

公司研究

新股研究

建议询价区间: 31.32-34.45 元

以间氨基为核心，一链三体的行业小龙头

——建新股份(300107)新股研究

核心观点

申购建议:

预计公司2010年和2011年全面摊薄每股收益为0.87元和1.40元。当前化工行业可比上市公司2010年平均市盈率为44倍，2011年平均市盈率为28倍。由于生产医药中间体的公司估值普遍较高，拉高了整体的估值水平，公司跨越染料、医药和造纸中间体三个行业，因此我们给予公司2010年40-44倍的PE，对应二级市场的合理价格为34.08元-38.28元之间，给予10%的折扣，建议一级市场询价区间为31.32元-34.45元。

主要依据:

1、公司属于精细化工行业。公司主营业务为苯系中间体产品的生产与销售，产品包括染料中间体、纤维中间体和医药中间体三个系列。

2、主要产品包括“间氨基”、“2,5 酸”、“间羟基”和“间氨基苯酚”等，其中，2,5 酸年产量5,000 吨，全球市场份额约为33%，间羟基年产量2,600吨，全球市场份额约为28%，以上两种产品市场占有率全球第一；间氨基年产量8,000 吨，主要自用生产下游产品，仅对国内市场销售1,200 吨左右，国内市场份额约为20%。

3、公司的核心竞争力之一在于产品质量指标全面领先。公司各项产品纯度相对较高，下游客户依赖度较大。其中普通品高于市场平均价格300-500元/吨，有些精制品在国内尚无其他企业可以生产。

4、公司的核心竞争力之二在于发展循环经济的成本优势。公司通过技术革新、延伸产业链、副产物的综合利用以及余热回收等方式降低综合成本，提高整体毛利率水平。各项产品成本优势在1000-1700元。

风险提示:

1、汇兑损失风险：公司产品外销比例占到30%，人民币升值不仅加大产品出口难度，还会给公司造成一定的汇兑损失。

2、新市场拓展的风险：公司目前主要下游是染料行业，通过募投项目公司进入医药行业和造纸行业，在市场开拓方面存在风险。

基础数据

发行前总股本(万股)	5000.00
发行股本(万股)	1690.00
总市值(亿元)	--
总资产(亿元)	1.76
发行前每股净资产(元)	2.80
建议询价区间(元)	31.32-34.45

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	232	313	727	977
同比增速(%)	-10%	35%	48%	56%
净利润(百万)	42	58	94	133
同比增速(%)	89%	38%	61%	42%
EPS(元)	0.63	0.87	1.40	1.99

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	河北建新化工股份有限公司
公司简称	建新股份
发行地	深圳
发行日期	2010-08-09
申购代码	300107
发行股数（万股）	1690
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本（万股）	6690
每股盈利（2009 年）	0.84
发行后全面摊薄每股收益（2009 年）	0.63
发行前每股净资产（元）	2.80

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司基本情况

公司属于精细化工行业。公司主营业务为苯系中间体产品的生产与销售，产品包括染料中间体、纤维中间体和医药中间体三个系列。

主要产品包括“间氨基”、“2,5 酸”、“间羟基”和“间氨基苯酚”等，其中，2,5 酸年产量 5,000 吨，全球市场份额约为 33%，间羟基年产量 2,600 吨，全球市场份额约为 28%，以上两种产品市场占有率全球第一；间氨基年产量 8,000 吨，主要自用生产下游产品，仅对国内市场销售 1,200 吨左右，国内市场份额约为 20%。公司产品的下游行业主要为造纸、染料、医药等行业。

公司 2009 年营业收入 2.3 亿元，其中 56%的收入来源于间羟基，28%来源于二五酸，12%来源于间氨基；毛利 7600 万元，其中，32%来源于间羟基，33%来源于二五酸，34%来源于间氨基。

表 2: 公司主要产品下游应用领域

类别	产品名称	应用领域
	间氨基	主要用于生产其他化学中间体（精细化工）、酸性染料（纺织印染）
染料中间体	2,5 酸	主要用于生产荧光增白剂（造纸、日化）、活性染料（纺织印染）、电子化学品（电子）
	间羟基	主要用于生产阳离子染料、荧光染料、造纸成色剂（造纸）、食品添加剂（食品）
	间氨基苯酚	主要用于生产造纸成色剂（造纸）、分散染料（纺织印染、日化）、显影剂（感光材料）
医药中间体	间氨基苯酚	主要用于生产除草剂（农药）、抗结核病药
纤维中间体	3,3'-二硝基二苯砷	主要用于生产高技术纤维芳砷纶的单体材料 3,3'-二氨基二苯砷（纺织纤维、绝缘材料）

数据来源：招股说明书 国都证券

3 公司竞争优势分析

3.1 产品质量指标全面领先

有机物的反应，异构体的控制和产品提纯对下游产品影响很大。公司这方面优势明显，产品质量处于行业领先水平，特别是主要产品的高端品在国际上仅有个别厂家生产，

且用途不可替代。质量的领先使得市场对公司产品的需求具有一定刚性。

在普通品方面，目前公司间氨基普通品销售价格比市场平均价高 300 元/吨左右；2,5 酸比市场平均价高 300 元/吨左右；间羟基比市场平均价高 500 元/吨左右。在精品方面，公司质量指标相对较高，或者在国内尚无其他企业可以生产。

3.2 发展循环经济的综合成本优势

公司通过技术革新、延伸产业链达到副产物的综合利用和积极利用反应残余物来开发新产品，降低综合成本，从而获得较高的毛利率。

公司利用间氨基生产过程所产生的固体碱类废弃物，深加工生产出的精制“3,3’-二硝基二苯砒”产品，生产成本仅为合成工艺生产成本的 20%，可以完全替代合成方式生产的该产品。

在氯乙烷生产过程中，将低浓度废酸全部回用到生产过程，仅此一项影响间羟基的成本降低 350 元/吨。

在间羟基生产过程中，产生大量的余热，公司在烟囱和烟道出口间加装了一台 1 吨废热锅炉，热空气先进行热交换把烟气热能转化为蒸汽，蒸汽回用到生产过程。此项改造每年可回收相当于一台 1 吨中压锅炉的热能，年节约工业用煤 1,000 余吨（发热量 5,200 大卡）。

表 3：公司成本优势

产品	延伸加工成本优势	技术革新成本优势	总成本优势
间氨基（母核产品）	--	1,000	1,000
2,5 酸（二级产品）	700	400	1,100
间羟基（二级产品）	1,000	700	1,700

数据来源：招股说明书 国都证券

4、募集资金投向

募集资金投资的项目为公司现有产品升级、产能扩大以及以公司核心技术为基础开发的新产品生产项目。

公司原有产品销售结构中，以染料中间体产品为主，医药中间体和纤维中间体产品占比很小。公司此次募集资金投资项目拟在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，为公司开辟新的利润增长点。

表 4：募投项目之一用于现有产品的产能扩增

产品名称	现有产能 (吨/年)	新增产能 (吨/年)	产能 扩张比率	现有 市场份额	项目建成后预计市 场份额*
2,5 酸	5,000	4,000	80%	33%	47%
间羟基	2,600	2,000	77%	28%	40%

数据来源：招股说明书 国都证券

表 5：募投项目之二用于新市场的开发

产品名称	现有产能 (吨/年)	新增产能 (吨/年)	下游产品	下游产品应用行业
间氨基苯酚	500	2,000	结核病用药	医药行业
			甜菜除草剂	农药行业
			造纸成色剂	造纸行业
			分散染料	纺织印染行业

3,3'-二氨基二苯砷	0	500	有机耐高温纤维	纺织纤维行业
4,4'-二氨基二苯砷	0	1,000		

数据来源：招股说明书 国都证券

表 6：公司募投项目及资金

序号	项目名称	项目备案编号	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	沧渤经备字[2009]003 号	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	沧渤经备字[2009]093 号	9,430.86	9,430.86
3	年产 500 吨 3,3'-二氨基二苯砷和年产 1,000 吨 4,4'-二氨基二苯砷项目	沧渤经备字[2009]094 号	7,883.57	7,883.57
4	其他与主营业务相关的营运资金	--	XXX	XXX
合 计		--	XXX	XXX

数据来源：招股说明书 国都证券

5、盈利预测

表 7：盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	232	313	463	723
营业收入	232	313	463	723
营业总成本	183	244	352	566
营业成本	156	216	313	505
营业税金及附加	1	1	2	3
销售费用	5	6	9	14
管理费用	18	19	29	45
财务费用	2	2	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
其他经营收益				
公允价值变动收益				
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	49	68	110	157
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	50	68	110	157
减：所得税	8	10	17	24
净利润	42	58	94	133
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	58	94	133
全面摊薄每股收益(元)	0.63	0.87	1.40	1.99

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年稀释后每股收益为 0.87 元、1.40 元、1.99 元，三年复合增长率为 47%。

公司属于精细化工行业，包括染料中间体、医药中间体和造纸中间体。我们选取九

九久、联化科技、永太科技等做医药中间体的公司和奥克股份、三聚环保、安诺其等精细化工公司作为可比公司。

按照 2010 年 8 月 3 日收盘价，可比公司 2010 年的平均动态市盈率为 44 倍，2011 年的平均动态市盈率为 28 倍，由于生产医药中间体的公司估值普遍较高，拉高了整体的估值水平，其他专用化学品类公司的估值在 26-36 之间，综合考虑公司所处的三个细分行业，2010 年公司的合理市盈率为 40-44 倍，对应二级市场的合理价格为 34.80 元-38.28 元之间，给予 10% 的折扣，建议一级市场询价区间为 31.32 元-34.45 元。

表 7：可比上市公司估值比较

代码	名称	股价 08-03	2009	EPS (元/股)			2009	PE			2012
				2010	2011	2012		2010	2011	2012	
002411	九九久	40.2	0.47	0.83	1.12	1.65	86	48	36		24
002250	联化科技	29.65	0.53	0.83	1.19	1.56	56	36	25		19
002326	永太科技	49.59	0.43	0.68	1.51	2.06	115	73	33		24
300072	三聚环保	38.2	0.52	0.79	1.31	1.76	73	48	29		22
300067	安诺其	19.65	0.43	0.75	1.04	1.2	46	26	19		16
300082	奥克股份	73.72	1.55	2.16	3.11	4.08	48	34	24		18
	平均						71	44	28		21

数据来源：国都证券

7、风险提示

汇兑损失：公司出口收入占总收入的 30%，且主要以美元报价和结算，人民币的升值将直接影响产品的国际市场竞争力和公司的汇兑损失。

新市场拓展的风险：公司目前主要下游是染料行业，通过募投项目公司进入医药行业和造纸行业，在市场开拓方面可能存在风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			