

银禧科技 (300221)

细分市场优势明显的改性塑料生产商

建议询价区间

14.30~20.80 RMB

预计上市定价

15.89~23.12 RMB

主要数据

行业	基础化工
公司网址	http://www.silverage.cn
大股东/持股	瑞晨投资/26.25%
实际控制人/持股	谭颂斌/23.63%
总股本(百万股)	100
流通 A 股(百万股)	25
每股净资产(元)	2.71 (发行前)
资产负债率(%)	45.81% (发行前)

相关研究报告

证券分析师

伍颖 S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

投资要点

■ 细分市场优势明显的改性塑料生产商

公司主要从事改性塑料的研发、生产、销售和技术服务，在研发实力、客户资源、产品质量、品牌知名度、管理水平和市场销售网络建设等方面均居于国内同行业前列。公司产品生产和销售在行业细分市场中规模优势明显，相关产品在电线电缆市场多年来位居全国第一，2008年在电子电气、家用电器市场位居全国第三。

■ 改性塑料市场成长空间广阔

随着下游行业对塑料性能要求提高，通用塑料和工程塑料改性率随之上升，改性塑料使用量将快速增加。在高性价比、技术上可行、消费升级和政策支持等驱动下，改性塑料市场成长空间广阔。2008年中国改性塑料产量340万吨，预计2012年将达到853万吨，年均复合增长率25.9%。“以塑代钢”、“以塑代木”正在成为人类社会生产和消费的一种趋势，预计在未来的5~10年内，中国改性塑料市场总需求量将保持10%以上的年增长率。

■ 公司竞争优势和劣势

竞争优势：技术创新优势；客户资源优势；服务优势；成本优势。竞争劣势：公司生产规模有待进一步扩大；融资渠道较为单一。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计，公司2011、2012年EPS分别为0.72、0.99元。可比公司金发科技（主板）和普利特（中小板）2011年平均PE为27.1倍，但公司作为创业板，我们认为可以给予其一定估值溢价，给予2011年22-32倍PE比较合理，预计合理估值区间为15.89~23.12元。

■ 风险提示

主要原材料价格波动风险；销售市场集中风险；国外市场需求波动风险；募集资金投资项目实施风险及其产能扩张带来的产品销售风险。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	434	440	649	953	1380
YoY(%)	-	1.3%	47.7%	46.8%	44.8%
净利润(百万元)	24	36	50	72	99
YoY(%)	-	47.4%	39.0%	44.5%	37.5%
毛利率(%)	14.8%	19.2%	17.6%	17.2%	16.5%
净利率(%)	5.6%	8.2%	7.7%	7.6%	7.2%
ROE(%)	20.8%	23.4%	24.6%	11.1%	13.5%
EPS(摊薄/元)	0.24	0.36	0.50	0.72	0.99

正文目录

一、 公司简介和发行概况	3
1.1 公司简介	3
1.2 发行概况	3
二、 改性塑料市场成长空间广阔	3
2.1 产品配方是改性塑料生产企业的核心技术	4
2.2 世界和中国改性塑料市场发展迅速	4
2.3 预计未来 5~10 年改性塑料需求量年增长率仍将在 10%以上	5
2.4 改性塑料下游需求领域发展空间广阔	5
三、 公司核心竞争优势和劣势	6
3.1 竞争优势	6
3.2 竞争劣势	6
四、 募集资金投向	7
五、 盈利预测和估值	7
六、 主要风险	7

图表目录

图表 1 发行前后公司股东变化	3
图表 2 2009-2012 年世界改性塑料产业发展趋势预测分析（产量：万吨）	4
图表 3 2009-2012 年我国改性塑料行业发展趋势预测分析（万吨，亿元）	5
图表 4 募集资金净额拟投入项目	7
图表 5 可比公司估值情况	7

一、 公司简介和发行概况

1.1 公司简介

公司主要从事改性塑料的研发、生产、销售和技术服务，主要产品包括阻燃料、耐候料、增强增韧料、塑料合金料和环保耐用料五大系列，产品被广泛应用于电线电缆、节能灯具、电子电气、家用电器、玩具、道路材料等领域，具有安全、环保等性能。

目前公司在研发实力、客户资源、产品质量、品牌知名度、管理水平和市场销售网络建设等方面均居于国内同行业前列。公司产品生产和销售在行业细分市场中规模优势明显，相关产品在电线电缆市场多年来位居全国第一，2008年在电子电气、家用电器市场位居全国第三。

1.2 发行概况

公司控股股东为瑞晨投资（瑞晨投资控股股东谭颂斌持股比例 90%），持有公司发行前 35%股份。公司实际控制人为谭颂斌、周娟夫妇，二合计人控制公司发行前 40%股份。

公司本次拟发行人民币普通股 2,500 万股，发行前后股本结构如下：

图表 1 发行前后公司股东变化

股东名称及股份数	发行前		发行后	
	股份数（股）	比例（%）	股份数（股）	比例（%）
一、发起人股份	75,000,000	100.00%	75,000,000	75.00%
其中：外资法人股				
银禧集团	18,750,000	25.00%	18,750,000	18.75%
其中：内资法人股				
瑞晨投资	26,250,000	35.00%	26,250,000	26.25%
广能商贸	11,250,000	15.00%	11,250,000	11.25%
广汇科投	7,500,000	10.00%	7,500,000	7.50%
联景投资	7,500,000	10.00%	7,500,000	7.50%
信邦投资	3,750,000	5.00%	3,750,000	3.75%
二、本次拟发行股份数	-	-	25,000,000	25.00%
总股本	75,000,000	100.00%	100,000,000	100.00%

资料来源：招股说明书

二、 改性塑料市场成长空间广阔

改性塑料是将通用高分子树脂通过物理的、化学的或两者兼有的方法，引入特定的添加剂，或改变树脂分子链结构，或形成互穿网络结构，或形成海岛结构等所获得的高分子树脂新材料。

改性塑料属于国家“十一五”规划中重点鼓励发展的化工新材料，其应用领域非常广泛，是未来塑料行业的发展趋势。

2.1 产品配方是改性塑料生产企业的核心技术

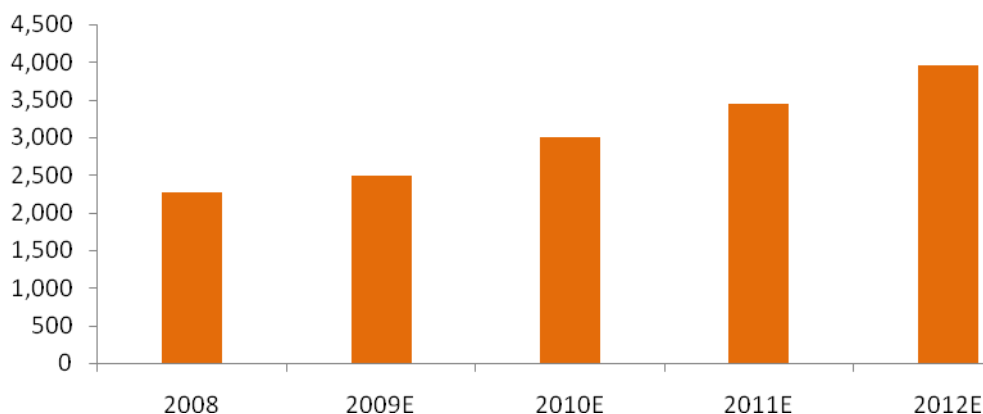
改性塑料属于非标准产品，下游客户对产品的需求千差万别，不同产品区别的关键在于产品配方及其制备技术。其中，产品配方是改性塑料生产企业的核心技术，而改性塑料的生产工艺流程较短、生产设备具有通用性，通常可采用相同的设备生产。因此，高性能专业型的独特产品配方以及新配方的开发能力和开发速度是改性塑料生产企业的核心竞争力。

2.2 世界和中国改性塑料市场发展迅速

经过改性后的塑料性能良好，其阻燃、耐候、合金化水平不断提高，应用领域正在快速拓展，随着下游行业对塑料性能要求的提高，通用塑料和工程塑料的改性率随之上升，改性塑料的使用量也将快速增加。改性塑料快速发展的驱动力：（1）高性价比（2）技术上可行（3）消费升级和政策支持。

目前，世界各国科学界和产业界都意识到塑料材料与环境协调发展的重要性，正致力于开发高性价比的塑料材料，提高其使用寿命，充分利用塑料的可塑性，回收并综合利用废弃的塑料材料，减轻原材料成本以及环保给塑料工业带来的双重压力，随着塑料改性技术的越来越成熟，改性塑料的国际市场需求不断提高。2008 年世界改性塑料产量达到 2,267 万吨，预计 2012 年将达到 3,960 万吨。

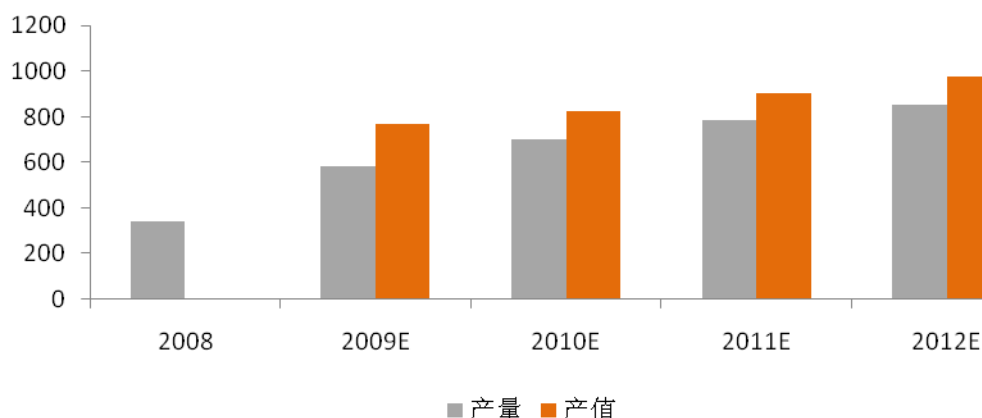
图表 2 2009-2012年世界改性塑料产业发展趋势预测分析（产量：万吨）



资料来源：《2009 年中国改性塑料行业发展分析预测报告》，招股说明书

中国改性塑料作为塑料行业中一个重要子行业，近几年获得了快速发展，国内产量由 2000 年的 32 万吨上升至 2008 年的 340 万吨，年复合增长率为 34.4%，表观消费量由 2000 年的 72 万吨上升至 2008 年的 392 万吨，年复合增长率为 23.6%。

图表 3 2009-2012年我国改性塑料行业发展趋势预测分析（万吨，亿元）



资料来源：《2009 年中国改性塑料行业发展分析预测报告》，招股说明书

2.3 预计未来 5~10 年改性塑料需求量年增长率仍将在 10%以上

我国改性塑料行业近几年快速发展，但行业整体实力还处于刚起步的发展阶段，缺乏规模较大且实力雄厚的生产企业，行业集中度较低。企业普遍装备水平低、工艺和技术相对落后，一些企业仅在简单再生产的基础上重复投资，不进行产品技术的研究与开发，不重视消化引进的技术，造成低端产品产能过剩、竞争激烈，中高档产品严重依赖进口，通用技术产品多，高技术、高附加值产品少的局面。跨国企业占据行业竞争领先地位，占据了 75%左右的国内市场份额。

“以塑代钢”、“以塑代木”正在成为人类社会生产和消费的一种趋势，预计在未来的 5~10 年内，改性塑料市场总需求量将保持 10%以上的年增长率，2010 年有望达到 700 万吨，三大通用改性塑料 PP、PS、ABS 和五大通用改性工程塑料的总产值将超过 800 亿元。

2.4 改性塑料下游需求领域发展空间广阔

改性塑料属于具有独特功能新型高分子材料，具有降低塑料制品成本、提高企业效益等优势，被广泛应用于汽车、家用电器、电子电气、电线电缆、建筑建材、节能灯具、玩具、电动工具、道路材料等行业。

■ 家用电器

改性塑料已被广泛应用于家用电器的壳体、叶片、外饰等配件中。我国家电行业仍将保持快速增长势头，家电行业的发展进一步扩大了改性塑料市场容量。随着国家 3C 认证的进一步实施以及消费者对家电产品安全性和环保性要求的提高，客观上促进了阻燃、耐候以及降解等性能更好的改性塑料产品在家电行业中的应用，家用电器的改性塑料平均使用量将继续保持增长态势。

■ 汽车

我国已成为世界第一大汽车生产国和消费国，在汽车产业快速增长的拉动下形成了与汽车相关的高增长车用改性塑料市场。汽车材料技术的发展方向是轻量化和环保化，汽车材料塑料化可减轻汽车自身重量。我国汽车塑料化进程还处于初级阶段，与国外存在较大差距，但未来将会高速发展。随着我国汽车工业的快速发展，我国汽车用改性塑料市场规模将不断扩大。

■ 电线电缆

在电线电缆领域，改性塑料主要用作绝缘外套。国家将在 2010 年形成全国电力大联网，同时西电东送、交通、能源、通信建设、住宅建设、城市农村电网改造及家电业的快速发展给电线电缆带来新的机遇，根据国家工业和信息化部产业政策司公布消息，未来几年，中国电线电缆行业发展速度将高于国民经济的发展速度，预计达 10% 以上。电力网的改造、汽车工业和通讯产业的升级换代对电线电缆的性能提出了更高要求，电线电缆行业对特殊电线电缆料的需求快速增加。2007 年我国特殊电线电缆料的需求量约为 2 万吨，预计 2010 年将达到 5 万吨以上。

■ 节能灯

节能灯以其高光效、高显色、节电能、长寿命的优异性能被誉为民用第三代新光源、绿色环保产品。国内外相关一系列鼓励使用节能灯的政策和措施的实施有力的促进了国内节能灯行业的发展，预计 2010 年和 2015 年我国节能灯专用改性塑料需求量将分别达 14.6 万吨和 23.5 万吨。

三、 公司核心竞争优势和劣势

3.1 竞争优势

■ 技术创新优势

公司在技术创新方面具有较强优势，持续开发并积累 5,036 个产品配方，具体表现：获得的技术创新资质；技术创新持续投入；取得众多技术创新成果（专利、核心技术及配方，产品认证，重点新产品，战略性新兴产业市场的突破）。

■ 客户资源优势

公司拥有一批生产电线电缆、节能灯具、家用电器、电子电气、玩具等产品稳定的国内外知名企业客户群。

■ 服务优势

公司产品开发速度快，供货周期短；公司技术服务体系完善；公司产品类别较齐全，品种丰富。

■ 成本优势

公司因其规模经营优势及与上游原材料供应商建立了战略合作关系，确保了公司能长期稳定地以相对较低的价格获得主要原材料，降低了产品生产成本。

在内部成本控制方面。建立严格的原材料采购控制体系；坚持对生产工艺、装备进行持续不断的技改；建立了对各项制造费用明细的成本监控系统；长期坚持质量第一的方针，建立了严格的生产管理、质量管理流程。

3.2 竞争劣势

■ 公司生产规模有待进一步扩大

同金发科技和国内部分改性塑料外资企业相比较，公司产能仍有一定差距。

■ 公司融资渠道较为单一

公司目前主要依赖银行贷款和商业信用融资，近年来，随着公司经营规模的扩大以及新产品的不断推出，资金的缺乏已严重制约了公司发展，仅依靠自身积累和银行贷款融资将不能满足公司科研成果的转化和生产规模的快速扩张的需要。

四、 募集资金投向

本次募集资金投资项目经公司股东大会审议确定，根据资金运用的轻重缓急，以项目顺序为准，用于高性能环保改性聚氯乙烯材料技术改造项目等四个方面。

图表 4 募集资金净额拟投入项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	实施主体	建设周期
1	高性能环保改性聚氯乙烯材料技术改造项目	3,961.89	银禧科技	1年
2	节能灯具专用改性塑料技术改造项目	7,229.96	银禧工塑	1年
3	无卤阻燃弹性体电线电缆料技术改造项目	5,807.31	银禧工塑	1年
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	

资料来源：招股说明书

五、 盈利预测和估值

我们预计，公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.72、0.99 元。可比公司金发科技（主板）和普利特（中小板）2011 年平均 PE 为 27.1 倍，但公司作为创业板，我们认为可以给予其一定估值溢价，给予 2011 年 22-32 倍 PE 比较合理，预计合理估值区间为 15.89 ~ 23.12 元。

图表 5 可比公司估值情况

			EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600143.SH	金发科技	16.3	0.41	0.63	0.87	39.4	26.0	18.7
002324.SZ	普利特	16.36	0.37	0.58	0.96	43.9	28.1	17.0
	平均					41.6	27.1	17.9

注：EPS取一致预期中值（20110510）

资料来源：wind

六、 主要风险

■ 主要原材料价格波动风险

公司主要原材料为 PVC 粉、其他聚合物树脂（PC、ABS、PP、PE、PA 等）、增塑剂等，近三年原材料占生产成本的比重平均为 92.7%。原材料价格随原油价格波动而波动，公司存在因主要原材料价格大幅波动致使成本控制困难，从而使公司盈利能力下降的风险。

■ 销售市场集中风险

公司业务主要集中于珠三角地区，近三年公司来源于珠三角地区的销售收入占当期主营业务收入的比重分别为 90.3%、84.7%和 75.5%。

■ 国外市场需求波动风险

改性塑料作为重要的工业原料之一，其需求受国内外宏观经济和下游行业景气度的影响较大。公司产品国外销售部分占比较大，报告期内，公司国外销售收入占当期主营业务收入的比重分别为 72.5%、63.1%和 51.1%，存在因国际消费市场需求波动引起改性塑料需求不足而导致公司国外销售收入减少、盈利下降的风险。

■ 募集资金投资项目实施风险及其产能扩张带来的产品销售风险

本次募集资金投资项目达产后，公司产能将由目前的 6.6 万吨/年提高至 9.7 万吨/年，增幅为 46.97%。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
流动资产	293	411	857	1021					
现金	66	101	434	433					
应收账款	161	180	252	339					
其他应收款	6	2	4	5					
预付账款	2	4	6	8					
存货	57	121	158	230					
其他流动资产	1	3	4	6					
非流动资产	58	68	161	219					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	40	43	132	187					
无形资产	11	10	10	10					
其他非流动资产	7	14	19	22					
资产总计	351	479	1018	1240					
流动负债	170	247	329	454					
短期借款	77	99	120	150					
应付账款	85	98	142	207					
其他流动负债	9	49	67	97					
非流动负债	4	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	4	0	0	0					
负债合计	174	247	329	454					
少数股东 权益	23	29	38	49					
股本	75	75	100	100					
资本公积	17	17	368	368					
留存收益	61	111	183	268					
归属母公司股东权益	153	203	652	737					
负债和股东权益	351	479	1018	1240					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
经营活动现金流	30	34	35	50					
净利润	39	56	81	111					
折旧摊销	0	0	6	12					
财务费用	5	9	-1	-4					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	0	0	-55	-74					
其他经营现金流	-14	-31	4	5					
投资活动现金流	-19	-17	-100	-71					
资本支出	8	17	100	70					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	-10	0	0	-1					
筹资活动现金流	3	18	397	20					
短期借款	10	23	21	30					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	25	0					
资本公积增加	0	0	351	0					
其他筹资现金流	-7	-5	1	-10					
现金净增加额	14	35	333	-1					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
营业收入	440	649	953	1380					
营业成本	355	535	789	1152					
营业税金及附加	0	0	0	0					
营业费用	12	17	25	37					
管理费用	26	31	45	65					
财务费用	5	9	-1	-4					
资产减值损失	5	2	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	37	55	95	130					
营业外收入	9	11	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	46	66	95	130					
所得税	7	10	14	19					
净利润	39	56	81	111					
少数股东损益	3	6	9	12					
归属母公司净利润	36	50	72	99					
EBITDA	42	64	100	138					
EPS (元)	0.48	0.67	0.72	0.99					

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入(%)	1.3%	47.7%	46.8%	44.8%
营业利润(%)	57.7%	48.7%	72.7%	37.5%
归属母公司股东权益(%)	47.4%	39.0%	44.5%	37.5%
获利能力				
毛利率(%)	19.2%	17.6%	17.2%	16.5%
净利率(%)	8.2%	7.7%	7.6%	7.2%
ROE(%)	23.4%	24.6%	11.1%	13.5%
ROIC(%)	18.8%	23.6%	21.2%	21.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.7%	51.5%	32.3%	36.6%
净负债比率(%)	43.9%	40.3%	36.5%	33.0%
流动比率	1.72	1.67	2.60	2.25
速动比率	1.38	1.18	2.12	1.74
营运能力				
总资产周转率	1.50	1.56	1.27	1.22
应收账款周转率	3.31	3.60	4.17	4.41
应付账款周转率	6.37	5.87	6.58	6.59
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.50	0.72	0.99
每股经营现金流	0.30	0.34	0.35	0.50
每股净资产	1.53	2.03	6.52	7.37
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257