公司主营构成按产品分类



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：近三年公司各产品毛利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目成长性分析

公司本次拟向社会公开发行人 1,690 万股人民币普通股，募投项目见表 1。其中，2,5 酸、间羟基是公司原有老产品；间氨基苯酚（由于原来产能较小，定义为新产品）、造纸成色剂（500 吨 ODB-1、500 吨 ODB-2）、3,3'-二氨基二苯砒和 4,4'-二氨基二苯砒项目都属于公司新产品。

表 1：公司募投项目

项目名称	项目总投资(万元)	使用募集资金(万元)
1.年产 4,000 吨 2,5 酸、年产 2,000 吨间羟基和年产 5,000 吨氯乙烷配套项目	14,788.73	9,859.15
2 年产 1,000 吨造纸成色剂、年产 2,000 吨间氨基苯酚项目和企业研发中心项目	9,430.86	9,430.86
3 年产 500 吨 3,3' -二氨基二苯砜和年产 1,000 吨 4,4' -二氨基二苯砜项目	7,883.57	7,883.57

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从市场预测来看，公司募投项目都具有较好的市场前景和公司本身的技术、成本优势，募投项目成长性良好。相关产品的市场预测见表2。

表 2：募投项目相关产品市场预测

产品名称	目前市场容量	下游需求增速	备注
二五酸	15000 吨/年	白色荧光剂 15%-20% 活性染料 10%-15%	成本有优势 质量行业领先
间羟基	9500 吨/年	造纸成色剂 10% 阳离子染料 10% 荧光染料 15%	成本有优势 质量行业领先
ODB1 ODB2	各 8000 吨/年	造纸 NA	人工成本占比大产生成本优势 中试技术指标行业先进
间氨基苯酚	15000 吨/年	对氨基水杨酸异脲胍 20% 造纸成色剂和分散染料 10% 产甜菜除草剂 8%	技术成熟 成本较低
3,3' -二氨基二苯砜	市场缺口 1000 吨	芳砜纶 产业结构调整鼓励项目	成本优势
4,4' -二氨基二苯砜	市场缺口 2000 吨	芳砜纶 产业结构调整鼓励项目	成本优势

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.91 元、1.11 元和 1.87 元。按照 2010 年 30-35 倍市盈率，合理申购价格为 27.30-31.85 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	232	318	428	688	货币资金	12	529	524	609
营业成本	156	223	299	473	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	76	95	129	215	应收账款	24	32	43	69
% 营业收入	32.7%	29.9%	30.1%	31.3%	存货	19	29	39	61
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	3	7	9	14
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	10	14	18	28
销售费用	5	3	9	14	流动资产合计	69	610	633	782
% 营业收入	2.0%	1.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	22	34	55	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	7.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2	-3	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	-1.1%	-0.7%	-0.6%	固定资产合计	94	107	133	140
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	9	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	49	72	87	148	其他非流动资产	4	39	75	65
% 营业收入	21.2%	22.5%	20.4%	21.4%	资产总计	176	766	850	996
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	20	0	0	0
利润总额	50	72	87	148	应付款项	14	18	24	38
% 营业收入	21.5%	22.5%	20.4%	21.4%	预收账款	1	2	3	6
所得税费用	8	11	13	22	应付职工薪酬	1	0	0	1
净利润	42	61	74	125	应交税费	-1	2	3	5
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	3	5
的净利润	42.1	60.9	74.1	125.4	流动负债合计	36	25	34	55
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.84	0.91	1.11	1.87	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	30	52	67	95	负债合计	36	25	34	55
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	140	741	816	941
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	9	0	0	0	股东权益	140	741	816	941
固定资产投资	0	-60	-75	-14	负债及股东权益	176	766	850	996
其他	-17	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-8	-60	-75	-14		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.841	0.910	1.107	1.874
股权融资	0	17	0	0	BVPS	2.80	11.08	12.19	14.06
银行贷款增加（减少）	-28	-20	0	0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-2	3	3	4	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8	524	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-22	524	3	4	EV/EBITDA	0.15	-6.91	-5.40	-3.84
现金净流量	1	517	-5	85	ROE	30.1%	8.2%	9.1%	13.3%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。