

一链三体助推企业发展

建新股份

定价区间 33.1-36.8 元

新股定价报告

2010年8月4日 星期三

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
执业证书编号: S0630208120082

联系人: 刘刚
021-50586660-8627
联系人: 吴明
021-50586660-8625
顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

价值分析

□ 公司是国际领先的高级中间体的生产企业

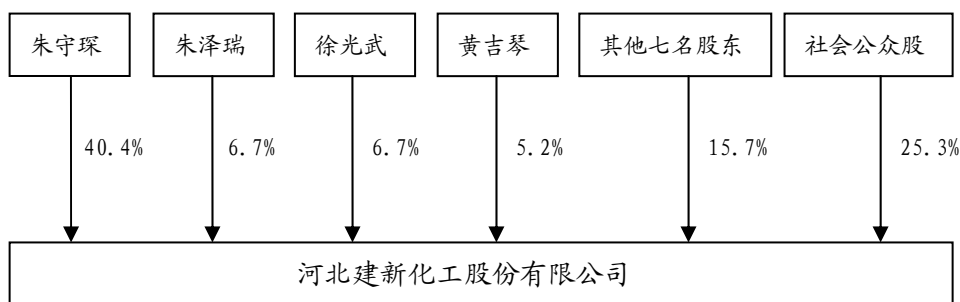
建新股份是国内精细化工领域的优势企业,主要从事染料中间体、纤维中间体和医药中间体的生产和销售。公司以“间氨基”产品为母核产品,向下游产业链积极延伸,生产“2,5 酸”、“间羟基”、“间氨基苯酚”等染料中间体和医药中间体,并对生产过程中产生的固体废弃物深加工,研发生产“3,3'-二硝基二苯砒”和“4,4'-二硝基二苯砒”等纤维中间体,基本形成了“一链三体”业务格局。

公司凭借自身突出的技术研发能力和规模优势,既提升产品议价能力,也降低产品生产成本,其盈利能力明显高于行业平均水平。其主营产品 2,5 酸和间羟基的生产规模和市场占有率均居国际第一。目前公司拥有间氨基年产能 8000 吨(其中外销 1200 吨),2,5 酸年产能 5000 吨,间羟基年产能 2600 吨。

□ 公司股权分析

公司的控股股东和实际发行人为朱守琛先生,持有本公司股份 2700 万股,占本次发行前总股本的 54%。在 11 名发起人中朱氏家族成员为 7 名,合计持有发行前总股本的 90%。本次拟公开发行社会公众股 1690 万股,占公开发行后总股本的 25.26%,发行后总股本为 6690 万股。

图 1 建新股份发行后股权结构图



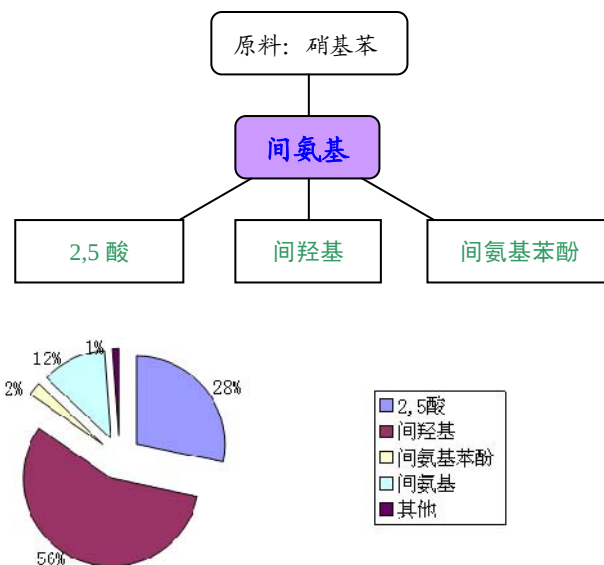
资料来源:招股意向书,东海证券研究所整理

□ 主营业务分析

1. 公司主营业务构成

公司目前主营业务为苯系中间体产品的生产与销售,以间氨基为母核,向下延伸生产 2,5 酸、间羟基、间氨基苯酚,其中间氨基主要被公司自用于下游产品的生产,2,5 酸、间羟基两大产品占到总销售收入 80% 以上。

图 2 公司主营产品销售收入占比



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

2. 全球第一市场份额及毛利率显著增长

公司通过技术壁垒以及掌握高量产咽喉产品“间氨基”，在全球市场占领绝对优势，目前主营产品间氨基、2,5酸、间羟基的全球市场份额分别为23%、33%、28%。

公司主要产品均属产业链中高级中间体阶段，靠近下游终端产品，从而带来较高的产品附加值；并且公司通过改进生产技术，降低生产成本，近三年来毛利率持续增长。近三年主营业务综合毛利率分别为14.03%、22.84%、32.45%。

表 1 主营产品历年毛利率分析

产品		2007	2008	2009
间氨基	销售成本（/吨）	10085.55	12812.31	8175.41
	平均售价	11481.99	14371.91	12493.88
	毛利率	11.14%	11.55%	34.15%
2,5 酸	销售成本（/吨）	11988.49	18161.35	10131.63
	平均售价	14749.89	24873.11	15118.28
	毛利率	18.55%	27.24%	33.16%
间羟基	销售成本（/吨）	30169.05	37552.06	28496.81
	平均售价	34074.77	45476.86	42350.83
	毛利率	10.65%	19.44%	32.26%

（间氨基外销较少，间氨基苯酚09年之前只为试生产阶段，未纳入统计）

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

公司产业链延伸广泛，下游产品众多。荧光增白剂、活性染料、碱性玫瑰精、阳离子染料、甜菜除草剂等均为公司主营产品的下游，由于公司在产业链中具有较大的竞争优势，公司的产品供不应求，产能利用率维持在较高水平。

表 2 主营业务产品产销情况

产品		2007 年	2008 年	2009 年
间氨基	产能(吨)	7500	8000	8000
	产能利用率	112.69%	103.48%	115.09%
	销量(吨)	1976.54	1914.94	2186.15
2,5 酸	产能(吨)	5000	5000	5000
	产能利用率	108.87%	108.80%	92.76%
	销量(吨)	5687.5	5419.28	4311.31
间羟基	产能(吨)	2200	2200	2600
	产能利用率	94.01%	82.42%	116.37%
	销量(吨)	2180.16	1845.18	3079.29

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

公司采用同时进军国内外市场战略，销售区域上间羟基以内销为主，2,5 酸以外销为主，避免单一市场所存在的风险

表 3 主营业务产品内外销售比例

	产品	2007	2008	2009
内销占全销	2,5 酸	22.5%	21.69%	33.75%
售收入比例	间羟基	76.77%	80.10%	83.02%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

□ 核心优势分析

1. 技术优势明显，扼住产业咽喉

精细化工行业的生产对技术的要求较高，特别高级中间体的生产技术往往只掌握在少数公司手上，因而掌握关键性的技术才可能拥有竞争优势。

公司拥有一链三体的母核产品“间氨基”的核心生产技术，降低了外来竞争者进入该行业的可能性。更为重要的是，该技术掌握了一链三体的咽喉，在国家不再审批原有铁粉还原工艺产能的情况下，该技术能够使公司不断扩张市场份额。该技术使公司间氨基成本降低 800-1000 元/吨，并且提升了产品质量。通过开发产业链下游产品，间氨基的成本优势也延伸到下游产品，提高了产品竞争优势，同时不断工艺革新，降低下游产品生产升本。

表 4 产品成本优势

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		1000	1000
2,5 酸	700	400	1100
间羟基	1000	700	1700

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

在精细化工领域，原料的质量和稳定性对于下游产品质量和生产成本至关重要。公司通过持续技术创新，在加氢还原、异构体控制、提纯等方面技术上已到达行业领先水平，产品质量优势明显，下游客户已形成一定的粘性，产品的销售价格高出市场平均水平 300-500 元/吨。同时企业通过技术创新对原有产品深加工，开发高附加值产品，提升了产品的盈利能力。

表 5 公司产品纯度和行业平均水平的比较

纯度	本公司		行业	
	普通品	精制品	普通品	精制品
间氨基	70%以上	98.5%以上	68%以上	无生产
2,5 酸	90%以上	98.5%以上	88%以上	无生产
间羟基	99.3%	99.7%以上	99%以上	99.5%以上
3,3'-二硝基二苯砒	94%以上	无生产	92%以上	无生产

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

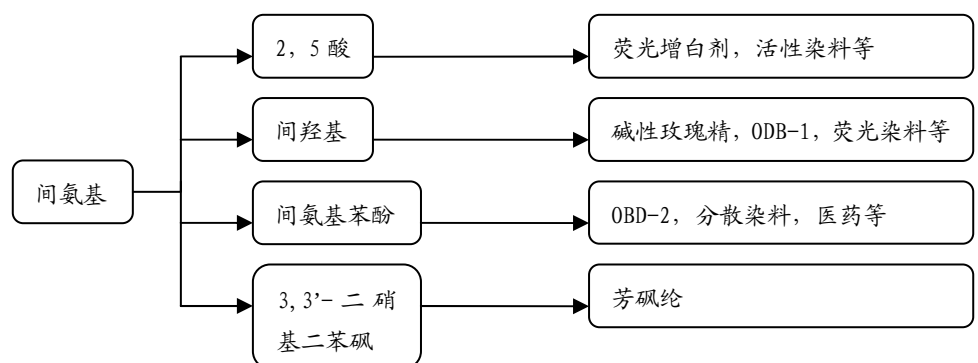
值得一提的是，企业通过对生产过程中产生的固体砒类废弃物的深加工，生产出了精制 3,3'-二硝基二苯砒产品，成本仅为目前主流工艺成本的 20%，不仅为企业开辟了新的利润增长点，同时为企业发展循环经济开辟了新的途径。

除了在生产技术上具有领先优势，环保技术上的优势地位也形成较高的进入壁垒，确保企业在行业中的领先地位。

2. 产业链延伸提升企业竞争力

本次公司公开发行股票所募集的资金主要用于已有产品 2,5 酸、间羟基和间氨基苯酚的扩产和新产品的生产。公司目前间氨基、2,5 酸、间羟基的市场占有率皆达到了国际第一，通过募集资金开发下游产品，延伸和完善公司产业链，不仅可以发挥产业链源头间氨基的成本优势，开发新的利润增长点，还可以有效抵御单一行业的系统风险和区域市场风险。由于公司产品下游需求非常分散，从而使公司的抗风险能力大大增强。同时不同产品的消费市场不同，2,5 酸主要用于欧洲，美国市场，而间羟基用于国内生产，这种消费结构可以有效分散区域需求的巨变对企业盈利能力的影响。

图 3 公司主营产品的下游需求领域



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

3. 规模优势增强企业议价能力

目前公司的主营产品国际市场占有率都达到 20%以上，而国内市场均达到 50%以上。高市场占有率带来的是对上游极强的议价能力。目前上游原料是硝基苯，而硝基苯的生产厂家多而散，市场占有率低，定价能力不强，由于公司用量较大，从而具有较强的原材料采购议价能力。由于精细化工产品通常采用“专家采购模式”，选择产品时，不仅要考虑价格，而且还要考虑质量和可持续供货能力，由于公司产品不仅质量较高，而且产量是竞争对手的数倍，具有极强的持续供货能力，在与下游采购企业议价时，能够维持较高的价格。

表 6 公司主营产品全球和国内市场占有率

产品	全球市场占有率	国内市场占有率
间氨基	23%	20%
2, 5 酸	33%	77%
间羟基	28%	57%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

另外企业的规模优势还体现于单位产品固定摊销成本和单位废水处理成本的降低，这都提升了企业的竞争优势。

□ 风险分析

由于公司已经占据较高市场份额，在募投项目投产后带来较大的产能释放（原主营产品产能增长近1倍），消化新增产能不仅需要下游产业的需要增长来拉动，还需要继续扩大市场占有率，这可能带来一定毛利率降低的风险。

新增下游产业链产品的投建、产出以及成熟的销售需要一定时间，可能短期内不能贡献较大盈利增长。

在国际市场上，汇率和进出口政策的变动也将公司带来一定风险。

□ 募投项目介绍

本次发行募集资金主要用于三个项目建设，其中有两个项目是关于投建新下游产品，增长公司产业链，有利于消化主营产品产能和获取更高附加值。

表 7 募投项目列表

单位：万元

序号	项目名称	备注
1	年产4000吨2,5酸、年产2000吨间羟基、年产5000吨氯乙烷配套项目	2,5酸、间羟基原产能分别为5000吨、2600吨
2	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	造纸成色剂分为ODB-1和ODB-2各500吨，间氨基苯酚原产500吨
3	年产500吨3,3'-二氨基二苯砜和年产1000吨4,4'-二氨基二苯砜	属纤维中间体，公司将砜类固体废弃物回收利用做原料

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

消化公司原有两大主营产品2,5酸和间羟基的新增产能，需要在技术壁垒及环保要求的压力下占领更多市场份额，以及下游产业的固有增长；同时也为延伸更长产业链的下游产品提供原料。

年产1000吨造纸成色剂为间羟基和间氨基苯酚的下游，能一定程度消化两种原料的产能扩充；且造纸成色剂和二氨基二苯砜系列均为高附加值高毛利产品（毛利预计均在30%以上）。通过一段时间的投建和逐步的产能释放相信会给公司产品结构中带来新的增长点与更高的综合毛利率。

二氨基二苯砜系列下游高质量纤维产品用途广泛、需求旺盛，且公司利用原有生产工艺中副产品固废回收利用，仅有传统合成工艺生产成本的20%，又将带来高毛利的新型下游产品。

□ 假设及盈利预测

我们认为公司将保持平稳增长，未来将受益募投项目的投产，业绩会快速增长。预计公司 2010 和 2011 年的 EPS 分别为 0.92 元和 1.24 元；我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010 年 36-40 倍的市盈率较为合理，合理

的价格为 33.12-36.8 元。

预测和比率

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万）	257.8	232.1	304.97	444.2
主营收入增长率	36.6%	-10.0%	31.4%	45.7%
净利润（百万）	22.2	42.1	61.4	83.28
净利润增长率	109.2%	89.3%	45.8%	35.6%
EPS（元）	0.33	0.63	0.92	1.24

资料来源：东海证券研究所（注：EPS 都按照发行后 6690 万股股本计算）

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 宏达新材, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 金发科技, 硅宝科技。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122