

分享丙烯酸产业链盛宴

新股分析报告

报告关键点:

- 需求多样, 前景广阔
- 多重优势确保公司成长
- 建议询价区间为46—52元

报告摘要:

- 公司简介:** 公司是国内丙烯酸及酯行业的主要生产商之一, 现有丙烯酸及酯年产能分别为10 万吨和15 万吨。公司的产业布局特色鲜明, 形成了横跨基础化工和高分子材料两个行业的丙烯酸及酯产品的价值链。其中, 公司生产的丙烯酸主要用于进一步加工丙烯酸酯, 其余部分对外销售; 丙烯酸酯是公司主要的外销产品, 部分用作下游纺织浆料、涂层胶和植绒胶的生产原料。公司近三年净利润复合增长率高达138%。
- 需求多样, 前景广阔:** 丙烯酸属于基本有机化工原料, 主要用于生产丙烯酸酯, 以及高吸水性树脂(SAP)、特种丙烯酸酯、水处理剂、助洗剂等产品。SAP 是丙烯酸下游行业中最有发展前景的精细化工产品之一, 近十年消费量复合增长率达28.3%。比较2009年用于SAP生产的丙烯酸占丙烯酸总消费量的比例, 美国和西欧为30%以上, 日本高达60%, 而我国还不到11%, 发展潜力巨大。我国丙烯酸及酯行业内企业数量较少, 行业集中度高。截至2011 年6 月底, 全国共有丙烯酸生产商11 家、丙烯酸酯生产商13 家, 合计产能118 万吨/年和140.50 万吨/年。其中, 前五大生产商的产能约占全国总产能的71%和69%, 但近年来产能扩张有限。
- 多重优势确保公司成长:** 公司技术优势突出, 开发的丙烯氧化直接合成丙烯酸新技术使丙烯酸转化率达98.50%以上, 产品收率比行业平均水平高出3%; 开发出连续式高吸水性树脂生产技术和配方, 能适用于生产普通纸尿裤用、超薄纸尿裤用、卫生巾用三大系列SAP 产品, 综合性能达到国内先进水平。公司地处长三角地区, 下游需求较为集中。公司依托卫星运输这一物流平台, 为区域内的中小客户提供快捷、安全的服务, 并为自身原材料采购提供配套。与国内北方地区的行业企业相比, 公司拥有客户群体集中、运输成本较低的竞争优势。
- 盈利预测:** 我们预测公司2011、2012和2013年摊薄后的每股收益分别为3.06元、3.85元和4.16元。给予公司2011年15—17倍PE, 建议询价区间为46—52元。按2012年公司13—15倍PE, 合理价值区间为50—58元。
- 风险提示:** 原材料价格风险; 行业周期性风险; 产能扩张风险

建议询价区间:

46.00 - 52.00 元

上市首日定价区间:

50.00 - 58.00 元

报告日期: 2011-12-12

发行数据

总股本(万股)	15,000
发行数量(万股)	5,000
网下发行(万股)	1,000
网上发行(万股)	4,000
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2011-12-16
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

浙江卫星控股股份有限公司	66.50%
杨亚珍	25.00%
嘉兴茂源投资有限公司	8.50%

刘军

021-68766167
执业证书编号
谭志勇
021-68765172
执业证书编号

首席行业分析师

liujun@essence.com.cn
S1450511020010

行业分析师

tanzzy2@essence.com.cn
S1450511020017

报告联系人

贾鹏

021-68765906
jiapeng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	953.1	1,633.1	3,287.4	4,651.6	5,363.3
Growth(%)	0.4%	71.3%	101.3%	41.5%	15.3%
净利润	107.5	305.8	611.7	770.6	831.6
Growth(%)	99.2%	184.4%	100.1%	26.0%	7.9%
毛利率(%)	21.2%	29.7%	30.2%	27.1%	26.0%
净利润率(%)	11.3%	18.7%	18.6%	16.6%	15.5%
每股收益(元)	0.54	1.53	3.06	3.85	4.16
每股净资产(元)	1.39	3.22	3.80	19.39	22.71
净资产收益率(%)	38.6%	47.5%	80.4%	19.9%	18.3%
ROIC(%)	43.1%	74.3%	75.0%	47.8%	28.7%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 基本情况

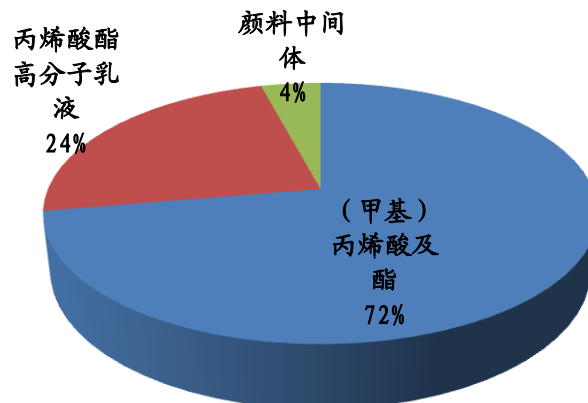
公司是国内丙烯酸及酯行业的主要生产商之一，现有丙烯酸及酯年产能分别为10 万吨和15 万吨，居行业第五位。同时，还拥有丙烯酸酯高分子乳液11 万吨、甲基丙烯酸1.80 万吨、有机颜料中间体1.03 万吨的设计生产能力。虽然公司规模优势在行业内并不突出，但公司凭借国内领先的生产技术和产业链优势，充分发挥管理优势和地域优势，做到单位产品物耗和能耗最低，综合盈利能力位居行业前列。

表1 公司市场占有率逐年提高

产品类别	2011 年 1-6 月		2010		2009		2008	
	产量	市场份额	产量	市场份额	产量	市场份额	产量	市场份额
丙烯酸	4.72	-	3.95	3.84%	3.67	4.39%	2.79	3.65%
丙烯酸酯	6.83	-	6.81	6.65%	6.42	7.56%	4.56	6.01%
丙烯酸酯高分子乳液	7	-	12.07	12.83%	6.62	7.75%	7.23	10.24%
甲基丙烯酸	0.37	-	0.81	2.70%	0.56	2.55%	0.36	2.00%
2B 酸、4B 酸	0.28	-	0.53	1.54%	0.45	1.30%	0.34	0.98%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

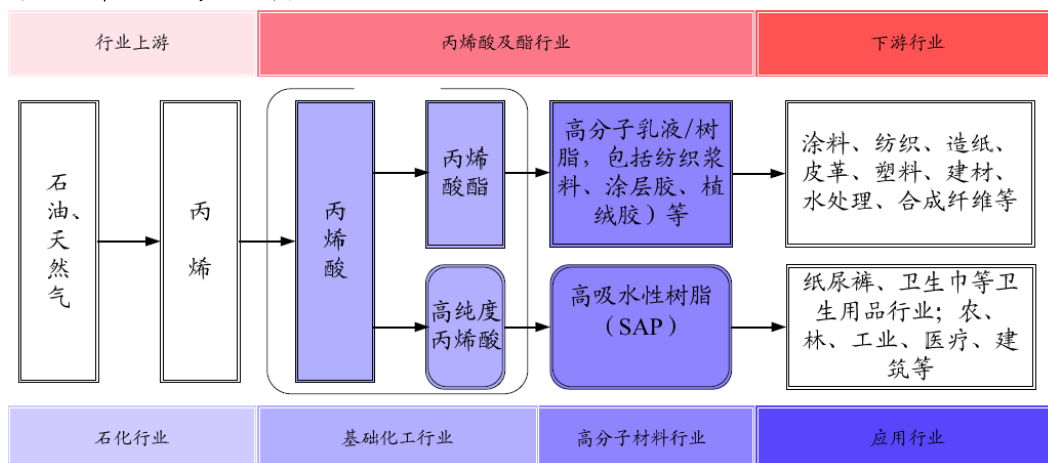
图1 2011上半年公司产品营业收入结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司的产业布局特色鲜明，形成了横跨基础化工和高分子材料两个行业的丙烯酸及酯产品的价值链。其中，公司生产的丙烯酸主要用于进一步加工丙烯酸酯，其余部分对外销售；丙烯酸酯是公司主要的外销产品，部分用作下游纺织浆料、涂层胶和植绒胶的生产原料。而友联化工生产的2B 油主要用于自产2B 酸（钠盐），其余部分以产品形式直接出售。

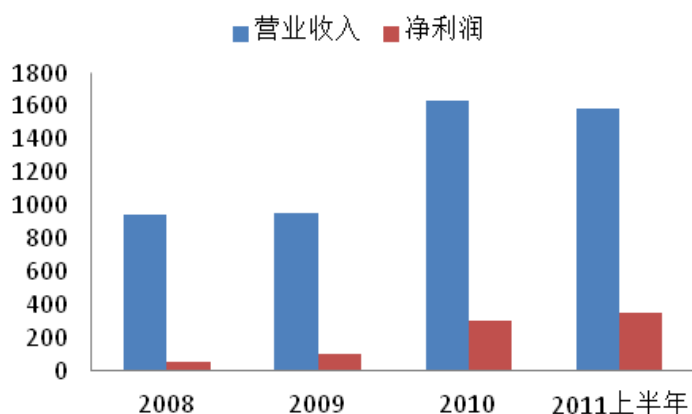
图2 丙烯酸及酯产品价值链



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

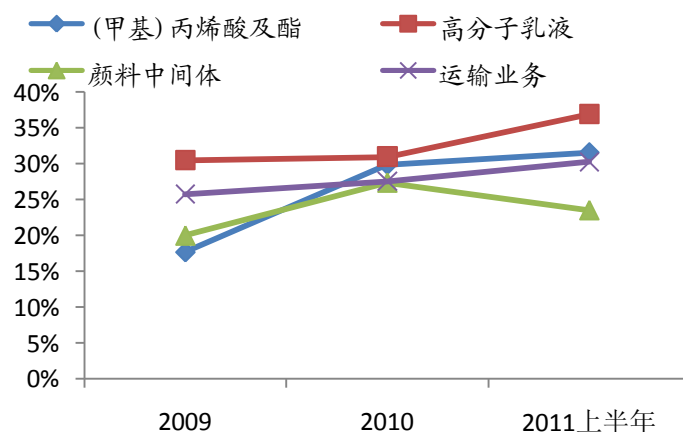
公司 2008 年，2009 年，2010 年，2011 年上半年营业收入分别为 9.49 亿元，9.53 亿元，16.33 亿元和 15.82 亿元。净利润分别为 0.54 亿元，1.08 亿元，3.06 亿元，3.53 亿元，复合增长率为 138%。

图 3 营业收入及净利润 百万元



数据来源：Wind 安信证券研究中心

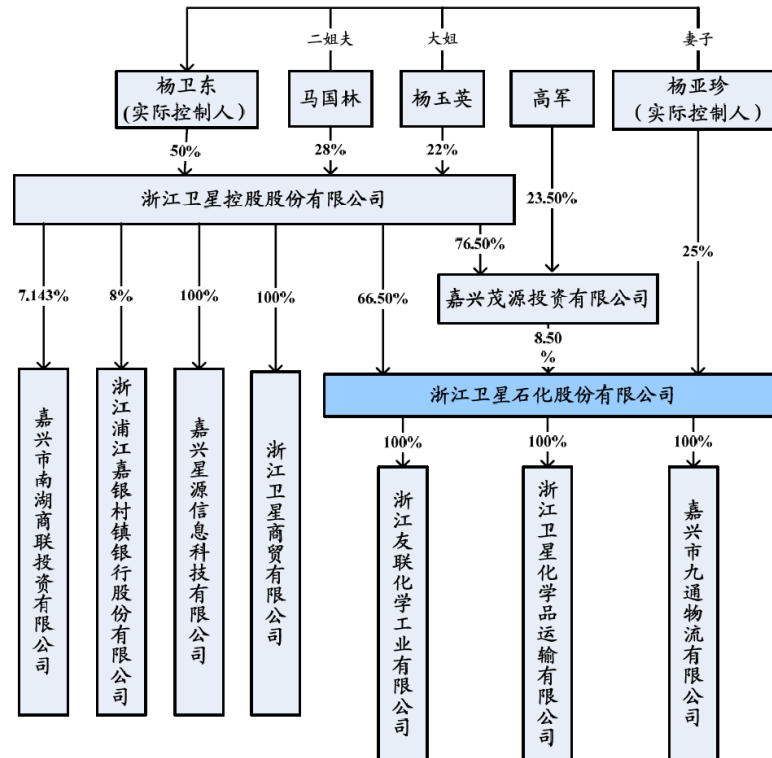
图 4 产品毛利率 %



数据来源：Wind 安信证券研究中心

公司本次发行拟向社会公开发行普通股不超过 5000 万股，占发行后总股本的 25%。公司股权结构相对集中。控股股东为卫星控股，直接持股占股份总数的 66.5%，通过其子公司茂源投资间接持股占股份总额的 6.5%。卫星控股通过直接和间接持股，合计持股占股份总额的 73%。公司实际控制人为杨卫东、杨亚珍夫妇，通过直接和间接持股合计持有公司 61.5% 的股份。

图5 公司股权结构图

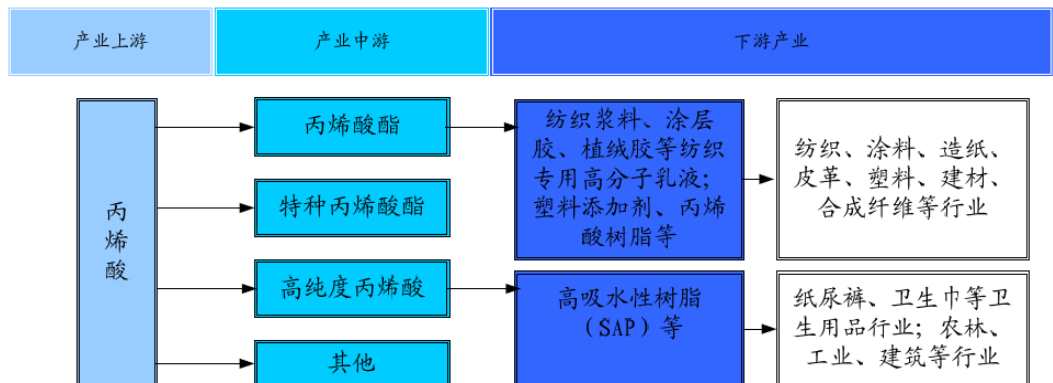


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2. 行业分析

丙烯酸属于基本有机化工原料，主要用于生产丙烯酸酯，以及高吸水性树脂(SAP)、特种丙烯酸酯、水处理剂、助洗剂等产品。丙烯酸酯是重要的聚合单体，以其为主体聚合或与其他单体共聚制备的聚合物、共聚物被广泛应用于涂料、纺织、化纤、胶粘剂、皮革、洗涤、造纸、塑料、橡胶、医疗、油田化学等众多行业，渗透到国民经济的日常生活和高、新材料等各个领域，具有广阔的市场空间。由于聚丙烯酸及酯的可降解性和其对皮肤、对环境的无害性，它被作为政策鼓励的环保产品，随着人们生活品质的不断提高，其刚性需求也将逐步增大。

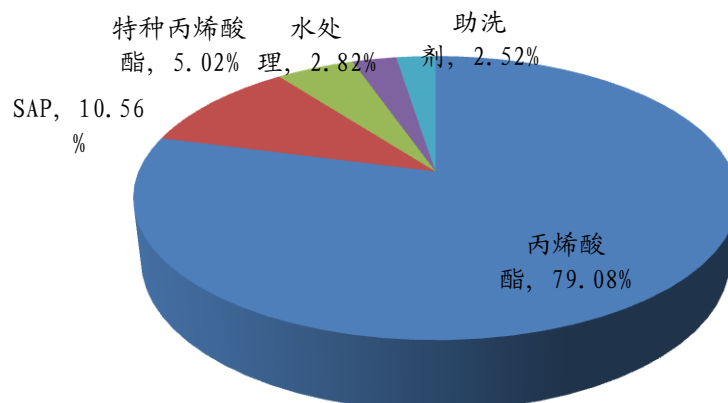
图6 丙烯酸及其酯产业链



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

丙烯酸是这一产业链的发端，而其最大的消费领域为丙烯酸酯，占50%以上比例，另有超过30%比例的丙烯酸用于生产SAP。而我国丙烯酸的消费领域比较单一，80%以上直接用于生产丙烯酸酯，包括SAP在内的其他下游行业占比较少。

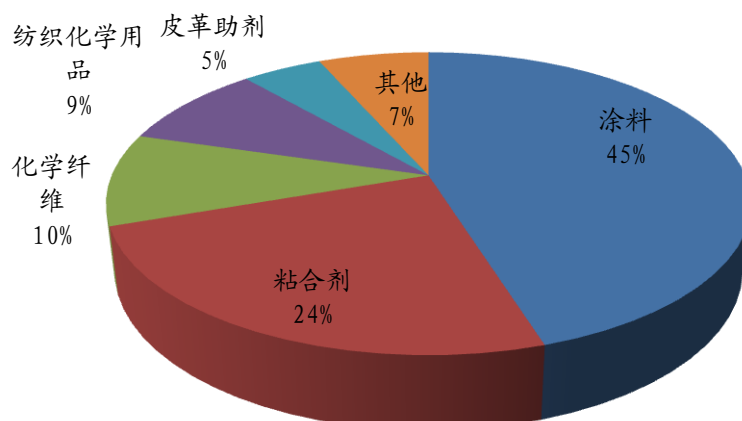
图7 丙烯酸消费结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

位于产业中游的丙烯酸酯最大的消费领域为涂料和胶粘剂。用于化学纤维和纺织化学品消费的丙烯酸酯接近19%，是丙烯酸酯的第三大应用领域。

图8 丙烯酸酯消费结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2.1. 下游需求渐次展开，行业前景稳步扩展

我国丙烯酸及酯的消费可以分为三个阶段：2000年之前，国内消费、进口量很少，属于自给自足阶段；2001年~2004年期间，消费量开始上升，但受国内产能和产量的限制，新增需求主要依赖进口；2005年以后，产量和消费量均大幅提高，2010年表观消费量分别达到102.38万吨和96.29万吨。目前，我国丙烯酸及酯行业正处于快速成长期，化工产品的需求处于快速增长期，尤其是高端化工产品市场潜力巨大。预计未来五年我国丙烯酸及酯行业需求仍将保持年均15%和12%以上的增速，2015年的表观消费量可达到168.20万吨和135.80万吨。

2.1.1. 丙烯酸高分子乳液稳定增长

丙烯酸高分子乳液主要用于生产涂料、化纤、胶粘剂、纺织助剂等产品，其中纺织用的丙烯酸酯高分子乳液，主要包括纺织浆料、涂层胶、植绒胶等产品。

1) 丙烯酸纺织浆料

纺织浆料是服务于纺织工业生产的一种消耗品，用于各类涤纶长丝、加工丝、复合丝、异形丝、锦纶丝及其他疏水纤维的上浆。丙烯酸纺织浆料以其良好的粘附性、成膜性，克服了传统浆料吸湿再粘的缺陷，已广泛应用于几乎所有化纤织造的上浆工艺之中。

目前，以绿色环保浆料替代传统浆料已是世界各国共同的追求，欧美已禁止使用PVA添入到纺织浆料中，代之以新的合成高分子或改性天然高分子材料，如固体丙烯酸、聚丙烯酸酯、变性淀粉等。因此，丙烯酸纺织浆料作为绿色环保浆料，是浆料行业的主要发展方向之一。

我国现有化纤织机约200万台，其每年浆料耗用量在35万吨左右。作为世界纺织服装出口第一大国，纺织行业的快速发展和绿色生产的要求，必将促进绿色、环保的丙烯酸纺织浆料的大幅增长。

2) 涂层胶

涂层胶主要用于面料整理这一新兴行业，目的是通过织物粘合剂对基布和涂层材料加热加压，使织物具有特殊功能。我国纺织行业应用的涂层胶主要是聚丙烯酸酯（PA）和聚氨酯（PU）两类。PA涂层胶即亚克力胶，一般用于羽绒、箱包里料和面料等产品涂层。其中，PA涂白、涂银，能增加布面的遮盖率、颜色更鲜艳、手感更丰满、织物更有弹性、牢度更高；PA用于PVC压延涂层，可适用于箱包、防雨布艺和帐篷等产品；水性PA主要用于棉布皮膜涂层，可完全改变织物的风格，主要生产男、女装。

涂层加工行业主要集中在长三角、珠三角、漳州三角洲一带，其中尤以浙江绍兴、江苏吴江、无锡一带发展迅速，该地区共有涂层线约1,000条，按每条年需求丙烯酸酯类涂层胶200吨计，年需求总量约200,000吨，市场潜力巨大。特随着要求的日益提高，环保、安全的水性产品越来越受到广大客户的青睐，所以开发风格类的和性能优越的水性PU及水性涂层胶已成为高档涂层材料发展的方向。

3) 织物植绒胶

静电植绒胶主要分为两大类：一为溶剂型，其优点是固化温度较低，但存在污染严重等缺点；二为乳液型，其优点是性能稳定、柔软性好、无毒和无污染，但烘干时间长、固化温度高。目前乳液型的环保植绒胶是行业的主流产品，而水性聚丙烯酸酯类植绒胶，约占总产量的90%。随着人们环保健康意识的提升，未来符合环保要求的聚丙烯酸酯类植绒胶是今后行业发展的必然趋势。

2.1.2. SAP成为消费新增长点

SAP是丙烯酸下游行业中最有发展前景的精细化工产品之一，主要用于生产纸尿裤和妇女卫生巾等卫生用品。除了传统的卫生用品领域，世界各国仍在不断开发SAP的新品种、新功能和应用领域，如电缆包覆材料、食品包装材料、农林土壤保湿和废液固化处理等。

表2 SAP的应用领域

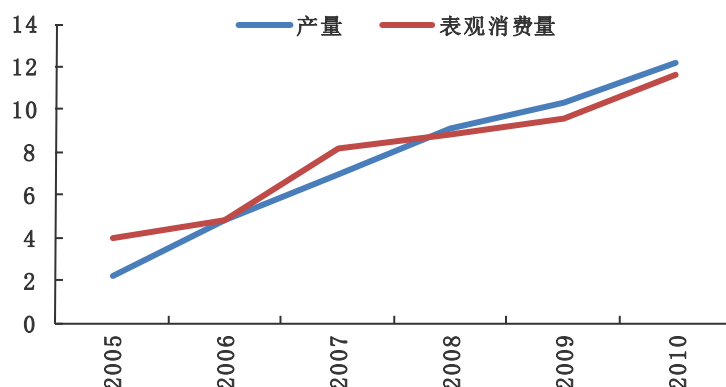
应用领域	具体应用行业
日用品	妇女卫生巾、尿布、母乳垫、生理卫生用品、玩具、香料载体、纸巾
工业用品	电线包裹材料、油水分离、树脂添加剂、空气过滤器、防静电、密封材料、纤维改性、蓄冷剂、填料、溶剂脱水、包装材料
农业、土壤	农用薄膜、农业园艺用保水材料、地脚螺栓打孔脱水、污泥固化、墙壁顶蓬材料、泥水添加剂
医疗	湿布剂、缓释药、人工肾脏用过滤材料、牙科内唾液吸收材料、血液吸附、皮肤电极材料

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2000年-2010年期间，我国SAP产量和消费量迅猛增长，年均复合增长率分别达到40.83%和28.36%，2010年产量达到12.30万吨、消费量达到11.36万吨。纵览丙烯酸的下消费结构，比较2009年用于SAP生产的丙烯酸占丙烯酸总消费量的比例，美国和西欧为30%以上，日本高达60%，而我国还不到11%，发展潜力巨大；而SAP行业则很

可能成为下游行业中增长最快的一个领域。

图9 我国SAP产量和表观消费量变化情况 万吨



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2.1.3. 特种丙烯酸酯前景看好

近年来，涂料、油墨、胶粘剂、纺织等传统产品不断更新，电子、信息、通讯、环保等高新技术产业快速发展，为特种丙烯酸酯的开发应用提供了广阔的市场。特种丙烯酸酯是制备辐射固化产品、高固体分涂料、粉末涂料等的重要原料。目前国内有 30 多家企业生产特种丙烯酸酯，总产能约 10 万 t/a，其中绝大多数厂家外购商品丙烯酸生产。2009 年我国共生产各种特种丙烯酸酯 8 万 t 左右，约消耗丙烯酸 4 万 t，占丙烯酸消费总量的 4.6%。

与国外相比，我国聚丙烯酸（盐）助洗剂产量很小，目前国内该行业产能规模约 1 万 t/a，年产量约 5000t。我国洗涤剂年产量约 300 万 t，如果全部实现无磷化，助洗剂年用量将在 3 万 t 以上。随着国内环保法规的日益严格，无磷洗涤剂应用比例将逐步扩大，因此聚丙烯酸（盐）在助洗剂方面也具有较广阔的潜在市场。2009 年我国在洗涤剂方面的丙烯酸消耗量约为 1 万 t。

我国聚合级丙烯酸在水溶性聚合物上的应用比例较大，主要用于絮凝剂、乳化剂、阻垢分散剂、颜料分散剂、增稠剂、石油开采助剂等，产品类型有聚丙烯酸钠、聚丙烯酰胺、丙烯酸共聚物等。目前在国内工业和城市污水处理、工业循环水处理、颜料、石油开采、纺织、医药、化妆品等领域得到不同程度的应用。2009 年我国以上诸领域的丙烯酸消耗量约为 16 万 t。

2.2. 产能扩张有限，景气度或将延续

我国丙烯酸及酯行业具有以国有企业为主体、外资和民营共同参与的市场格局。业内企业数量较少，行业集中度高。截至 2011 年 6 月底，全国共有丙烯酸生产商 11 家、丙烯酸酯生产商 13 家，合计产能 118 万吨/年和 140.50 万吨/年。其中，前五大生产商的产能约占全国总产能的 71%和 69%。

表3 我国前五大生产商产能占比

生产企业	丙烯酸	丙烯酸酯
江苏裕廊	17.80%	17.08%
上海华谊	17.80%	14.59%
宁波台塑	13.56%	14.23%
扬子巴斯夫	13.56%	11.03%

卫星石化	8.47%	10.68%
沈阳蜡化	6.78%	8.54%
兰州石化	6.78%	7.12%
北京东方	6.36%	6.41%
山东正和	3.39%	4.27%
吉林石化分公司	2.97%	3.20%
山东开泰	2.53%	0.36%
其他	N/A	2.49%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

全球丙烯酸及酯行业的集中度较高，前十大生产商的产能分别约占全球总产能的 87% 和 79.31%，前五大生产商的产能占比约为 71.34% 和 61.17%。截至 2011 年 6 月底，全球前五大丙烯酸及酯生产商均位于美国、西欧或日本，我国有 3 家企业进入前十大生产商行列，分别是江苏裕廊、上海华谊和卫星石化。

表4 全球前十大丙烯酸及其酯生产商

排名	生产企业	粗丙烯酸	丙烯酸酯
1	巴斯夫	114	109.6
2	陶氏化学	109.4	77.2
3	阿科玛	64.6	44
4	日本触媒	58	25.5
5	台塑工业	30	42
6	江苏裕廊	21	24
7	上海华谊	21	21
8	LG 化学	19.5	16.85
9	三菱化学	11	11.6
10	卫星石化	10	15
	全球合计	527	487.65

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

目前，我国丙烯酸及酯的年产能分别达118 万吨和140.50 万吨，占全球的比重已经由2005年的13.89%和20.96%上升至22.39%和28.81%。国内仍有数套新建装置正在建设当中，包括中海油惠州大亚湾丙烯酸及酯装置计划于2011年建成投产，包括丙烯酸粗酸14万t/a（其中商品量普酸4万t/a），酯类16万t/a；江苏裕廊计划扩产32万t/a粗酸装置，厂址位于江苏泰兴；嘉兴卫星扩建6万t/a粗酸装置，计划2010年投产，该公司还计划扩建丁酯10万t/a、甲酯4万t/a、粗酸6万t/a；上海华谊新增异辛酯产能2万t/a、甲酯4万t/a，均计划2010年投产。但是受限于原材料丙烯供给紧张，新增产能在11年难以有较高的开工率。到2012年底，新增丙烯酸及酯产能分别为44万吨/年和4万吨/年。随着国内新一轮新建装置的陆续投产，我国丙烯酸及酯行业产能占全球产能的比重将进一步上升。

3. 财务分析和竞争优势

3.1. 财务分析

表 5 公司主要财务指标

财务指标		2009	2010	2011E
盈利能力	ROE	38.6%	47.5%	80.4%
	毛利率	21.2%	29.7%	30.2%
	期间费用率	9.0%	9.4%	8.4%
偿债能力	流动比率	1.04	1.60	1.18
	速动比率	0.66	1.16	0.79
	资产负债率	57.3%	45.9%	63.0%
营运能力	应收账款周转率	15.22	18.28	17.45
	存货周转率	10.40	10.77	10.77
成长能力	每股经营活动现金流	0.79	0.28	0.83
	EPS	0.54	1.53	3.06

数据来源: Wind 安信证券研究中心

3.2. 竞争优势

3.2.1. 技术优势

公司现有发明专利 1 项、通过实质审查的发明专利申请 4 项、独占许可专利 3 项；开发高新技术系列产品 15 个，目前有 3 个产品已列入省级新产品计划。

公司开发的丙烯氧化直接合成丙烯酸新技术采用 DCS 模拟计算监控调整程序调整丙烯与氧气配比，使固定床复配催化剂发挥最佳的氧化效果，使丙烯酸转化率达 98.50% 以上，产品收率比行业平均水平高出 3%。

公司自主开发了聚丙烯酸类高分子乳液生产自动控制技术，以此为基础建成了年产 8 万吨纺织浆料和 2 万吨涂层胶的自动化生产线，使公司成为国内外最大的纺织浆料及织物涂层树脂现代化生产企业之一；公司与浙江工业大学合作研发的催化加氢还原生产技术已经通过中试生产，具备了工业化生产的条件，拟用于本次募投项目之一的颜料中间体项目的生产，该技术具有自动化控制程度高、产品质量稳定、物料能源消耗低、工艺环节更清洁、更环保的优势。

公司在多年生产聚丙烯酸类高分子乳液经验的基础上，开发出连续式高吸水性树脂生产技术和配方，能适用于生产普通纸尿裤用、超薄纸尿裤用、卫生巾用三大系列 SAP 产品，综合性能达到国内先进水平。同时成功开发出 SAP 用高纯度丙烯酸精制工艺，有利于打破国外企业的垄断地位。

3.2.2. 产业链布局优势

丙烯酸生产商进入下游产业，具有很强的竞争优势。目前公司在产业链建设方面已经走在行业前列，是国内少数具备全产业链的丙烯酸及酯和功能性高分子材料的规模化生产商之一。公司现有年产丙烯酸 10 万吨、丙烯酸酯 15 万吨、丙烯酸酯高分子乳液 11 万吨的生产能力。丙烯酸及酯可以直接面向市场对外销售，也可以作为原料用于公司下游高分子乳液、SAP 等产品的生产。公司丙烯酸酯高分子乳液的产量居行业前列，其基础就在于主要原料为公司自产。公司计划进一步拓展下游领域的产品研发和生产，包括作为本次募投项目的 3 万吨 SAP 项目，利用提纯后的高纯度丙烯酸为原料生产 SAP 产品。同时，完整的产业链保证了公司在抵御宏观经济波动和行业性风险方

面更具有优势。

3.2.3. 地域优势

公司地处长三角地区，纺织服装、建筑涂料、胶带（压敏胶）等丙烯酸及酯下游产业发达，以浙江长兴轻纺城、浙江南方纺织城、义乌小商品城、绍兴中国轻纺城、中国东方丝绸市场等专业市场为中心，集聚了一大批下游客户群。华东地区丙烯酸酯产能占全国的 72.05%，表观消费量占全国近 40%。公司所在的嘉兴市本身有深水良港乍浦港，正处于上述专业市场的中心，交通便利，地理位置优越。

公司依托卫星运输这一物流平台，为区域内的中小客户提供快捷、安全的服务，并为自身原材料采购提供配套。与国内北方地区的行业企业相比，公司拥有客户群体集中、运输成本较低的竞争优势。另外，为更充分地利用地域优势，公司计划通过全资子公司九通物流和卫星运输，在乍浦港建设融存储与运输于一体的化工物流基地。公司已经与三江化工有限公司签订租赁协议，租用其乍浦三期码头的乙烯罐区土地，租期至 2029 年。

4. 募投项目分析

本次募集资金投资项目实施后，公司将在巩固现有丙烯酸及酯产业链优势的基础上，继续开发并完善以 SAP 和丙烯酸酯高分子乳液为核心的下游功能性高分子材料产品结构，进一步提升公司产品的整体附加值。本次发行募集资金将按照轻重缓急顺序投资于以下项目：

表6 募投项目具体情况

序号	项目名称	项目核准情况	项目环评情况
1	浙江卫星丙烯酸制造有限公司丙烯酸及丙烯酸酯类三期技改建设项目	南经贸（2009）126 号	浙环建（2010）37 号
2	浙江卫星石化股份有限公司年产 30,000 吨高吸水性树脂技改项目	南经贸（2011）73 号	浙环建[2010]94 号
3	浙江友联化学工业有限公司颜料中间体生产技术优化技改项目	南经贸（2011）72 号	嘉环建函[2010]237 号

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

这三个项目的建设期均为一年。2010 年 11 月，公司启动丙烯酸及酯三期项目的前期建设工作，其中丙烯酸异辛酯技改项目已于 2011 年 4 月 13 日投入试生产，丙烯酸技改项目预计 2011 年底建成投产。SAP 项目已完成土地使用权购置和设备订购 4,108 万元；颜料中间体项目已支付土地使用权购置款 1,048.10 万元。

丙烯酸及酯三期项目新增丙烯酸年产能 6 万吨，主要用于生产下游丙烯酸异辛酯、聚合级丙烯酸、高纯度丙烯酸，高纯度丙烯酸作为 SAP 项目的生产原料；新增丙烯酸异辛酯年产能 2 万吨。由于 SAP 对原料的依赖性强，生产每单位 SAP 需消耗丙烯酸 0.82 单位左右，约占产品生产成本的 80%。因此公司通过年产 30,000 吨高吸水性树脂技改项目进军下游一体化具有很大优势。颜料中间体生产技术优化技改项目实施后，公司颜料中间体产能将从目前的 1.03 万吨提高至 2.10 万吨。

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 2011、2012 和 2013 年摊薄后的每股收益分别为 3.06 元、3.85 元和 4.16 元。

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，另一个是石化类上市公司。我们给予公司 15-17 倍 PE，按照 2011 年摊薄 EPS 3.06 元，建议询价区间为 46-52 元。预测 2012 公司摊薄计算的 EPS 为 3.85 元，公司的合理价值区间为 50-58 元。

表 7 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 10	备注
002645	华宏科技	27.00	25.26	9.88	41	金属打包设备
002644	佛慈制药	16.00	36.17	19.53	47	中成药
002643	烟台万润	25.00	31.82	13.64	35	液晶单体
002642	荣之联	25.00	20.53	8.95	49	系统集成收入
002641	永高股份	18.00	21.38	8.86	23	PVC-U 管材管件
平均			25.80	11.37	29	

数据来源：Wind 安信证券研究中心

表 8 复合新材料上市公司估值水平一览 截止日期：2011-12-11

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10A	PE 11E	PS	PB	备注
000698	沈阳化工	6.00	12.92	2.82	18	13	1	1	成品油、高分子聚合物、润滑油、无机化工原料、有机化工原料
601678	滨化股份	12.59	21.87	10.28	25	13	2	3	建筑型材、无机化工原料、有机化工原料
002493	荣盛石化	20.33	16.34	14.08	15	11	1	4	合成纤维、有机化工原料
600339	天利高新	7.49	26.98	11.35	17	17	2	3	催化剂及化学助剂、高分子聚合物、有机化工原料
002408	齐翔腾达	18.78	25.35	17.80	21	14	4	3	无机化工原料
平均			19.72	11.26	19	13	2	3	

数据来源：Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 原材料价格波动风险

丙烯、正丁醇和乙醇是公司主要的生产原料，其中正丁醇工业制法的主要原料是丙烯，乙醇也可由乙烯水合法制得。丙烯和乙烯均来源于石油炼化或裂解行业，因此，公司主要原材料的价格理论上与石油价格存在较高的关联度。

6.2. 行业周期性风险

行业周期性主要受外部经济环境、行业供需状况及自身发展阶段等多方面因素的影响。尽管行业短期内仍可能保持增长态势，但也不排除出现周期性调整的可能性，届时行业可能出现产品价格下降、开工率不足、经济效益下滑等现象，从而给公司带来行业性的经营风险。

6.3. 产能扩张风险

公司是目前国内大型丙烯酸及酯生产企业之一。公司已形成 10 万吨丙烯酸和 15 万吨丙烯酸酯的年生产能力，居国内行业第五位。本次发行募集资金投资项目建成投产后，公司将形成 16 万吨丙烯酸和 15 万吨丙烯酸酯的年生产能力。在行业景气度下降时期，扩张产能若不能被市场完全消化，则将对公司业绩产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/12/12		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	0.4%	71.3%	101.3%	41.5%	15.3%
减: 营业成本	751.0	1,147.3	2,294.6	3,391.0	3,968.9	营业利润增长率	98.8%	190.9%	114.5%	26.1%	7.8%
营业税费	1.6	2.4	4.9	7.0	8.0	净利润增长率	99.2%	184.4%	100.1%	26.0%	7.9%
销售费用	11.7	20.6	39.4	55.8	64.4	EBITDA 增长率	38.1%	146.3%	101.4%	27.4%	10.1%
管理费用	61.2	116.4	213.7	302.4	375.4	EBIT 增长率	45.2%	173.6%	110.8%	21.6%	6.7%
财务费用	13.3	16.8	23.4	-3.6	-13.3	NOPLAT 增长率	43.7%	167.1%	95.9%	21.4%	6.8%
资产减值损失	1.6	1.7	8.2	12.3	4.1	投资资本增长率	55.1%	94.1%	90.5%	77.7%	26.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	37.1%	131.2%	18.2%	409.7%	17.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	112.7	327.8	703.1	886.8	955.9	利润率					
加: 营业外净收支	-0.1	5.0	-	-1.0	-	毛利率	21.2%	29.7%	30.2%	27.1%	26.0%
利润总额	112.6	332.9	703.1	885.8	955.9	营业利润率	11.8%	20.1%	21.4%	19.1%	17.8%
减: 所得税	5.1	27.1	91.4	115.2	124.3	净利润率	11.3%	18.7%	18.6%	16.6%	15.5%
净利润	107.5	305.8	611.7	770.6	831.6	EBITDA/营业收入	16.0%	22.9%	23.0%	20.7%	19.7%
						EBIT/营业收入	13.2%	21.1%	22.1%	19.0%	17.6%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	79	47	34	59	92
交易性金融资产	54.8	151.4	263.0	1,592.7	1,556.7	流动营业资本周转天数	40	52	64	89	104
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	110	107	106	178	229
应收票据	80.2	108.7	270.4	503.7	580.7	应收账款周转天数	24	20	21	30	37
预付款项	72.4	122.8	252.2	356.8	411.4	存货周转天数	35	33	33	42	47
存货	20.9	57.6	103.5	171.3	250.7	总资产周转天数	220	203	178	262	343
其他流动资产	133.2	170.2	440.1	650.3	761.2	投资资本周转天数	135	141	134	173	217
可供出售金融资产	1.9	1.1	1.1	1.1	1.1	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	38.6%	47.5%	80.4%	19.9%	18.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	16.5%	25.7%	29.8%	16.3%	15.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	43.1%	74.3%	75.0%	47.8%	28.7%
固定资产	200.9	224.5	396.2	1,122.2	1,610.2	费用率					
在建工程	21.8	246.5	246.5	246.5	246.5	销售费用率	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
无形资产	24.9	71.0	66.3	61.9	57.7	管理费用率	6.4%	7.1%	6.5%	6.5%	7.0%
其他非流动资产	41.7	34.6	14.1	14.1	14.1	财务费用率	1.4%	1.0%	0.7%	-0.1%	-0.2%
资产总额	652.6	1,188.6	2,053.2	4,720.5	5,490.3	三费/营业收入	9.0%	9.4%	8.4%	7.6%	8.0%
短期债务	219.6	188.1	657.5	10.0	10.0	偿债能力					
应付账款	95.6	121.1	414.9	613.2	717.7	资产负债率	57.3%	45.9%	63.0%	17.9%	17.3%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	134.4%	84.7%	169.9%	21.8%	20.9%
其他流动负债	11.1	47.2	43.7	43.7	43.7	流动比率	1.04	1.60	1.18	4.81	4.54
长期借款	25.0	163.0	163.0	163.0	163.0	速动比率	0.66	1.16	0.79	3.86	3.57
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	9.51	20.48	31.10	-242.80	-70.65
负债总额	374.2	545.0	1,292.6	843.4	947.9	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.01	1.07	0.77	0.83
股本	74.8	74.8	200.0	200.0	200.0	分红比率	0.0%	0.7%	35.0%	20.0%	20.0%
留存收益	172.0	163.0	560.6	3,677.1	4,342.5	股息收益率					
股东权益	278.4	643.6	760.6	3,877.1	4,542.5						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.54	1.53	3.06	3.85	4.16
加: 折旧和摊销	107.5	305.8	611.7	770.6	831.6	BVPS(元)	1.39	3.22	3.80	19.39	22.71
资产减值准备	44.4	43.5	28.1	78.4	116.1	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	1.6	1.7	8.2	12.3	4.1	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	23.7	8.9	13.9	23.4	-3.6	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-96.7	-242.3	-299.1	-430.0	-221.4	CAGR(%)	92.8%	39.6%	4.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	56.4	165.4	372.3	427.7	717.1	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-103.2	-174.1	-200.0	-800.0	-600.0	ROIC/WACC	9.5	16.4	16.6	10.6	6.4
融资活动产生现金流量	51.8	108.3	357.1	1,702.0	-153.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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;
增持 — 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

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@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: 200123

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