

建新股份：染料中间体精细化工新秀

新股分析报告

报告关键点：

- 环保政策巩固公司龙头地位
- 以间氨基为核心拓展产业链
- 合理价值区间为27-31.5元

报告摘要：

- 公司主营业务为苯系中间体：以对未来行业发展起“基础性原料”作用的“间氨基”产品为母核，向下游延伸生产2,5酸、间羟基、间氨基苯酚、硝基磺四个产品。本次拟公开发行1,690万股，约占公开发行后总股本的25.26%。
- 加氢还原技术构建环保壁垒：公司在间氨基产品上的核心优势来源于国家对产业结构的调整。根据国家《产业结构调整指导目录（征求意见稿）》2005版和2007版，“铁粉还原法”是截止2008年底必须淘汰的生产工艺。且该政策的执行力度较强，新增产能采用铁粉还原工艺不再审批。2008年公司与浙江工业大学合作开发了“催化加氢还原法”，并申请了专利和签订了排他性协议，是目前全球唯一掌握该项可实现产业化应用工艺的公司。随着国家环保力度的加大，高污染的中间体行业受到了很大影响。目前公司国内、国际竞争对手已受到环保政策的明显影响，开工率得不到保障。竞争对手的退出，给公司腾出了较大的市场空间。
- 以间氨基为核心拓展产业链：间氨基是2,5酸、间羟基、间氨基苯酚、作为循环利用产物的二苯磺及募投新产品造纸成色剂（ODB-1和ODB-2）、纤维中间体（3,3'-二氨基二苯磺、4,4'-二氨基二苯磺）的最基本原材料。没有间氨基的成本优势，就没有整个产业链的综合成本优势。公司间氨基、2,5酸、间羟基的市占率已名列全球第一，规模经济优势非常明显。
- 盈利预测与估值：我们给予公司30-35倍PE，按照2009年摊薄EPS 0.63元，建议询价区间为18.9-22.05元。预测2010公司摊薄计算的EPS为0.91元，公司的合理价值区间为27-31.5元。
- 风险提示：环保风险，毛利率下滑风险。

建议询价区间：

18.90 - 22.05 元

上市首日定价区间：

27.00 - 31.50 元

报告日期： 2010-08-01

发行数据

总股本(万股)	5,000
发行数量(万股)	1,690
网下发行(万股)	338
网上发行(万股)	1,352
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2010-08-09
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

朱守琛	54.00%
朱泽瑞	9.00%
徐光武	9.00%
黄吉琴	7.00%
黄吉芬	5.00%
刘凤旭	4.00%
崔克云	4.00%
陈德金	2.00%
朱秀全	2.00%
陈学为	2.00%

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	助理行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

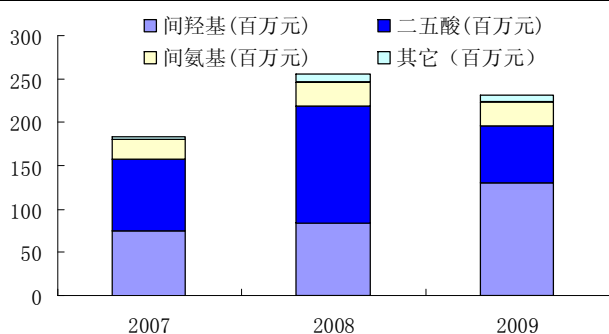
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	257.8	232.1	317.8	447.1	685.3
Growth(%)	36.6%	-10.0%	36.9%	40.7%	53.3%
净利润	22.3	42.1	61.1	93.3	142.4
Growth(%)	109.2%	88.9%	45.3%	52.8%	52.5%
毛利率(%)	23.3%	32.7%	26.0%	27.8%	27.7%
净利润率(%)	8.6%	18.1%	19.2%	20.9%	20.8%
每股收益(元)	0.33	0.63	0.91	1.40	2.13
每股净资产(元)	1.46	2.09	10.10	11.14	12.74
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	22.8%	30.1%	9.0%	12.5%	16.7%
ROIC(%)	22.5%	30.4%	35.4%	25.9%	37.5%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

1. 公司简介

1.1. 基本情况

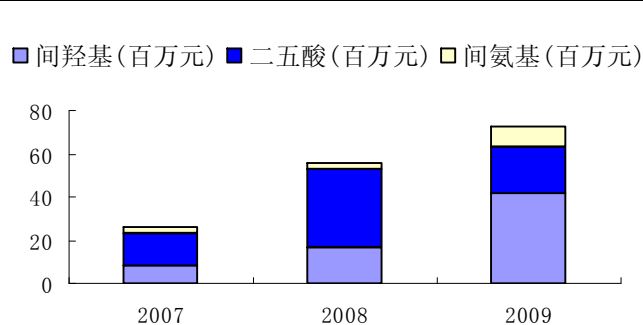
公司属于精细化工行业中的中间体子行业，是国家政策鼓励发展的行业。目前，公司主营业务为苯系中间体，以对未来行业发展起“基础性原料”作用的“间氨基”产品为母核，向下游延伸生产 2,5 酸、间羟基、间氨基苯酚、硝基磺四个产品。公司核心产品的各项技术指标均达到行业领先水平，产品远销欧、美、日、韩、台湾、香港等十几个国家和地区。其中，间氨基年产量为 8,000 吨，全球市场份额约为 23%，2,5 酸年产量 5,000 吨，全球市场份额约为 33%，间羟基年产量 2,600 吨，全球市场份额约为 28%，三类主要产品市场占有率均居全球第一。

图1：主营业务收入构成



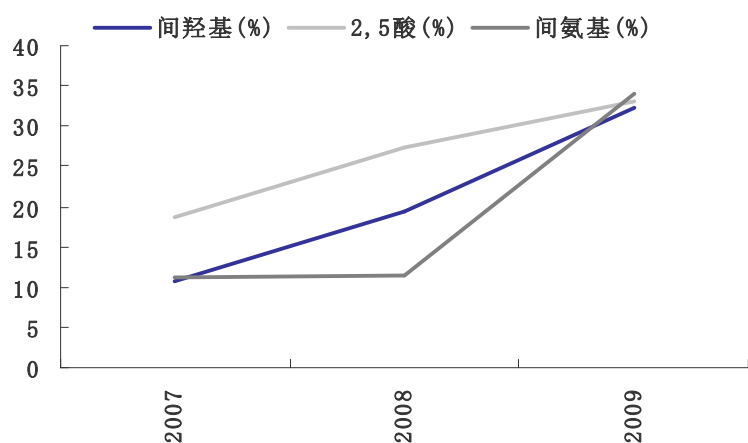
数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图2：主营业务利润构成



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图3：各项业务毛利率

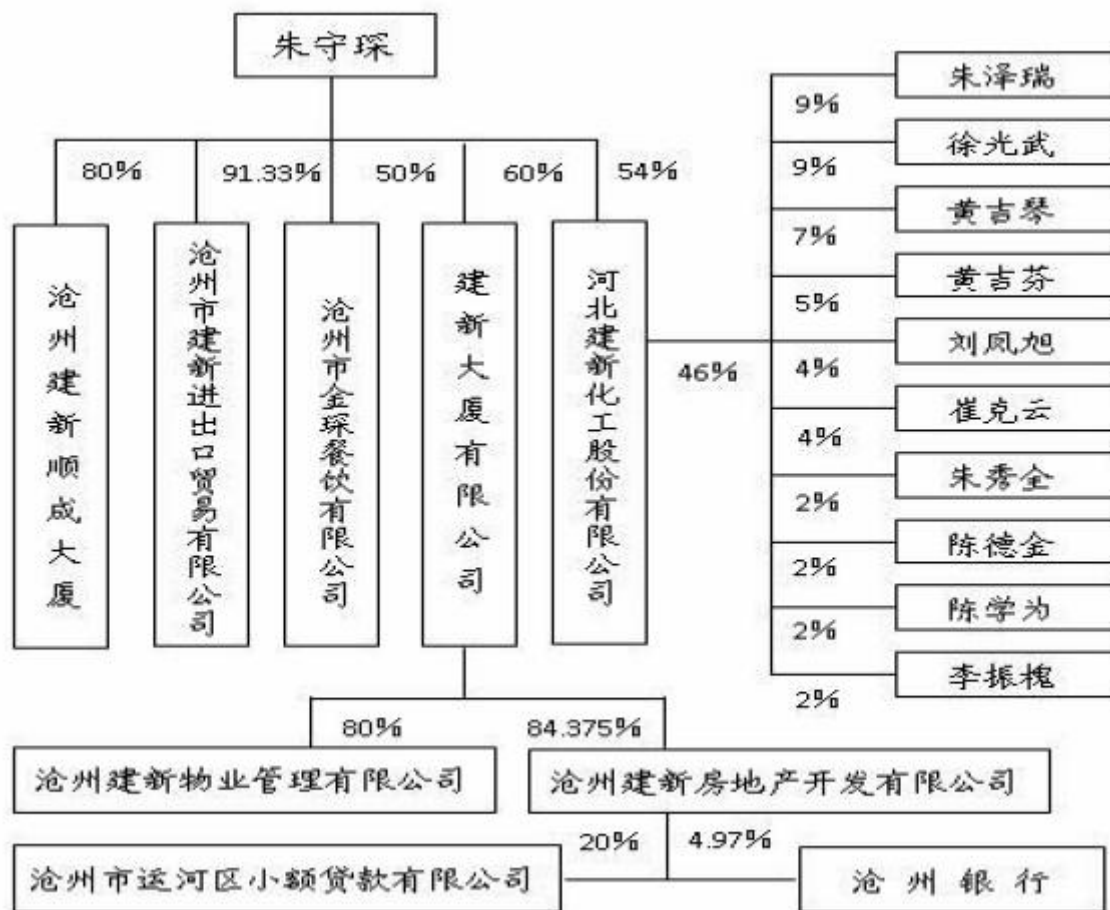


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

1.2. 股权结构

公司的控股股东和实际控制人为朱守琛先生，持有本公司股份2,700万股，占本次公开发行前总股本的54%。公司其余股本为10个自然人持有。本次拟公开发行1,690万股，约占公开发行后总股本的25.26%。

图 4：公司股权结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2. 主营业务分析

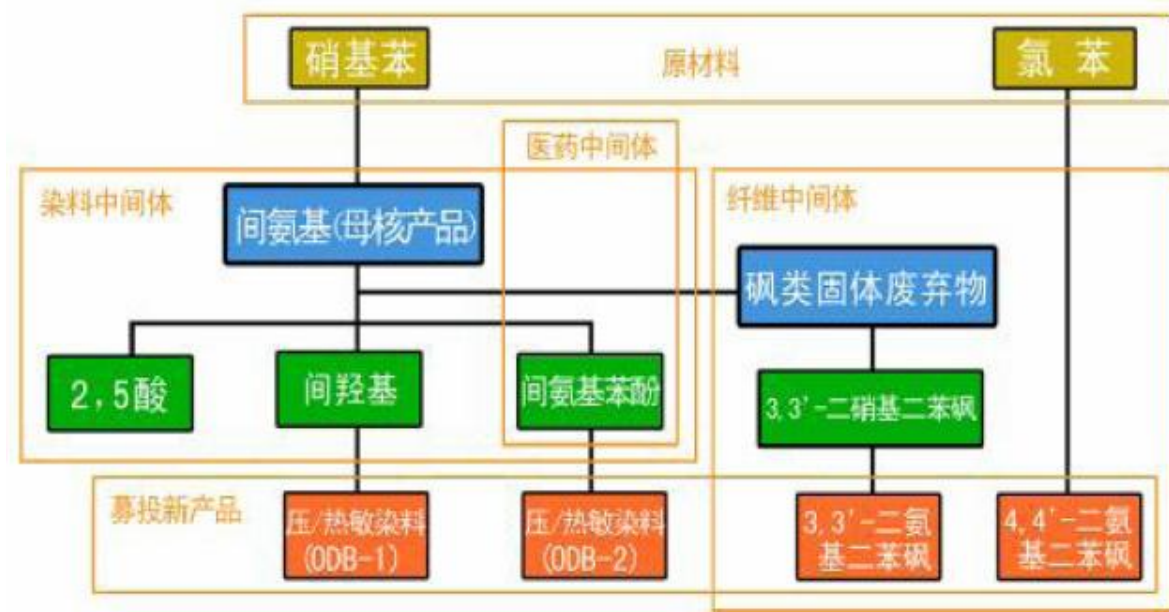
中间体泛指有机合成过程中得到的各种中间产物，它们是以来自煤化工和石油化工的基础化学品为基本原料，通过一系列有机合成单元过程而制得。中间体的主要作用是继续生产精细化工产品。中间体行业是随着社会分工的深入与生产技术的进步产生的，早期的染料、医药、农药企业逐渐将中间体交给化工企业生产，提高了生产效率。随着精细化工的发展，中间体产业也迅猛发展，基本上只要精细化工产品存在的领域，都有中间体的身影。在行业发展的早期，我国只能生产少数较为基础的中间体产品，产量也无法满足国内需要。随着近年国家对精细化工发展的大力支持，我国中间体产业从科研开发到生产销售已形成一套较完整的体系，可以生产医药中间体、染料中间体、农药中间体等36个大类，4万多种中间体，除满足国内需求外，还大量出口到世界30多个国家和地区。

公司属于精细化工行业中的中间体子行业，主营业务为苯系中间体。间氨基年产量为8,000吨，全球市场份额约为23%，2,5 酸年产量5,000吨，全球市场份额约为33%，间羧基年产量2,600吨，全球市场份额约为28%，三类主要产品市场占有率均居全球第一。公司在间氨基的基础上延伸开发了间氨基苯酚新产品，并开始小批量生产，该产品是重要的医药中间体和染料中间体，未来该产品将成为公司主要产品之一。公司通过对间氨基生产过程中产生的含砒固体废弃物进行深加工，开发生产了3,3'-二硝基二苯砒产品，实现了固体废弃物的循环利用。该产品是一种新型纤维中间体，主要用于合成氨基砒进而合成芳砒纶，未来该产品将成为公司主要产品之一。

表1: 公司主要产品的基本情况

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）
	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）
染料中间体	间羟基	主要用于生产阳离子染料、荧光染料（造纸、纺织印染、特种涂料）、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（医药）
纤维中间体	3,3'-二硝基二苯砒	主要用于生产高技术纤维芳砒纶的单体材料 3,3'-二氨基二苯砒（纺织纤维、绝缘材料）

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图5: 公司产业链结构如下图所示


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2.1. 间氨基：公司业务核心

2.1.1. 加氢还原技术构筑环保壁垒

公司的业务布局是以“间氨基”产品为核心，发展2,5酸、间羟基、间氨基苯酚、硝基砒四个下游产品，使得公司整个产业链上的所有产品广泛分布于染料中间体、医药中间体、纤维中间体领域。

公司在间氨基产品上的核心优势来源于国家对产业结构的调整。目前生产间氨基产品的主要技术有两种，分别是“铁粉还原法”和“催化加氢还原法”。根据国家《产业结构调整指导目录（征求意见稿）》2005版和2007版，“铁粉还原法”是截止2008年底前必须淘汰的生产工艺。且该政策的执行力度较强，新增产能采用铁粉还原工艺不再审

批。2008年公司与浙江工业大学合作开发了“催化加氢还原法”，并申请了专利和签订了排他性协议，是目前全球唯一掌握该项可实现产业化应用工艺的公司。

随着国家环保力度的加大，高污染的中间体行业受到了很大影响。目前公司国内、国际（主要为印度）竞争对手已受到环保政策的明显影响，生产线开开停停，开工率得不到保障。竞争对手的退出，给公司腾出了较大的市场空间。由于铁粉还原法受国家政策限制，竞争对手无法扩张产能，同时也面临难以保持开工率的状况。因此未来在间氨基的生产上，公司将继续保持龙头地位。

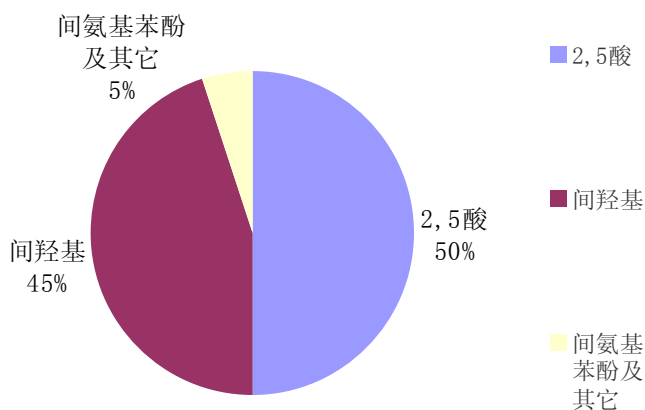
公司抓住了产业链最关键的“咽喉”环节，间氨基是2,5酸、间羟基、间氨基苯酚、作为循环利用产物的二苯砷及募投新产品造纸成色剂（ODB-1和ODB-2）、纤维中间体（3,3'-二氨基二苯砷、4,4'-二氨基二苯砷）的最基本原材料。没有间氨基的成本优势，就没有整个产业链的综合成本优势。而在行业中，催化加氢还原工艺将使公司间氨基成本降低800-1,000元/吨，约降低成本10%，将使间氨基毛利率显著提高。更重要的是提高了间氨基的产品质量，为公司向高毛利率、高附加值领域进军打下了坚实基础。

2.1.2. 竞争对手退出及下游需求增长

由于铁粉还原法企业在生产成本以及环保政策上的诸多压力，逐步退出生产领域已经成为目前行业内的趋势。随着该类企业的退出，也意味着其丧失了下游2,5酸、间羟基、间氨基苯酚、造纸成色剂、医药中间体、农药中间体等所有下游产品的主动权，无论竞争对手将来从事该产业链的哪一个环节，都意味着必须外购间氨基。

间氨基下游产品广泛用于生产酸性染料和活性染料。部分投资者认为染料行业产能已过剩，行业增速将减缓，但染料行业的产能过剩，只是分散染料的产能过剩，酸性染料和活性染料并不过剩。酸性染料为染料中的高端品种，主要用于毛、丝等蛋白质纤维和聚酰胺纤维的染色和印花，也可用于皮革、墨水、造纸、和化妆品的着色及食用色素，自然增长率15%以上。活性染料主要用于棉、麻、粘胶纤维等纤维素纤维和毛、丝等蛋白质纤维的染色和印花，为染料中发展最快的品种，有逐步替代其他棉用染料的趋势，为未来染料发展方向。因此，间氨基的需求并不受制于染料行业产能过剩，相反伴随着产业升级，市场份额能够获得进一步提升。

图6：公司间氨基下游需求



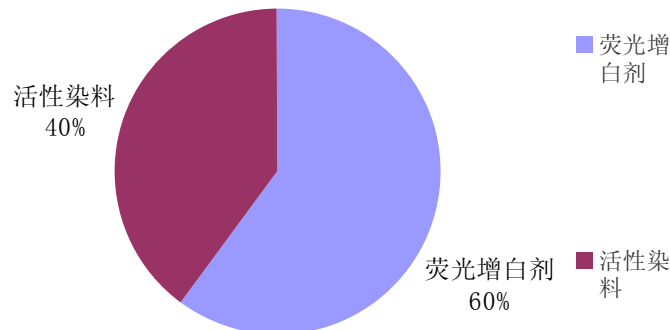
数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

同时高附加值产品，例如造纸成色剂、高档食品添加剂、医药中间体、纤维中间体对产品的纯度、杂质含量、色度、抗氧化性等性能要求非常高，用铁粉还原法生产的间氨基很难能满足其需求。这就限制了未来竞争对手不能大规模向高附加值产品领域进军，如果想继续研发高附加值产品，就必须购买公司用“加氢还原法”生产的间氨基。

2.2. 2,5 酸：下游产业升级迎来春天

2,5酸的下游子行业主要为荧光增白剂和活性染料。荧光增白剂主要定位于国外市场,按产品用途划分,荧光增白剂其下游应用领域主要为纸张、洗涤剂、化妆品等领域。瑞士科莱恩、巴斯夫(原汽巴精化)、德国凯米拉等跨国巨头都是公司的长期稳定客户,且每年采购量呈现稳步增长态势。活性染料主要定位于国内市场,浙江龙盛、闰土股份、传化股份等上市公司都为公司的客户,染料行业的产能过剩主要指分散染料的产能过剩,受棉制品、粘胶纤维掺混比例的提高,活性染料的需求增长率在15%以上。

图7: 公司2,5酸下游需求



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

由于公司2,5酸普通品的质量指标高于行业平均水平,下游厂家在继续生产时收率 and 产品质量都较好,因此更愿意使用公司的产品。目前,公司2,5酸普通品销售价格比市场平均价高300元/吨左右。2,5酸精制品国内尚无其他企业能够生产,其用途与普通品不同,主要用于生产高档荧光增白剂。荧光增白剂主要用于洗衣粉,造纸以及纺织。它们均属于消费类行业,需求随着国民经济的发展将保持一个较为稳健的增长率。

目前活性染料的需求仍然强劲,由行业龙头的产能扩张可以看出行业产能并不过剩。浙江龙盛2009年7月印度子公司新投产2万吨活性染料,产能同比增长57.14%;闰土股份目前拥有活性染料产能3万吨,2010年将新增2万吨产能,同比增长66.67%。

并且由于2,5酸具有荧光性质,新需求领域将出现在电子化学品领域,如胶片成色显影剂、LCD显示器等需要荧光显色的电子化学品,但还仅处于萌芽阶段,对下游客户的技术水平要求非常高,用量还比较小。

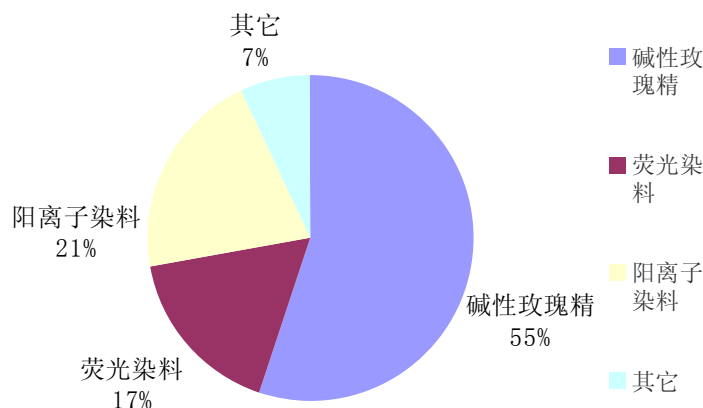
目前,2,5酸的全球市场容量约为15,000吨,其中中国市场容量为6,500吨,考虑到下游需求的高速增长,该行业的自然增长率至少在10%以上,3年之后2,5酸的全球市场容量约为2万吨。因此,考虑到竞争对手的退出、行业的自然成长及产能的逐步释放,公司2,5酸业务仍然具有较高的成长性。公司近年来在2,5酸产品上的毛利率一直逐步提升,一方面来自于成本的下降,一方面由于竞争对手扩张缓慢,行业供给并未得到有效提升。因此公司募投项目新增4,000吨产能的市场消化压力不是太大。随着公司市占率的进一步提高及加氢还原工艺全部技改的完成,2,5酸毛利率存在上升的可能。

2.3. 间羟基:

间羟基主要用于生产阳离子染料、荧光染料和造纸成色剂等,主要应用市场是造纸、纺织印染、特种涂料等领域。这三个下游子行业的增速都比较快。使用间羟基生产的造纸成色剂主要应用于造纸行业,每年增长速度大约保持在10%左右;阳离子染料则主要应用于纺织印染行业,近年来在印染行业的应用范围不断扩大,每年增长速度在10%左右;荧光染料行业是最被看好的下游需求,其2009年的销量增幅在60%以上。该

产品主要用途之一是生产广泛应用于道路标志设施、建筑设施安全引导标志的荧光涂料。根据《国家高速公路网规划（2005年）》，到2020年，基本建成国家高速公路网，中国高速公路通车里程将达10万公里。目前国家产业振兴规划对于基础设施建设的总体规模做出了新的调整，在未来几年内这一领域的用量将继续呈现高增长态势。

图8：间羟基下游需求



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

高端食品添加剂和压热敏材料(ODB-1)将是间羟基主要的新需求领域。日本中间物株式会社用于食品色素制造估计每年需求间羟基40-50吨。美国Esco公司用于功能色素生产估计每年需求500-550吨。三井化学公司用于功能色素生产估计每年需求250-300吨。上述三家公司合计790-900吨。公司欲取得高档食品添加剂领域60%的份额，预计消化500吨新增产能。公司已经提供样品给日本中间物株式会社、美国Esco公司以及三井化学公司，对方已经完成技术指标检验和下游产品合成实验分析，产品质量达到其要求。

公司目前的生产能力为2,600吨/年，居全球首位，市场占有率大约在28%左右。公司间羟基各项技术指标处于行业领先水平，国际知名的染料生产企业如巴斯夫虽然已拥有1,500吨/年的生产线，仍然长期在公司采购。

目前间羟基产品的市场容量约为9,500吨/年，需求方集中于中国、印度和欧洲等国，生产商集中在中国、印度和欧洲。各生产国的销量分别为：中国约4,600吨/年，印度约2,900吨/年，欧洲约2,000吨/年。考虑到下游领域尤其是荧光染料领域的高速增长及新需求领域（高端食品添加剂、压热敏材料ODB-1）的出现，3年之后间羟基的全球市场容量约为1.3万吨。因此，考虑到竞争对手的退出、行业的自然成长及公司产能的逐步释放，间羟基行业仍然具有较高的成长性。

2.4. 间氨基苯酚

间氨基苯酚产品是公司间氨基的下游产品，作为染料和医药中间体被广泛应用于造纸成色剂、分散染料、医药和农药。

表2：间氨基苯酚下游情况

领域	下游子行业
染料中间体	主要用于生产分散黄，染发等日化行业；
农药中间体	主要用于生产甜菜除草剂；
医药中间体	主要用作抗结核病首选药物“对氨基水杨酸异烟肼”的主要原材料；

纤维中间体	芳纶纤维
压热敏材料	压热敏材料（ODB-2）

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

目前，间氨基苯酚的全球市场容量约为15,000吨，其中中国市场容量为5,500吨。对于未来初步预测，由于医药中间体、纤维中间体、压热敏材料新需求领域的出现，行业增长率至少将保持在10%以上。按不含税价格4.6万元计算，届时间氨基苯酚销售的潜在市场规模为10亿元左右。

凭借公司间氨基的质量优势和成本优势，其他竞争对手正在逐渐退出，外加新需求领域的出现，公司间氨基苯酚销量将快速增长，成为公司一个新的业绩增长点。由于产能所限及试运营，公司07、08年在该项目上并没有收益。2009年公司生产了125吨该产品，已达到盈亏平衡。目前公司国内市占率仅为9.1%、全球市占率仅为3.3%。随着公司2,000吨/年募投项目的投产，间氨基苯酚产品将发挥规模效益，市场前景较好。

2.5. 3,3'-二硝基二苯砒

3,3'-二硝基二苯砒产品是公司间氨基生产过程所产生的含有机砒类废弃物经深加工精制而成，作为纤维中间体被用于合成氨基砒进而合成芳砒纶。由于氨基砒作为本次募投项目尚未投产，公司目前硝基砒产品产量较少。

芳砒纶是比芳纶1313更高端的特种纤维，在防护服、高温过滤领域两种产品可互相替代，但在某些高端领域，芳纶1313无法替代芳砒纶。由于以固体废弃物为原料，公司3,3'-二硝基二苯砒的生产成本仅为合成工艺路线成本的20%，成本非常低，而3,3'-二氨基二苯砒的含税价格高达6.5万元/吨，芳砒纶的含税价格高达11-18万元/吨，该产品的盈利能力可见一斑。

由于砒类固体废弃物是间氨基生产过程的副产物，而公司又是全球最大的间氨基生产企业，且市场份额将继续扩大，同时公司是全球砒类固体废弃物少数几家生产企业之一。所以公司在该行业极具竞争力，全球可以比肩的竞争对手并不多。芳砒纶应用领域非常广泛，作为高温过滤材料，是三维丝公司的五大特种纤维原材料之一。三维丝近5年的增长率在50%之上，芳砒纶未来的市场空间非常巨大。

3. 财务分析和竞争优势

3.1. 财务分析

表3 公司主要财务指标

财务指标		2009	2008	2007
盈利能力	ROE	30.1	24.1	14.1
	毛利率	32.6	23.3	16.2
	期间费用率	10.8	10.3	7.75
偿债能力	流动比率	1.9	1	1.7
	速动比率	1.36	0.78	1.27
	资产负债率（%）	20.59	37.8	51.92
营运能力	存货周转率	9.7	12.47	8.39
	应收账款周转率	11.43	9.58	5.07
成长能力	每股经营活动现金流	0.6	1	0
	EPS	0.6	0.33	0.16

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3.2. 竞争优势

3.2.1. 规模优势

目前，公司间氨基、2,5 酸、间羟基的市占率已名列全球第一，且市场份额呈现出继续扩大的趋势；伴随产能扩张，1-2 年后间氨基苯酚的市占率也将名列全球第一。同时，公司的产品间存在上游下游之间的关系，以间氨基为核心，拓展下游产品 2,5 酸、间羟基、间氨基苯酚；以间氨基生产过程所产生的含有机砷类废弃物经深加工精制二硝基二苯砷。因此，公司的规模经济优势非常明显，成本得到有效降低。

3.2.2. 环保壁垒

中间体生产企业的废水处理是一个世界性的难题，资金投入大，处理费用高。公司自主开发了“多效蒸发+除盐+微电解+生化+催化氧化+浓水焚烧”的系统处理技术，既降低了运行成本，又使80%的工业废水实现了资源化再利用，其余的20%也实现了达标排放。这在同类企业中处理领先地位，使得公司在环保力度加大的情况下，能够从中获益。

4. 募投项目分析

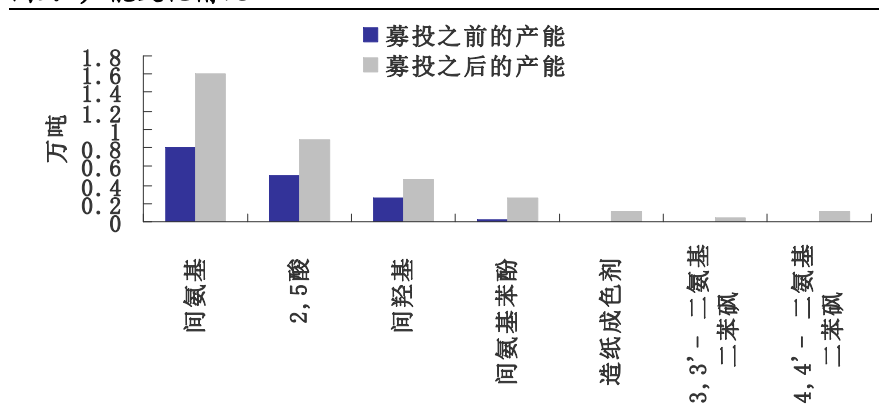
公司本次拟向社会公开发行1,690万股人民币普通股，占发行后总股本的25.26%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。本次募集资金投资的项目为公司现有产品升级、产能扩大以及以公司核心技术为基础开发的新产品生产项目，随着募投项目的实施，将丰富完善公司产业链结构，显著增加公司的产能、降低产品成本，有效提高公司的产品质量和市场份额；研发中心的建设能进一步提升公司的研发能力，增强公司的核心竞争力。

表 4 募投项目

项目名称	项目总投资(万元)	使用募集资金(万元)
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
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
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	7,883.57	7,883.57

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图9：产能变化情况



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2,5酸产品主要用于生产荧光增白剂和活性染料。从下游市场的发展来看，荧光增白剂主要用于造纸行业，日常办公用纸都要用到荧光增白剂，其每年的市场需求增长幅度在15%--20%；活性染料主要用于纯棉织物染色，随着人们生活水平的提高，越来越倾

向于使用纯天然的织物，活性染料近年市场需求增长幅度在10--15%之间。由于下游市场的发展，将为2,5 酸产品带来较大的新增需求。公司的产品在质量上处于行业领先水平，由于欧洲各国生产成本较高，将逐步退出生产，仅此一项每年2,5 酸产品的市场需求量将增加2,500 吨以上。公司开发了新生产工艺，在减少原材料消耗的同时，产品的内在质量进一步提高。据测算，新工艺相对于老工艺每吨产品综合效益提高约870元。该工艺在本次募投扩产项目中将全面使用，项目实施后，公司2,5 酸产品将凭借明显的成本优势和质量优势抢占竞争对手的市场份额，公司在该产品上的市场份额还有很大提升空间。

由于间羟基产品市场容量的逐年扩大和公司由于技术领先对其他竞争对手产生的替代效应，未来两年内对公司间羟基产品的需求将迅速增长，因此新上2,000吨产能在市场上是完全有需求的。

造纸成色剂ODB-1 和ODB-2是两种功能性色素，主要应用于造纸行业，目前市场售价分别为14.2万元/吨和14.8万元/吨，产品附加值很高。近年来随着造纸技术的提高与造纸行业的发展，造纸成色剂ODB-1 和ODB-2的用量也在不断增大，两种产品的年需求量均在8,000吨左右。目前，主要生产商主要集中在美国、德国、日本等，中国国内仅有只有蓬莱康爱特和寿光瑞康两家生产商生产，其中蓬莱生产能力在200吨左右，寿光生产能力在500吨左右，产品供不应求。

公司在间氨基苯酚生产上有较大优势。首先，公司在该产品上有成熟的技术储备，拥有2项实用新型专利和9项专有技术，产品各项技术指标处于行业先进水平；其次，生产所用的主要原材料是自己生产的间氨基，质量和稳定性都优于外购原料，且成本较低，按照2.7 吨间氨基生产1 吨间氨基苯酚的比例，公司生产1 吨间氨基苯酚相对于竞争对手有2,700 元的成本优势，故仅在原材料一环上就比竞争对手低2,700 元/吨。2009 年，公司生产了131 吨该产品，就已达到盈亏平衡，随着公司2,000吨/年募投项目的投产，间氨基苯酚产品将迅速达到规模效益，确立公司在该产品上的优势地位。

公司利用生产过程中的副产品精制3,3' -二硝基二苯砒加工生产3,3' -二氨基二苯砒，与采用氯化亚砒合成3,3' -二硝基二苯砒再进一步加工生产3,3' -二氨基二苯砒的合成工艺相比具有极大的成本优势。公司3,3' -二硝基二苯砒的生产成本是合成工艺生产成本的20%，按生产每吨氨基砒约需1.26吨硝基砒计算，合成工艺生产折合的成本比本公司的氨基砒生产成本高7,560 元/吨。公司已就3,3' -二硝基二苯砒和3,3' -二氨基二苯砒的生产技术分别申请了国家发明专利。目前，3,3' -二氨基二苯砒的市场售价为5.5万元/吨，远高于普通中间体产品的价格，市场缺口为1,000吨。

4,4' -二氨基二苯砒目前全球市场容量约为2,500吨/年，处于萌芽阶段，近三年来平均以每年22%的速度扩张。主要的生产厂家集中在欧洲、印度和中国，其中欧洲1,000吨/年，印度600吨/年，中国600吨/年，其它国家300吨/年。公司在生产过程中采用有机溶剂代替工艺水做反应介质，有机溶剂循环利用，吨产品少产生废水约8 吨，对比使用溶剂增加的成本和减少废水所产生的环保处理费用，二者抵消后单产成本降低150元。公司采用与其它公司不同的更高效率的催化剂，在反应过程中副反应更少，反应选择性更强，材料的有效转化率更高，每批材料多产出氨基砒12kg，仅此一项可增加收入900元/吨，以上两项综合效益为1,050 元/吨。目前，4,4' -二氨基二苯砒的市场售价为7.5 万元/吨，市场缺口为2,000吨。

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

根据招股说明书中的项目达产进度，以及我们的盈利预测模型，我们预测公司 2010、2011 和 2012 年摊薄后的每股收益分别为 0.9 元、1.39 元和 2.1 元。

表 5 预测假设

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
间氨基	营业收入	2,752.22	2,731.35	3,750.00	3,600.00	3,600.00
	产能	0.80	0.80	0.80	1.60	1.60
	销量	1,915.00	2,186.15	3,000.00	3,000.00	3,000.00
	平均售价	14,371.91	12,493.88	12,500.00	12,000.00	12,000.00
	毛利率 (%)	0.12	0.34	0.20	0.20	0.20
	营业成本	2,434.34	1,798.59	3,000.00	2,880.00	2,880.00
2,5 酸	营业收入	13,478.74	6,517.96	10,362.00	10,990.00	12,600.00
	产能	0.50	0.50	0.50	0.90	0.90
	销量	5,419.00	4,311.31	6,600.00	7,000.00	9,000.00
	平均售价	24,873.11	15,118.28	15,700.00	15,700.00	14,000.00
	毛利率 (%)	0.27	0.33	0.30	0.30	0.25
	营业成本	9,807.13	4,356.60	7,253.40	7,693.00	9,450.00
间羟基	营业收入	8,390.48	13,041.05	15,750.00	18,000.00	18,400.00
	产能	0.22	0.26	0.46	0.46	0.46
	销量	1,845.00	3,079.29	3,500.00	4,000.00	4,600.00
	平均售价	45,476.86	42,350.83	45,000.00	45,000.00	40,000.00
	毛利率 (%)	0.19	0.32	0.25	0.25	0.25
	营业成本	6,759.37	8,834.01	11,812.50	13,500.00	13,800.00
间氨基苯酚	营业收入	633.06	557.62	1,426.00	3,680.00	11,615.00
	产能		0.05	0.05	0.25	0.25
	销量	0.01	0.01	0.03	0.08	0.23
	平均售价	56,023.01	44,609.60	46,000.00	46,000.00	46,000.00
	毛利率 (%)		0.02	0.10	0.15	0.15
	营业成本		546.47	1,317.62	3,207.86	9,292.00
造纸成色剂	营业收入	0.00	0.00	0.00	5,000.00	12,500.00
	产能				0.10	0.10
	销量				0.04	0.10
	平均售价				125,000.00	125,000.00
	毛利率 (%)				0.40	0.35
	营业成本				3,000.00	8,125.00

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

5.2. 估值分析

我们认为公司的估值参考体系有两个，一个是最近 5 家中小板上市公司，另一个是主板和中小板的化工新材料类上市公司。我们给予公司 30-35 倍 PE，按照 2009 年摊薄 EPS 0.63 元，建议询价区间为 18.9-22.05 元。预测 2010 公司摊薄计算的 EPS 为 0.9 元，公司的合理价值区间为 27-31.5 元。

表 6 最新中小板上市公司估值水平一览

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 09E	备注
002460	赣锋锂业	20.70	25.70	13.72	69	金属锂
002459	天业通联	22.46	26.95	7.81	50	提梁机
002458	益生股份	24.00	34.43	22.10	32	鸡收入
002457	青龙管业	25.00	32.78	16.43	33	pccp 管
002456	欧菲光	30.00	26.47	13.67	59	触摸屏
平均			29.31	14.15	48	

数据来源: WIND 安信证券研究中心

表 8 化工材料上市公司估值水平一览 截止日期: 2010-7-31

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB	备注
002250	联化科技	29.38	29.88	9.67	35	25	4	10	农药中间体
002258	利尔化学	17.82	39.75	25.66	27	19	7	4	农药原药
002319	乐通股份	25.57	28.58	12.28	54	44	6	5	凹印油墨
002165	红宝丽	16.28	22.87	11.69	27	20	3	8	硬泡组合聚醚
300082	奥克股份	74.30	25.26	15.72	39	27	6	19	0
平均			29.44	14.80	33	25	5	9	

数据来源: WIND 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 环保风险

从长期来看,随着国家环保要求的日趋严格,对提高行业壁垒、巩固公司的市场地位有促进作用,但短期来看,环保治理成本的提高,可能给公司的盈利水平带来一定影响。

6.2. 毛利率下滑风险

公司主要产品毛利率在 2009 年度均创出历史新高,其中间氨基产品的毛利率为 34.15%,2,5 酸产品的毛利率为 33.16%,间羟基产品的毛利率为 32.26%,这其中既有公司通过技改降低生产成本的因素,也有公司利用优势市场地位滞后于原材料价格的下跌下调产品价格的因素。从行业规律来看,任何产品的利润水平都不可能永远保持增长,公司现有产品的高毛利率存在难以维持的风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-7-31		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	257.8	232.1	317.8	447.1	685.3	成长性					
减: 营业成本	197.8	156.3	235.1	323.0	495.6	营业收入增长率	36.6%	-10.0%	36.9%	40.7%	53.3%
营业税费	0.8	1.1	0.5	0.7	1.0	营业利润增长率	100.8%	55.0%	46.1%	52.8%	52.5%
销售费用	4.7	4.5	6.4	11.2	17.1	净利润增长率	109.2%	88.9%	45.3%	52.8%	52.5%
管理费用	14.3	18.2	5.7	8.9	13.7	EBITDA 增长率	67.5%	23.5%	39.0%	47.7%	44.2%
财务费用	7.7	2.3	-2.9	-7.2	-9.2	EBIT 增长率	98.6%	30.5%	34.2%	48.7%	54.2%
资产减值损失	0.8	0.6	1.3	0.9	-0.2	NOPLAT 增长率	109.2%	57.2%	33.4%	48.7%	54.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.4%	14.9%	102.7%	6.7%	-14.6%
投资和汇兑收益	-	-	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	29.8%	43.2%	383.1%	10.4%	14.3%
营业利润	31.7	49.2	71.9	109.8	167.5	利润率					
加: 营业外净收支	-1.7	0.6	-	-	-	毛利率	23.3%	32.7%	26.0%	27.8%	27.7%
利润总额	30.0	49.8	71.9	109.8	167.5	营业利润率	12.3%	21.2%	22.6%	24.6%	24.4%
减: 所得税	7.8	7.8	10.8	16.5	25.1	净利率	8.6%	18.1%	19.2%	20.9%	20.8%
净利润	22.3	42.1	61.1	93.3	142.4	EBITDA/营业收入	19.2%	26.4%	26.8%	28.1%	26.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.3%	22.2%	21.7%	23.0%	23.1%
货币资金	11.8	12.4	364.1	411.6	570.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	101	130	196	238	172
应收帐款	17.9	24.3	7.1	10.0	15.4	流动营业资本周转天数	61	82	31	-11	-20
应收票据	10.3	8.8	2.1	2.9	4.5	流动资产周转天数	93	99	267	349	293
预付帐款	6.1	3.3	3.5	3.9	4.4	应收帐款周转天数	38	31	16	4	4
存货	12.9	19.3	25.8	35.4	54.3	存货周转天数	23	25	26	25	24
其他流动资产	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6	总资产周转天数	219	258	521	640	488
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	187	241	284	280	175
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	22.8%	30.1%	9.0%	12.5%	16.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.2%	23.9%	8.2%	11.0%	14.1%
固定资产	74.0	94.0	251.5	338.9	316.5	ROIC	22.5%	30.4%	35.4%	25.9%	37.5%
在建工程	11.0	1.8	54.5	11.5	11.5	费用率					
无形资产	9.1	8.9	8.9	8.9	8.9	销售费用率	1.8%	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	3.8	2.5	5.6	2.9	2.9	管理费用率	5.5%	7.8%	1.8%	2.0%	2.0%
资产总额	156.9	176.0	743.8	846.6	1,009.8	财务费用率	3.0%	1.0%	-0.9%	-1.6%	-1.3%
短期债务	10.0	20.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	10.3%	10.8%	2.9%	2.9%	3.2%
应付帐款	17.9	14.5	26.7	36.7	56.4	偿债能力					
应付票据	-	1.5	0.6	0.9	1.4	资产负债率	37.8%	20.6%	9.2%	12.0%	15.6%
其他流动负债	31.4	0.3	21.1	43.6	79.9	负债权益比	60.8%	25.9%	10.1%	13.6%	18.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.00	1.90	6.90	5.09	4.40
其他非流动负债	-	-	10.0	10.0	10.0	速动比率	0.77	1.36	6.46	4.70	4.04
负债总额	59.3	36.3	68.5	101.2	157.6	利息保障倍数	5.12	22.78	-24.09	-14.34	-17.16
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	50.0	50.0	66.9	66.9	66.9	DPS(元)	-	-	0.23	0.35	0.53
留存收益	47.4	89.4	608.5	678.5	785.2	分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	97.6	139.8	675.4	745.4	852.1	股息收益率					
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	22.3	42.1	61.1	93.3	142.4	EPS(元)	0.33	0.63	0.91	1.40	2.13
加: 折旧和摊销	10.4	10.0	16.2	23.2	23.2	BVPS(元)	1.46	2.09	10.10	11.14	12.74
资产减值准备	0.8	0.1	1.3	0.9	-0.2	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	2.7	5.0	2.2	-2.9	-7.2	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	7.8	-26.5	42.9	19.1	30.1	CAGR(%)	61.3%	50.1%	98.1%	91.5%	77.0%
经营活动产生现金流量	49.8	30.2	118.4	129.1	186.0	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-16.3	-7.9	-249.8	-64.8	0.2	ROIC/WACC	4.1	5.6	6.5	4.8	6.9
融资活动产生现金流量	-25.7	-21.9	482.7	-16.2	-26.4	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军, 石油与化工行业首席研究员, 化工硕士, 5 年证券研究经历, 8 年中国石化工作经验, 曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名, 2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

谭志勇, 石油与化工行业助理研究员, 中国人民大学学士, 中国人民银行研究生部硕士, 2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;

推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

曹加

0755-82558045

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034