

百川股份 (002455.SZ) 化学原料行业

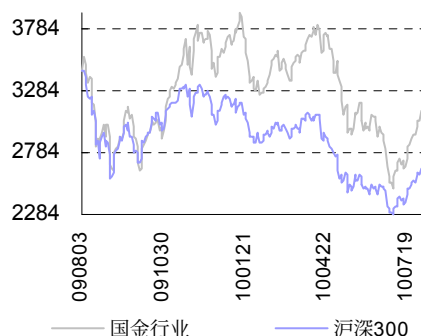
新股研究

上市定价 (人民币) : 20.79-22.68 元
目标价格 (人民币) : 12.60-13.86 元

长期竞争力评级 : 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	20.00
发行 A 股数量(百万股)	22.00
总股本(百万股)	87.80
国金化学原料指数	3032.75
沪深 300 指数	2917.28
中小板指数	6031.66



技术确保低成本，环保趋严打开产品空间

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.380	0.601	0.628	0.731	0.936
每股净资产(元)	2.73	3.53	7.29	7.86	8.80
每股经营性现金流(元)	0.48	1.26	1.08	1.05	1.26
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	15.30	36.45	36.45	36.45	36.45
净利润增长率(%)	-18.96%	58.10%	3.67%	28.63%	36.69%
净资产收益率(%)	18.56%	22.69%	8.61%	9.30%	10.64%
总股本(百万股)	65.80	65.80	87.80	87.80	87.80

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是国内醋酸丁酯、偏苯三酸酐行业的龙头企业，其产品主要用作环保型涂料溶剂、添加剂以及增塑剂。按产能计算，目前醋酸丁酯产能 10 万吨/年，国内市场占有率 30%，偏苯三酸酐产能 1 万吨/年，市场占有率接近 20%。
- 我国是全球第一大涂料生产国，2009 年产量 755 万吨，同比增长 18%。环保政策趋严下醋酸丁酯将成为应用最广的涂料有机溶剂。预计 2010 年国内醋酸丁酯需求将超过 35 万吨，未来几年需求年均增长率在 5%-10%。
- 偏苯三酸酐及其下游偏苯三酸三酯 (TOTM)，可作为无毒增塑剂，随着电线电缆、汽车、家具等对增塑剂性能及环保要求的不断提高，TOTM 有替代 DOP/DBP 等的趋势，未来需求看好。
- 公司具备强大的技术研发实力，是国家醋酸丁酯与偏苯三酸酐行业标准的起草单位。依托先进生产技术，以及大规模的工业化生产，公司报告期内毛利率高于国内同行，产品质量有保证。
- 本次募集资金拟投向年产 2 万吨偏苯三酸酐和 2 万吨偏苯三酸三辛酯项目。项目投产后，一方面解决了公司偏苯三酸酐产能受限的问题，另一方面，公司产业链得到延伸，由单纯生产偏苯三酸酐的企业转变为国内为数不多的同时生产偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯的企业。我们预计至 2012 年，可增加净利润 2600 万元。
- 预计公司 2010~2012 年主营业务收入分别为 1,256、1,476、1,855 百万元，归属于母公司净利润 55、64、82 百万元，每股收益 0.63、0.73、0.94 元。根据可比公司情况，给予公司 2010 年 20-22 倍 PE，合理区间为 12.60-13.86 元。根据本年来中小板新进化工类上市公司情况，结合目前市场状况，给与公司上市首日 33-36 倍 PE，价格区间为 20.79-22.68 元。

刘波 分析师 SAC 执业编号：S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内醋酸丁酯、偏苯三酸酐龙头企业	4
技术实力与生产规模保障的低成本	5
产品优质，稳定的客户关系	6
重视环保工艺，符合行业发展趋势	7
募集资金主要用于扩大偏苯三酸酐产能，延伸产业链	7
产品前景分析：环保趋严下替代高毒是需求主要增长点	8
醋酸丁酯：产能过剩，预计未来几年需求年均增长 5%-10%	8
偏苯三酸酐：受益环保政策趋严，国内市场容量 3-5 万吨	9
盈利预测与估值	10
风险提示	11
原材料价格大幅波动	11
产品替代风险	11
附录：三张报表预测摘要	13

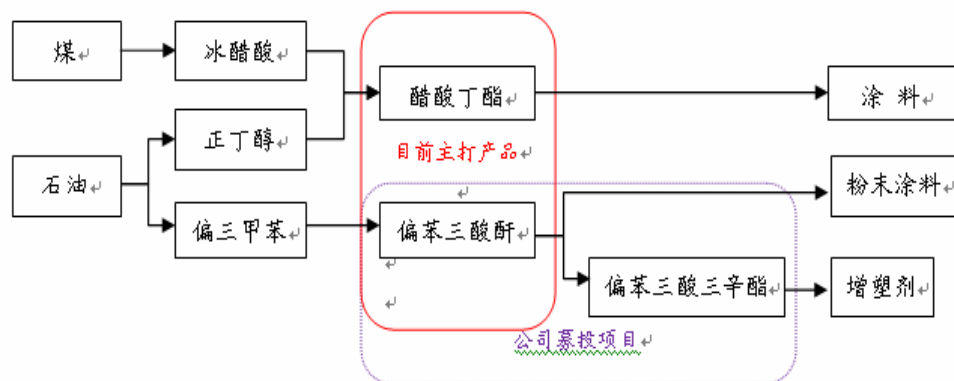
图表目录

图表 1：公司产品所属产业链情况	4
图表 2：公司主营业务收入构成情况	4
图表 3：公司毛利构成情况	4
图表 4：发行前后公司股本变化	5
图表 5：公司所获专利及制定国家相关标准	5
图表 6：主要醋酸丁酯企业产能情况	6
图表 7：主要偏苯三酸酐企业产能情况	6
图表 8：近三年公司主要产品毛利率情况	6
图表 9：公司近几年主要下游客户	7
图表 10：募集资金投向	7
图表 11：公司偏苯三酸酐产能、产销情况	8
图表 12：募投前后公司产品产能变化	8
图表 13：醋酸丁酯下游消费结构	9
图表 14：长三角醋酸丁酯及主要原料正丁醇价格走势	9
图表 15：涂料行业部分环保准则与标准	9
图表 16：我国涂料产量与表观消费量	9
图表 17：我国偏苯三酸酐下游消费结构	9
图表 18：粉末与溶剂型涂料部分性能特点比较	10
图表 19：我国粉末涂料品种结构	10
图表 20：可比公司估值情况	11
图表 21：本年中小板化工类新股上市首日情况	11
图表 22：产品销售预测	12

公司是国内醋酸丁酯、偏苯三酸酐龙头企业

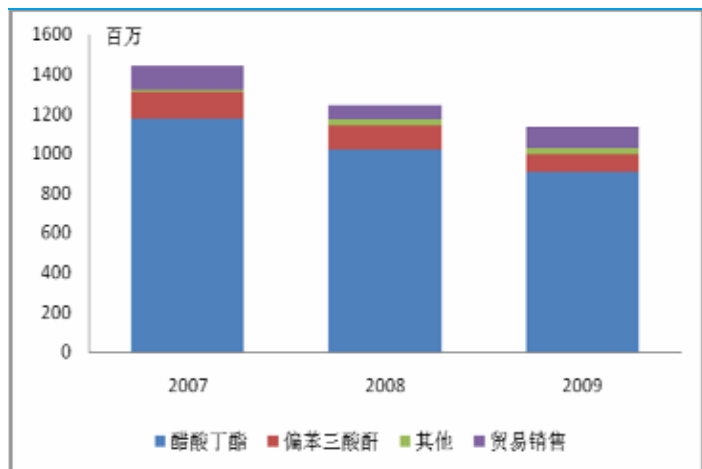
- 公司主要从事醋酸丁酯、偏苯三酸酐的生产与销售，是国内该子行业的龙头企业，其产品主要用作涂料溶剂、添加剂以及增塑剂。按产能计算，目前醋酸丁酯产能 10 万吨/年，国内市场占有率 30%，偏苯三酸酐产能 1 万吨/年，市场占有率接近 20%。

图表1：公司产品所属产业链情况



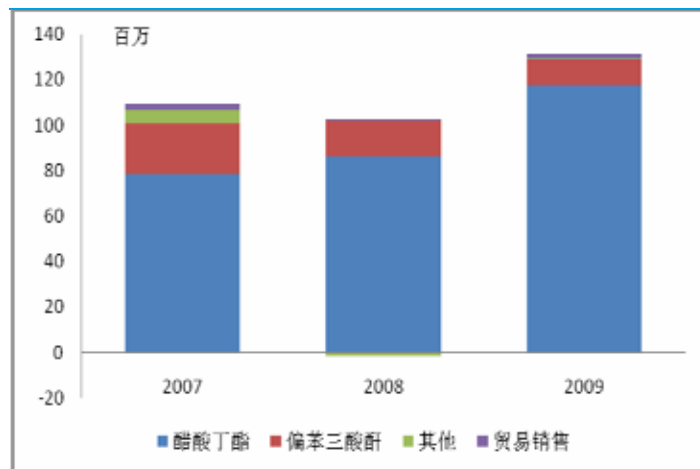
来源：国金证券研究所

图表2：公司主营业务收入构成情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表3：公司毛利构成情况



图表4：发行前后股本变化

股东名单	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股数占总股本 (%)	持股数 (万股)	持股数占总股本 (%)
郑铁江	3480	52.89	3480	39.64
中国-比利时直接股权投资基金	700	10.64	700	7.97
王亚娟	580	8.81	580	6.61
郑江	580	8.81	580	6.61
惠宁	580	8.81	580	6.61
徐卫	545.2	8.29	545.2	6.21
郭勇	80	1.22	80	0.91
刘炎明	10.15	0.15	10.15	0.12
程国良	10.15	0.15	10.15	0.12
朱宇琴	8.7	0.13	8.7	0.10
翁建飞	5.8	0.09	5.8	0.07
本次发行股份			2200	25.06
合计	6580	100.00	8780	100.00

来源：公司招股书，国金证券研究所

技术实力与生产规模保障的低成本

- 公司一直注重生产工艺的改进和技术的研发，拥有多项自主知识产权的生产工艺技术。在生产醋酸丁酯方面，公司是国家标准的修订者，《以硫酸为催化剂反应精馏法规模化生产乙酸丁酯的方法》已被授予发明专利。在生产偏苯三酸酐方面，公司是国家标准的起草者，并有《偏苯三甲酸连续成酐精制生产高纯度偏苯三酸酐的方法》和《利用间歇式鼓泡氧化塔多塔串联连续氧化生产偏苯三甲酸的方法》等发明专利。
- 在生产工艺上，国内大部分厂商采用较早期的间歇性工艺，或者单套产能较小的局部连续方法，只有少数企业与公司一样有技术实力采用液体作催化剂与反应精馏法相结合的技术并应用于工业化生产，有效降低了后一步精制提纯的复杂性，且可以大幅减少能耗，降低生产成本。

图表5：公司所获专利及制定国家相关标准

应用领域	所获专利	制定国家标准
生产醋酸丁酯	以硫酸为催化剂反应精馏法规模化生产乙酸丁酯的方法	《工业用乙酸正丁酯》 《工业用乙酸酯类试验方法》
生产偏苯三酸酐	利用间歇式鼓泡氧化塔多塔串联连续氧化生产偏苯三甲酸的方法	《工业用偏苯三酸酐》
	偏苯三甲酸连续成酐精制生产高纯度偏苯三酸酐的方法	
生产三羟甲基丙烷	三羟甲基丙烷精制的工艺方法	
生产衍生产品	烷氧化三羟甲基丙烷的生产方法	

来源：公司招股书，公司主页，国金证券研究所

图表6：主要醋酸丁酯企业产能情况

公司名称	国家	产能（万吨/年）
Celanese 公司	美国	10
Celanese 公司	新加坡	10
无锡百川化工股份有限公司	中国	10
IneosOxide 公司	比利时	8.5
Oxeno 公司	德国	8
江门谦信化工发展有限公司	中国	8
中国重庆扬子江乙酰公司	中国	8
Eastman 化学公司	美国	7.7
德国 BASF 公司	德国	7.5
Dow 化学公司	美国	7.3
马来西亚 BASFPetronas 公司	马来西亚	5
马来西亚 OPTimal 公司	马来西亚	5

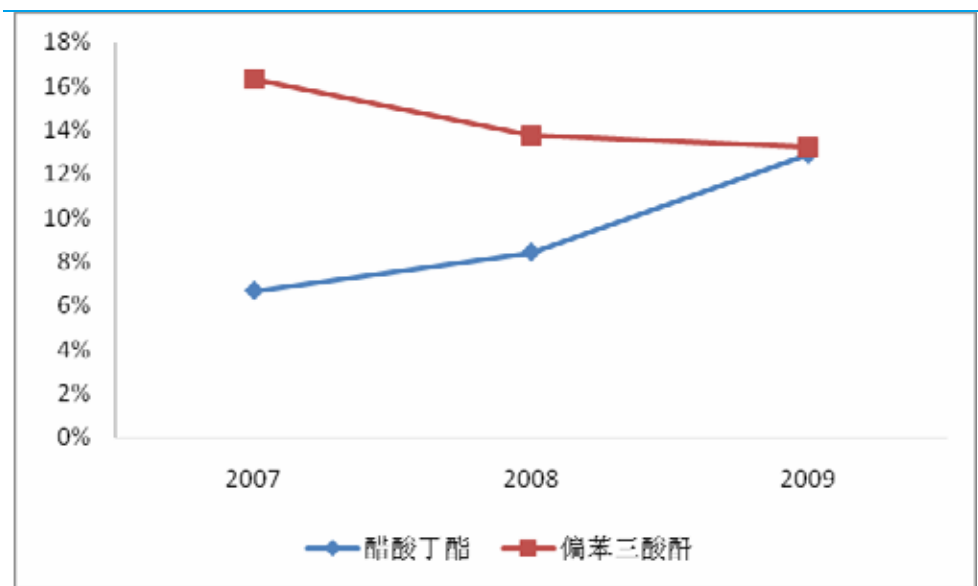
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表7：主要偏苯三酸酐企业产能情况

公司名称	国家	产能（万吨/年）
BP-Amoco	美国	6.5
BP-Amoco	马来西亚	6.5
BP-Amoco	比利时	2.3
Alusuisse-Lonza	意大利	2
江苏正丹集团公司	中国	2
波林化工（常州）有限公司	中国	1.5
三菱瓦斯化学公司	日本	1.5
无锡百川化工股份有限公司	中国	1
Saarbergwerk 公司	德国	0.15
三井东亚公司	日本	0.12
蒸馏工业公司	日本	0.12
大赛珞公司	日本	0.12

- 依托先进生产技术，以及大规模的工业化生产，使得公司在项目建设、原材料采购等方面都具有很强的成本优势。据行业数据，国内主要醋酸丁酯企业报告期内的毛利率在 4.5% 左右，主要偏苯三酸酐企业的毛利率在 11% 左右，均低于公司水平。

图表8：近三年公司主要产品毛利率情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

产品优质，稳定的客户关系

- 公司的主要客户主要为国内外知名的大型涂料、增塑剂生产企业，这类企业绝大部分对供应商存在严格长期的认证体制，对产品质量要求高。如杜邦公司（油漆）对醋酸丁酯的水分、纯度、醇含量、一致性、稳定性都有着较为挑剔的要求。公司产品品质有保证，在长期经营中与客户建立了良好的合作关系，客户资源较为稳定。

图表9：公司近几年主要下游客户

公司	简介
PPG	全球最大的汽车、工业用漆制造商
立邦	亚太地区最大的涂料制造商
巴斯夫	全球最大的化工公司
阿克苏诺贝尔涂料	全球最大的涂料厂商
中华制漆	东南亚最具规模的制漆厂之一

来源：国金证券研究所

重视环保工艺，符合行业发展趋势

- 公司一贯注重环境保护与生产并重，不断改进工艺与设备，使“三废”减少到最低。与同行相比，公司醋酸丁酯项目连续酯化精制工艺使能耗下降 50%，电耗下降 35%，单位产品废水排放量下降 50%，而 TMA 连续生产工艺使醋酸重复利用率高达 98%，能耗下降 35%，成本得以不断降低。

募集资金主要用于扩大偏苯三酸酐产能，延伸产业链

- 公司本次向社会公众公开发行 2,200 万股，募集资金投向年产 2 万吨偏苯三酸酐和 2 万吨偏苯三酸三辛酯项目，计划由公司全资子公司百川化工（如皋）有限公司实施。公司预计项目投产后增厚利润 8,447 万元，我们预测增厚 2,600 万元，主要差别在于我们预测的毛利率较低。

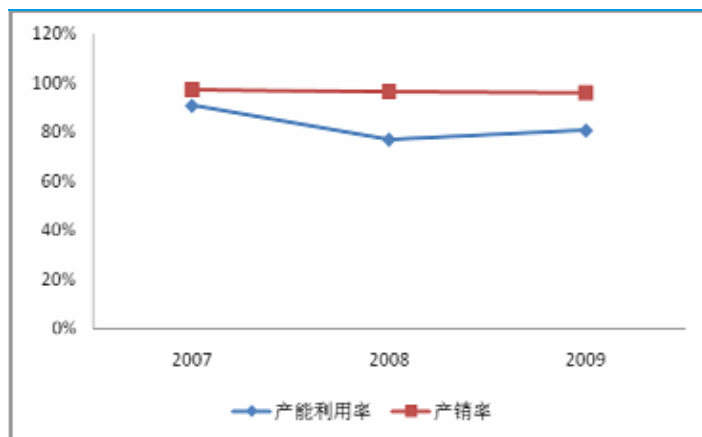
图表10：募集资金投向

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金 投入金额 (万元)	预计年新增销售收 入(万元)	预计年新增利润 (万元)
年产 2 万吨偏苯三酸酐和 2 万吨偏苯三酸三辛酯项目	28,540	28,540	60,602.00	8,447

来源：公司招股书，国金证券研究所

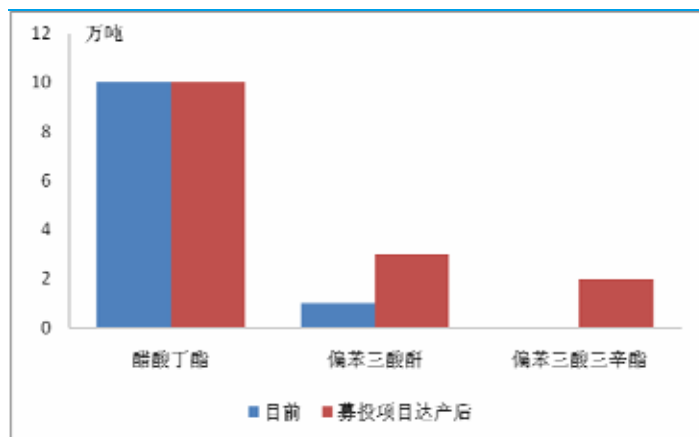
- 扣除维修等情况，公司产能利用率与产销率均保持在很高水平，产能瓶颈一定程度上限制了公司的进一步发展。本次募集资金的投产，一方面使现有 1 万吨/年的偏苯三酸酐产能增加到 3 万吨/年，另一方面，公司产业链得到延伸，由单纯生产偏苯三酸酐的企业转变为国内为数不多的同时生产偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯的企业。而在生产偏苯三酸三辛酯方面，亦可由液态的偏苯三酸酐直接酯化生产，中间省去了融化等过程，可以节约大量的能源与生产成本。

图表11：公司偏苯三酸酐产能、产销情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表12：募投前后公司产品产能变化

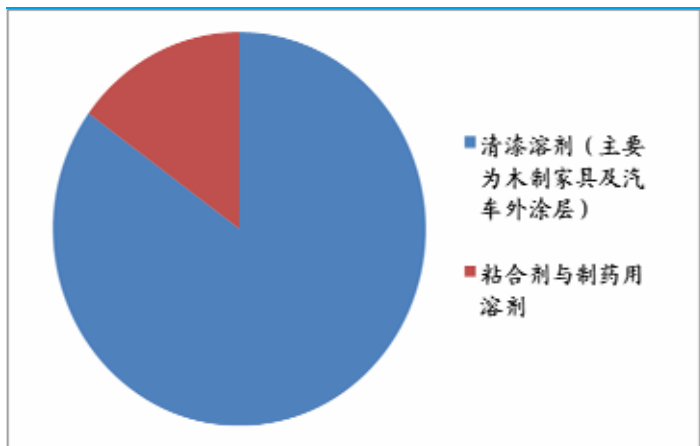


产品前景分析：环保趋严下替代高毒是需求主要增长点

醋酸丁酯：产能过剩，预计未来几年需求年均增长 5%-10%

- 醋酸丁酯是优良的有机溶剂，可用来配制降低大气污染的溶剂型涂料，可在医药上用于生产红霉素以及用于生产聚氨酯甲酸酯、香料、化妆品等，还可在各种石油加工过程中作萃取剂和脱水剂、日光灯管中荧光粉的稀释剂等。2007 年，我国醋酸丁酯年需求量约 30 万吨，2001 年—2007 年平均需求增速为 7.5% 左右。
- 涂料主要应用在建筑、家具装饰、合成革、汽车、船舶等领域。从涂料需求层面来说，近几年我国需求增长快速，2004 年-2009 年我国涂料表观消费量的复合增长高达 43%，2009 年成为世界第一大涂料生产国。目前世界涂料行业已进入成熟期，发达国家市场已饱和，发展中国家尤其是中国市场潜力较大。据行业内统计，2010-2015 年，中国对主要用在家具、汽车、纺织品等领域的工业涂料的需求将以年 7% 的速度增长。
- 从溶剂型涂料产品结构变化趋势来看，行业中过去大量使用苯类与酮类溶剂，近几年国家陆续出台相关标准，对其中有害物质加以限制，醋酸丁酯以其低毒性、易挥发、残留物少等优异性能，有望取代甲乙酮、异丁酮、二甲苯或甲苯等传统溶剂，成为油漆和涂料行业应用最广的有机溶剂。基于上述两方面考虑，我们预计 2010 年国内醋酸丁酯需求将超过 35 万吨，预计未来几年年均增长率在 5%-10%。
- 供给方面，国内生产企业较多，产能大幅超过消费能力。但由于大部分工艺为间歇酯化法，成本上难以与进口产品竞争，国内企业开工率低；相比而言，具有成本与规模优势的生产企业将具较好的发展前景。

图表13：醋酸丁酯下游消费结构



来源：公司招股书，化工在线，国金证券研究所

图表14：长三角醋酸丁酯及主要原料正丁醇价格走势



图表15：涂料行业部分环保准则与标准

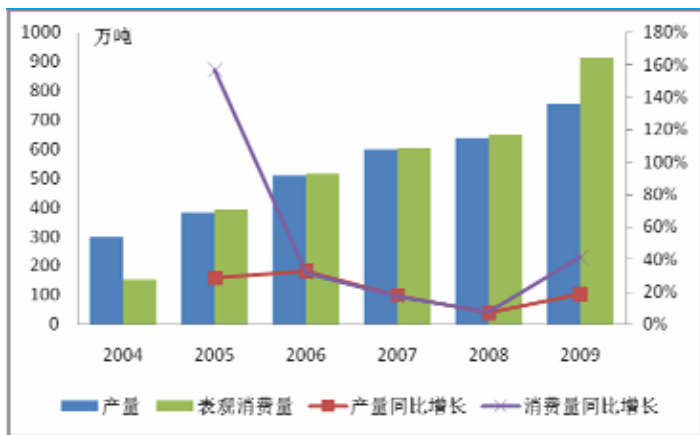
实施/公布时间	名称	相关内容	发布单位
2002-01-01	室内装饰装修材料溶剂型木器涂料中有害物质限量	限制涂料中苯、甲苯、二甲苯、挥发性有机化合物（VOC）、重金属等浓度值	质量监督检验检疫总局
2006-12-01	《涂料行业行为准则》	禁止纯苯溶剂的使用；限制乙二醇醚、乙二醇醚酯类系列助溶剂、成膜助剂的使用；限制邻苯二甲酸酯类增塑剂的使用；禁止使用红丹防锈颜料	中国涂料工业协会
2008-12-30	2008 年涂料、无机颜料“双高”产品名录公示	列为高污染、高环境风险产品：含苯类、苯酚、苯甲醛和二（三）氯甲烷的脱漆剂；含烷基酚聚氧乙烯醚（APEO）的建筑涂料；含异氰脲酸三缩水甘油酯（TGIC）的粉末涂料	中国涂料工业协会

来源：国金证券研究所

偏苯三酸酐：受益环保政策趋严，国内市场容量 3-5 万吨

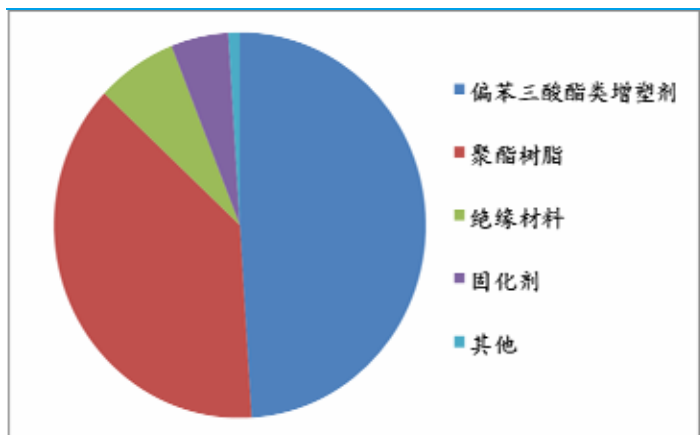
- 国际上约 90%的偏苯三酸酐用于生产偏苯三酸酯类增塑剂和粉末涂料，另 10%用于生产绝缘材料、固化剂等。目前全球偏苯三酸酐供需基本平衡，国内市场容量在 3-5 万吨，企业生产成本低，产品性能稳定，未来出口将消化国内部分产能。

图表16：我国涂料产量与表观消费量



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表17：我国偏苯三酸酐下游消费结构



- 粉末涂料是一种新型的不含溶剂 100%固体粉末状涂料。随着我国轻工家电等制品的快速发展、对涂料产品的产量、品种、花色及性能要求都将有

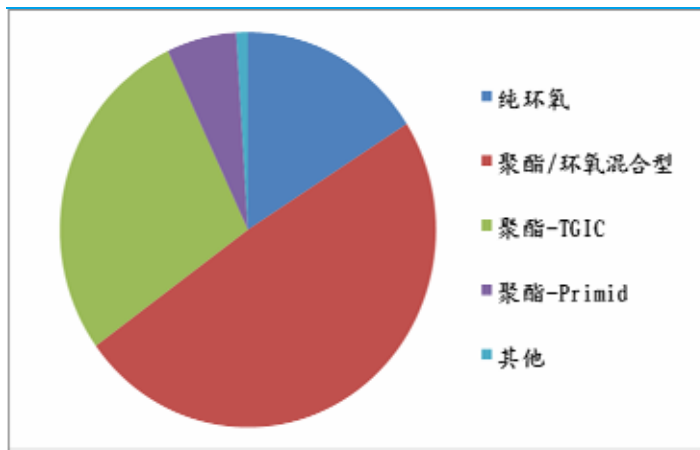
很大的提高，粉末涂料因其不用溶剂、无污染、节省能源和资源、减轻劳动强度和涂膜机械强度高等特点需求看好，预计 2010 年我国聚酯/环氧粉末涂料总量将达到 34 万吨，按照偏苯三酸酐占聚酯/环氧粉末涂料用量的 4%-6% 计算，消耗偏苯三酸酐 1.6 万吨。

图表18：粉末与溶剂型涂料部分性能特点比较

项目	粉末涂料涂装	溶剂型涂料涂装
一次涂装涂膜厚度/ μm	50-500	10-30
过喷涂料的回收利用	可以	不可以
涂膜性能	好	一般
溶剂带来的大气污染	没有	有
溶剂带来的火灾危险	没有	有
溶剂带来的毒性	没有	有
涂装劳动生产效率	高	一般
溶剂（能源）浪费	没有	有
涂料运输方便程度	方便	不方便
涂料的贮存	比较方便	不方便

来源：慧聪涂料网，中国化工学会涂料涂装专业委员会，国金证券研究所

图表19：我国粉末涂料品种结构



- 偏苯三酸酐及其下游偏苯三酸三酯（TOTM），还可作为无毒增塑剂，当今在国际上获得了充分的重视和发展。增塑剂是现在塑料工业最大的助剂品种，占到助剂总量的 60%，对塑料助剂需求最多的产品为 PVC，主要应用在电线电缆、地板墙纸和汽车等领域。
- 目前在国外，传统廉价的邻苯二甲酸酯类（DOP/DBP）增塑剂正逐渐被安全但价格相对较高的柠檬酸酯类、偏苯三酸类替代，如欧盟已启动相关法规，限制在 PVC 材料中使用邻苯类增塑剂，而国内由于价格原因，偏苯三酸类仍未大幅推广，目前在增塑剂中所占比例为 4%-5% 之间。未来随着对电线电缆耐热等级的提高、环保意识的增强以及 TOTM 生产成本的降低，TOTM 逐渐取代邻苯二甲酸酯类增塑剂是市场发展的趋势。预计 2010 年国内 TOTM 用量在 5 万吨，全球需求量在 45 万吨左右。

盈利预测与估值

- 主要假设
 - 公司期间费用率保持稳定；
 - 主要产品销售情况见销售预测表；
 - 所得税率维持 15%。
- 基于上述假设，我们预计公司 2010~2012 年主营业务收入分别为 1,256、1,476、1,855 百万元，归属于母公司净利润 55、64、82 百万元，每股收益 0.63、0.73、0.94 元。

图表20：可比公司估值情况

	股票代码	7月30日收盘价	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
浙江龙盛	600352.SH	11.19	0.66	0.85	1.00	16.87	13.16	11.20
德美化工	002054.SZ	20.07	0.85	1.04	1.35	23.61	19.36	14.90
沈阳化工	000698.SZ	8.20	0.39	0.56	0.81	20.84	14.76	10.11
闰土股份	002440.SZ	28.20	1.20	1.42	1.43	23.41	19.93	19.71
安诺其	300067.SZ	19.49	0.52	0.74	1.03	37.77	26.41	18.87
传化股份	002010.SZ	13.77	0.73	0.88	1.31	18.91	15.62	10.55
天龙集团	300063.SZ	25.58	0.64	0.84	1.07	39.97	30.63	23.91
乐通股份	002319.SZ	25.57	0.43	0.57	0.73	59.47	44.86	35.03
神剑股份	002361.SZ	23.73	0.65	0.77	0.98	36.51	30.82	24.21
平均						30.82	23.95	18.72
百川股份			0.623	0.801	1.096			

来源：国金证券研究所

- 目前国内尚没有同类上市公司，我们选取上述染料及油墨类化工企业作为比照，考虑到公司产品与上述公司的差异，给予公司 2010 年 20-22 倍 PE，合理区间为 12.60-13.86 元。
- 根据本年来中小板新进入化工类上市公司情况，结合目前市场状况，我们给予公司上市首日 33-36 倍 PE，价格区间为 20.79-22.68 元。

图表21：本年中小板化工类新股上市首日情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	上市首日开盘价(元)	上市首日涨跌幅%
002453.SZ	天马精化	2010-7-20	40.43	20.10	45.92
002450.SZ	康得新	2010-07-16	52.59	19.01	41.20
002442.SZ	龙星化工	2010-07-06	36.76	13.50	20.88
002440.SZ	闰土股份	2010-07-06	30.29	28.10	-5.13
002409.SZ	雅克科技	2010-05-25	46.88	30.56	8.83
002407.SZ	多氟多	2010-05-18	59.68	39.00	-5.03
002408.SZ	齐翔腾达	2010-05-18	43.10	26.88	-7.55
002391.SZ	长青股份	2010-4-16	50.00	76.10	45.10
002389.SZ	南洋科技	2010-4-13	50.85	89.00	172.67
002386.SZ	天原集团	2010-4-9	39.38	25.60	91.99
002382.SZ	蓝帆股份	2010-4-2	47.03	55.20	66.31
002360.SZ	同德化工	2010-3-3	32.85	35.90	62.18
			44.15		44.78

来源：聚源数据，国金证券研究所

风险提示

原材料价格大幅波动

- 报告期内，公司醋酸丁酯原材料成本占总成本的 90%以上。其主要原料中，正丁醇、偏三甲苯的生产源头是石油，冰醋酸的生产源头是煤，随着国际、国内市场原油、煤炭价格的大幅波动，公司主要原材料的价格也出现了不同程度的波动。虽公司可通过产品定价转移下游，原材料的大幅波动将对公司盈利的稳定性产生影响。

产品替代风险

- 公司主要业务集中在两个产品尤其是醋酸丁酯方面，若新型涂料添加剂、增塑剂产品的开发，同类功能产品的更新换代速度逐步加快，公司面临一定的产品被替代风险。

图表22：产品销售预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
醋酸丁酯						
平均售价 (元/吨)	11,395.67	10,476.43	6,737.81	7,800.00	8,400.00	8,800.00
增长率 (YOY)		-8.07%	-35.69%	15.76%	7.69%	4.76%
销售数量 (千吨)	103.02	97.60	134.78	130.00	135.00	140.00
增长率 (YOY)		-5.27%	38.10%	-3.55%	3.85%	3.70%
销售收入 (百万元)	1,174.03	1,022.47	908.15	1,014.00	1,134.00	1,232.00
增长率 (YOY)		-12.91%	-11.18%	11.65%	11.83%	8.64%
毛利率	6.68%	8.44%	12.90%	10.50%	9.50%	8.50%
销售成本 (百万元)	1,095.60	936.18	791.00	907.53	1,026.27	1,127.28
增长率 (YOY)		-14.55%	-15.51%	14.73%	13.08%	9.84%
毛利 (百万元)	78.43	86.30	117.15	106.47	107.73	104.72
增长率 (YOY)		10.04%	35.75%	-9.12%	1.18%	-2.79%
占总销售额比重	81.65%	82.11%	80.07%	80.76%	76.83%	66.42%
占主营业务利润比重	71.76%	85.42%	89.23%	86.65%	80.77%	63.13%
偏苯三酸酐						
平均售价 (元/吨)	15,666.97	15,897.36	11,411.27	12,400.00	12,800.00	13,200.00
增长率 (YOY)		1.47%	-28.22%	8.66%	3.23%	3.13%
销售数量 (千吨)	8.80	7.42	7.74	9.00	15.00	22.00
增长率 (YOY)		-15.77%	4.43%	16.22%	66.67%	46.67%
销售收入 (百万元)	137.93	117.89	88.37	111.60	192.00	290.40
增长率 (YOY)		-14.53%	-25.04%	26.29%	72.04%	51.25%
毛利率	16.31%	13.76%	13.21%	12.50%	12.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	115.44	101.66	76.69	97.65	168.96	255.55
增长率 (YOY)		-11.93%	-24.56%	27.32%	73.03%	51.25%
毛利 (百万元)	22.50	16.22	11.67	13.95	23.04	34.85
增长率 (YOY)		-27.90%	-28.04%	19.50%	65.16%	51.25%
占总销售额比重	9.59%	9.47%	7.79%	8.89%	13.01%	15.66%
占主营业务利润比重	20.59%	16.06%	8.89%	11.35%	17.27%	21.01%
偏苯三酸三辛酯						
平均售价 (元/吨)						15,200.00
增长率 (YOY)						
销售数量 (千吨)						12.00
增长率 (YOY)						
销售收入 (百万元)						182.40
增长率 (YOY)						
毛利率						13.00%
销售成本 (百万元)						158.69
增长率 (YOY)						
毛利 (百万元)						23.71
增长率 (YOY)						
占总销售额比重						9.83%
占主营业务利润比重						14.29%
其他						
销售收入 (百万元)	7.84	30.03	29.09	30.00	30.00	30.00
增长率 (YOY)		282.86%	-3.14%	3.13%	0.00%	0.00%
毛利率	75.28%	-5.39%	1.48%	1.50%	1.50%	1.50%
销售成本 (百万元)	1.94	31.65	28.66	29.55	29.55	29.55
增长率 (YOY)		1532.27%	-9.45%	3.11%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	5.90	-1.62	0.43	0.45	0.45	0.45
增长率 (YOY)		-127.41%	-126.60%	4.52%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.55%	2.41%	2.56%	2.39%	2.03%	1.62%
占主营业务利润比重	5.40%	-1.60%	0.33%	0.37%	0.34%	0.27%
贸易销售						
销售收入 (百万元)	118.16	74.87	108.56	100.00	120.00	120.00
增长率 (YOY)		-36.63%	44.99%	-7.88%	20.00%	0.00%
毛利率	2.08%	0.17%	1.88%	2.00%	1.80%	1.80%
销售成本 (百万元)	115.70	74.75	106.52	98.00	117.84	117.84
增长率 (YOY)		-35.40%	42.50%	-8.00%	20.24%	0.00%
毛利 (百万元)	2.46	0.13	2.04	2.00	2.16	2.16
增长率 (YOY)		-94.82%	1503.40%	-2.00%	8.00%	0.00%
占总销售额比重	8.22%	6.01%	9.57%	7.96%	8.13%	6.47%
占主营业务利润比重	0.18%	0.01%	0.20%	0.18%	0.16%	0.13%
销售总收入 (百万元)	1437.96	1245.26	1134.17	1255.60	1476.00	1854.80
销售总成本 (百万元)	1328.68	1144.24	1002.87	1132.73	1342.62	1688.91
毛利 (百万元)	109.28	101.03	131.30	122.87	133.38	165.89
平均毛利率	7.60%	8.11%	11.58%	9.79%	9.04%	8.94%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,438	1,245	1,134	1,256	1,476	1,855
增长率		-13.4%	-8.9%	10.7%	17.6%	25.7%
主营业务成本	-1,329	-1,144	-1,003	-1,133	-1,343	-1,689
% 销售收入	92.4%	91.9%	88.4%	90.2%	91.0%	91.1%
毛利	109	101	131	123	133	166
% 销售收入	7.6%	8.1%	11.6%	9.8%	9.0%	8.9%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-2	-3
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-29	-25	-27	-29	-32	-37
% 销售收入	2.0%	2.0%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%
管理费用	-7	-9	-21	-24	-25	-32
% 销售收入	0.5%	0.7%	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	71	66	82	68	74	94
% 销售收入	4.9%	5.3%	7.2%	5.4%	5.0%	5.1%
财务费用	-8	-18	-15	-2	3	4
% 销售收入	0.6%	1.4%	1.4%	0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	63	46	65	66	77	98
营业利润率	4.4%	3.7%	5.7%	5.3%	5.2%	5.3%
营业外收支	-1	-1	-2	-2	-2	-2
税前利润	62	45	63	65	76	97
利润率	4.3%	3.6%	5.6%	5.2%	5.1%	5.2%
所得税	-21	-11	-10	-10	-11	-15
所得税率	33.5%	25.1%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	41	33	53	55	64	82
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	33	53	55	64	82
净利率	2.9%	2.7%	4.7%	4.4%	4.3%	4.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	41	33	53	55	64	82
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	24	25	29	41	52
非经营收益	13	15	14	6	2	2
营运资金变动	-51	-40	-9	5	-15	-25
经营活动现金净流	18	31	83	95	92	111
资本开支	-41	-45	-34	-155	-61	-87
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-41	-45	-34	-156	-61	-87
股权募资	40	0	0	352	-13	0
债权募资	5	5	3	-199	0	1
其他	32	-3	-13	-4	0	0
筹资活动现金净流	78	2	-9	148	-13	1
现金净流量	55	-12	40	87	18	25

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	101	77	117	204	223	248
应收款项	77	76	109	91	107	134
存货	109	79	89	93	110	139
其他流动资产	25	14	23	25	29	36
流动资产	312	247	338	413	469	557
% 总资产	61.6%	51.7%	59.9%	54.1%	56.0%	58.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	181	194	191	313	332	366
% 总资产	35.7%	40.5%	33.8%	41.0%	39.7%	38.1%
无形资产	13	36	35	35	34	34
非流动资产	195	231	227	351	369	402
% 总资产	38.4%	48.3%	40.1%	45.9%	44.0%	41.9%
资产总计	506	478	564	764	837	958
短期借款	191	196	199	0	0	0
应付款项	152	92	126	114	135	170
其他流动负债	17	10	6	10	12	15
流动负债	360	298	332	124	147	185
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	360	298	332	124	147	186
普通股股东权益	146	180	233	640	690	773
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	506	478	564	764	837	958

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.469	0.380	0.601	0.628	0.731	0.936
每股净资产	2.225	2.733	3.535	7.286	7.864	8.801
每股经营现金净流	0.277	0.479	1.262	1.079	1.049	1.260
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.13%	18.56%	22.69%	8.61%	9.30%	10.64%
总资产收益率	8.13%	6.98%	9.35%	7.22%	7.67%	8.58%
投入资本收益率	14.02%	13.06%	15.85%	9.07%	9.06%	10.38%
增长率						
主营业务收入增长率	30.00%	-13.40%	-8.92%	10.71%	17.55%	25.66%
EBIT增长率	27.75%	-7.89%	24.73%	-16.51%	7.84%	28.37%
净利润增长率	45.55%	-18.96%	58.10%	4.43%	16.48%	28.07%
总资产增长率	-1.46%	-5.60%	18.06%	35.32%	9.63%	14.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	19.3	25.5	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	34.0	29.9	30.5	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	32.3	28.3	34.2	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	45.8	56.1	61.1	75.9	79.2	68.6
偿债能力						
净负债/股东权益	61.26%	66.19%	35.45%	-31.94%	-32.24%	-31.92%
EBIT利息保障倍数	8.8	3.7	5.3	35.6	-21.6	-25.3
资产负债率	71.09%	62.39%	58.79%	16.24%	17.53%	19.37%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室