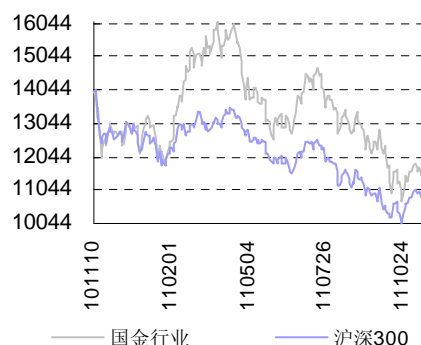


目标价格(人民币): 37.00-40.70元
 询价价格(人民币): 31.45-34.60元
 长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	20.00
总股本(百万股)	60.00
国金专用化学品指数	11730.87
沪深 300 指数	2699.59
中小板指数	6052.37



绿色环保表面活性剂的先行者

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.342	0.849	1.460	1.849	2.502
每股净资产(元)	3.01	3.95	13.17	15.03	17.54
每股经营性现金流(元)	-0.92	1.80	1.40	1.88	2.38
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	35.05	31.58	29.17	29.17	29.17
净利润增长率(%)	106.22%	148.58%	71.96%	26.62%	35.34%
净资产收益率(%)	15.14%	28.67%	11.08%	12.30%	14.27%
总股本(百万股)	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 表面活性剂是一种重要的化工原料, 主要应用于洗涤用品、化妆品等日用消费领域。过去十年, 国内表面活性剂行业实现了年均 7-8% 的增长, 2010 年需求约 165 万吨。随着人们消费水平提高, 国内洗涤剂、化妆品等行业稳定增长, 表面活性剂将继续受益于消费品行业的持续发展。
- 绿色环保是行业大势所趋。表面活性剂行业面临着来自资源、环保、安全方面的制约, 因此以天然油脂为原料的表面活性剂将逐步替代传统的石油基产品。近五年, 国内天然油脂基表面活性剂需求年均增长 11%, 但是目前仅占总需求的 25%, 远低于发达国家 50-80% 的水平。未来五年, 在国家政策的大力支持下, 绿色环保型表面活性剂将面临更好的发展机遇。
- 公司是国内规模最大的表面活性剂企业之一, 年生产天然油脂基表面活性剂 13 万吨。近三年收入年均增长 34%, 2010 年达到 12.97 亿元, 主要产品 AES 销量保持行业首位, 客户包括联合利华、纳爱斯等大型日化企业。虽然行业公司众多, 但是公司凭借技术和规模优势, 长期位居行业前列:
 - 技术优势。公司前身是科研院所, 技术实力较强, 是国内唯一规模化生产新型绿色表面活性剂 MES 的企业。作为石油基产品 LAS 的最佳替代物(市场空间 50 万吨), MES 采用棕榈油和动植物油作为原料, 性能优异, 吨成本在高油价时比石油基低 300 美元, 毛利率 25% (比普通产品高 6-8 个点), 前景较好。
 - 规模优势。国内表面活性剂企业数量较多, 但规模超过万吨的不足 20 家。公司除了自己生产, 还在多地建立了外协加工点, 基本涵盖表面活性剂的主要消费领域, 规模优势显著。
- 募投项目将改善产能瓶颈, 优化产品结构。目前公司产品供不应求, 委托加工比例达到 23%。项目建成后, 公司的 AES、MES 产能将由原来的 7、3 万吨上升到 14.6、6 万吨, 年新增收入 10.13 亿元。同时高端产品 MES 对盈利的贡献也大大增加, 公司的竞争优势得到进一步巩固。
- 我们预计 11-13 年 EPS 为 1.46、1.85、2.5 元, 以行业类似公司 12 年 20-22 倍估值为参照, 我们认为公司合理价值区间为 37-40.7 元, 按 15% 折价计算, 询价区间 31.45-34.6 元。
- 风险提示: 原材料价格波动风险; 宏观经济波动风险。

刘波

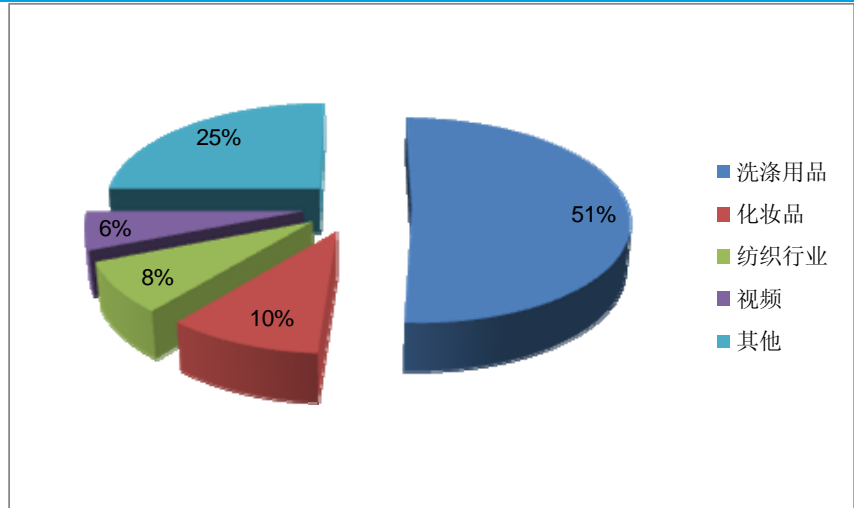
分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
 (8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

感谢张苏予对本文的贡献

表面活性剂被誉为“工业味精”，广泛应用于日用消费品领域

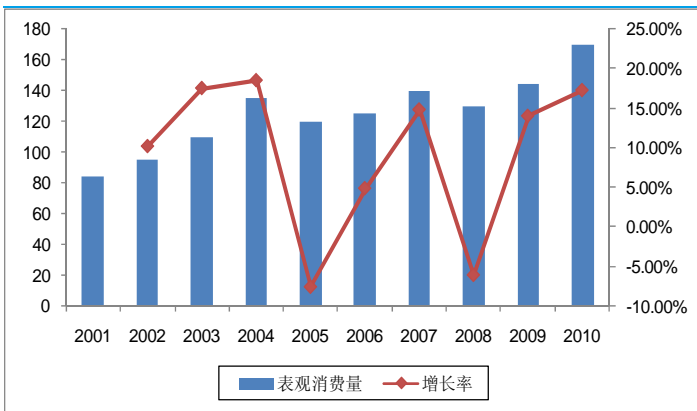
- 表面活性剂是一种重要的化工原料，主要应用于洗涤用品行业，并且在化妆品、纺织、皮革等领域也有较多的应用。近几年，亚洲表面活性剂市场快速发展，2009年占全球的份额上升至32%（全球约1270万吨），其中中国实现了年均7-8%的增长，2010年表面活性剂需求达到165万吨左右。由于亚洲国家表面活性剂的人均消费量和发达国家相比差距依然很大，预计未来几年，以中国为代表的新兴国家在表面活性剂领域仍将实现较快的发展。

图表1：表面活性剂下游消费领域



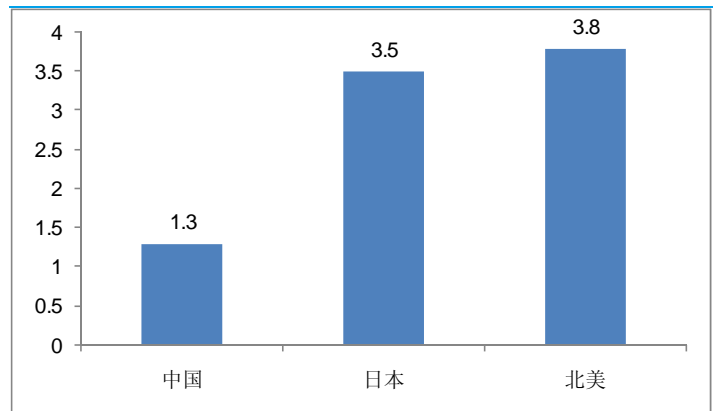
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表2：2001-2010年我国表面活性剂表观消费量（万吨）



来源：中国洗涤用品工业协会、国金证券研究所

图表3：主要国家表面活性剂人均消费量（千克）



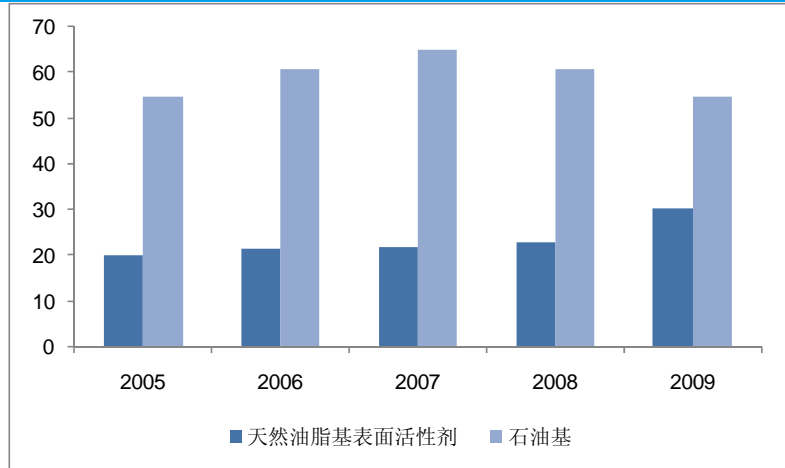
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

国内绿色环保表面活性剂供应不足，发展空间较大

- 随着消费者对日用化学品安全性的重视程度加深，以及资源节约的驱动，绿色环保的表面活性剂将逐步替代传统的石油基表面活性剂。2009年国内表面活性剂市场规模约145万吨，其中最主要的石油基表面活性剂LAS的总产量比重由2006年的36.94%下降到2009年的31.11%，而天然油脂基表面活性剂产量比重由20.55%上升到25.58%，但是和发达国家相比依然差距较大（日本天然油脂基占85.71%，北美占57.89%）。

- 我国洗涤用品“十二五”规划提出，要着重开发功能型、环保型表面活性剂新品种，充分利用可再生资源。预计未来几年，在国家政策的大力支持下，以天然油脂基产品为代表的绿色环保表面活性剂将获得更好的发展机遇。

图表4: 2005-2009年国内表面活性剂市场结构变动情况(万吨)



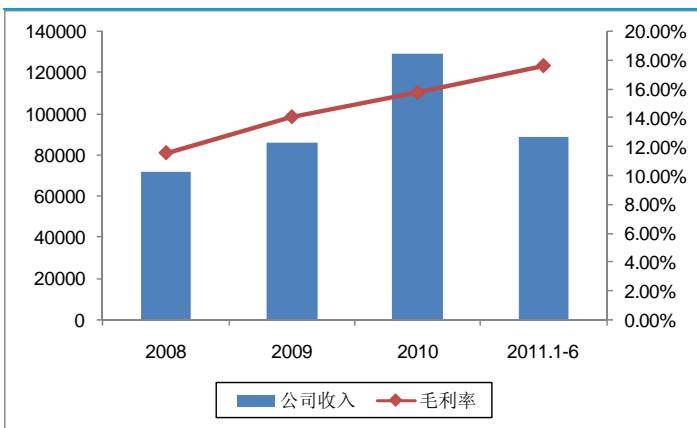
来源: 中国洗涤用品工业协会、国金证券研究所

公司是表面活性剂行业的领军企业

国内规模最大的绿色环保表面活性剂企业之一

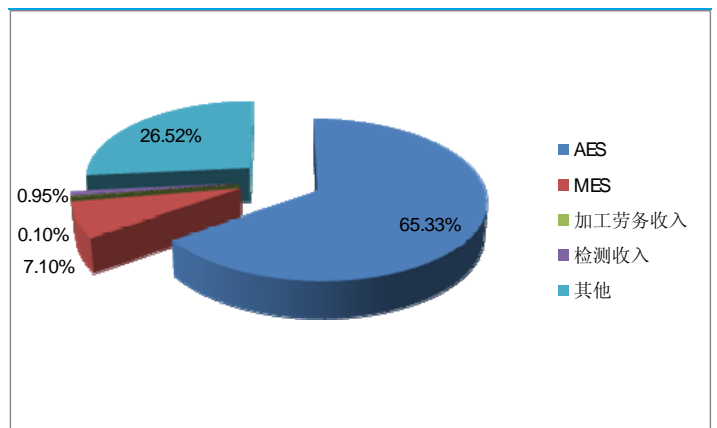
- 公司是国内规模最大的表面活性剂企业之一，年生产天然油脂基表面活性剂 13 万吨。近三年收入年均增长 34%，2010 年达到 12.97 亿元，主要产品 AES 销量保持行业首位（7 万吨，约占国内的 26%），客户包括纳爱斯、立白、传化、联合利华等国内外大型日化企业。

图表5: 公司收入和毛利率(万元)



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表6: 公司主营收入结构(2011年1-6月)



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

技术、规模是核心优势

- 截至 2010 年，国内有 4000 余家企业从事表面活性剂生产经营，但产销量超过万吨的企业不足 20 家。另一方面，以德国科宁、日本花王、法国罗

地亚、南非沙索等为代表的国际表面活性剂行业巨头纷纷进驻中国市场。面对来自国内外对手的激烈竞争，公司近几年仍能保持快速成长，并且在行业内占据一席之地，与国内外众多知名日化企业（如纳爱斯、立白、传化、联合利华）建立了长期合作关系，其核心优势有两点：技术和规模。

图表7: 2010年主要企业表面活性剂销量(万吨)

浙江赞宇科技股份有限公司	11.69
湖南丽臣奥威实业有限公司	8.2
南京佳和日化有限公司	7.48
中轻物产浙江化工有限公司	6.69
沙索(中国)化学有限公司	5.35

来源: 中国洗涤用品工业协会、国金证券研究所

图表8: 2010年主要企业醇系表面活性剂销量(万吨)

浙江赞宇科技股份有限公司	8.25
湖南丽臣奥威实业有限公司	4.64
中轻物产浙江化工有限公司	3.22
天津天女化工集团公司	2
北京罗地亚东方化工有限公司	1.6

来源: 中国洗涤用品工业协会、国金证券研究所

- 技术优势。公司前身是浙江省轻工业研究所，承继了原科研院所较强的专业研发力量，围绕表面活性剂技术及应用开展持续研发和创新，尤其在MES领域，在国内率先技术突破并唯一实现产业化，在行业内具有里程碑意义。MES是替代使用量最大的石油基表面活性剂LAS的最佳产品，不仅去污力是LAS的1.5-1.8倍，而且原料来自棕榈油、动植物油，在油价超过100美元/桶时，生产一吨MES成本比LAS低300美元/吨。目前，国内MES的市场需求约50万吨/年，毛利率高于普通产品6-8%，未来随着募投产能的投产，MES将逐渐成为公司毛利的主要来源。

图表9: MES和LAS的性能对比

性能	LAS	MES
去污力	需要含磷助剂，水硬度在150mgCaCO ₃ /L时，去污力下降25%	不需要含磷助剂，水硬度在150mgCaCO ₃ /L时，去污力下降12%
泡沫及润湿力	良好	良好，硬水中性能减损少
与酶的配伍性	对碱性蛋白或碱性脂肪酶的活性影响较大	对碱性蛋白或碱性脂肪酶的活性影响较小，更适宜于加酶洗涤剂
油脂加溶性	低于MES，去油污能力相对较弱	良好，去油污力更强
安全性	对鱼类半致死浓度为10mg/L	对鱼类半致死浓度为30mg/L，毒性远远低于LAS
生物降解性	8天级初级降解性为90.7%	8天级初级降解性为99.5%，对环境影响小

来源: 国金证券研究所

- 规模优势。公司目前已形成13万吨/年的表面活性剂生产能力，并且根据客户需求，在广东中山、江苏徐州、陕西西安、浙江绍兴建立多个委托加工点，基本覆盖了表面活性剂主要市场区域，同时能够降低产品的运输成本，提高供货效率。这种优势大大提高了公司的规模效益和抵御风险的能力。

图表10: 国内日化产品生产地区(红色)和公司生产基地(星型)



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

募投项目将改善公司的产能瓶颈, 优化产品结构

- 目前公司产品供不应求, 外协加工占收入的比例达到。本次募集资金投向 AES、MES 项目, 建成后 AES、MES 产能将翻一番, 增至 14.6、6 万吨, 预计年新增收入 10.13 亿元。同时高端产品 MES 对盈利的贡献也大大增加, 公司的竞争优势得到进一步巩固。

盈利预测与估值

- 盈利的主要产品假设
 - 主要产品销售情况见销售预测表;
 - 所得税保持 15% 优惠税率不变;

图表11: 主要产品销售预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
AES						
平均售价 (元/吨)	8,463.30	5,910.40	7,619.10	9,700.00	9,500.00	9,300.00
增长率 (YOY)		-30.16%	28.91%	27.31%	-2.06%	-2.11%
销售数量 (千吨)	48.53	81.30	110.82	120.00	140.00	175.00
增长率 (YOY)		67.52%	36.32%	8.28%	16.67%	25.00%
销售收入 (百万元)	410.72	480.50	844.38	1,164.00	1,330.00	1,627.50
增长率 (YOY)		16.99%	75.73%	37.85%	14.26%	22.37%
毛利率	11.20%	14.00%	15.70%	16.50%	16.00%	16.00%
MES						
平均售价 (元/吨)	10,419.90	7,725.20	8,483.90	9,200.00	9,000.00	8,900.00
增长率 (YOY)		-25.86%	9.82%	8.44%	-2.17%	-1.11%
销售数量 (千吨)	0.10	0.47	1.63	12.00	27.00	56.00
增长率 (YOY)		372.55%	247.60%	637.19%	125.00%	107.41%
销售收入 (百万元)	1.03	3.62	13.81	110.40	243.00	498.40
增长率 (YOY)		250.35%	281.74%	699.42%	120.11%	105.10%
毛利率	18.30%	16.90%	19.50%	25.00%	24.00%	23.00%
AOS (35%)						
销售收入 (百万元)	98.72	86.07	113.67	144.00	140.00	136.00
毛利率	14.10%	12.70%	16.80%	17.00%	17.00%	17.00%
6501						
销售收入 (百万元)	64.75	52.19	84.49	94.04	85.80	85.80
毛利率	16.40%	16.00%	12.80%	12.00%	12.00%	12.00%
LSA (70%)						
销售收入 (百万元)	19.67	23.18	19.79	33.00	33.00	33.00
毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
SS						
销售收入 (百万元)	13.19	16.76	22.04	26.10	26.10	26.10
毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他						
销售收入 (百万元)	112.13	213.60	198.95	208.90	219.34	230.31
毛利率	6.92%	13.04%	16.56%	10.00%	10.00%	10.00%
销售总收入 (百万元)	720.21	875.92	1297.13	1780.44	2077.24	2637.11
平均毛利率	11.58%	13.81%	15.76%	16.02%	16.18%	16.70%

来源: 国金证券研究所

- 基于上述假设, 我们预计公司 2011-2013 年主营业务收入分别为 17.8、20.77、26.37 亿元, 归属母公司净利润 1.17、1.48、2 亿元, 对应 EPS 为 1.46、1.85、2.50 元/股。

相对估值

图表12: 主要参照公司估值水平

股票代码	上市公司	11月10日收盘价	EPS(元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002476	宝莫股份	17.12	0.32	0.43	0.65	54.65	20.12	26.67
300082	奥克股份	20.91	0.66	0.98	1.25	30.90	20.97	16.4
600315	上海家化	36.07	0.65	0.91	1.26	55.25	39.72	28.57
300214	日科化学	19.69	0.60	0.82	1.27	32.72	24.01	15.46
300174	元力股份	26.58	0.39	0.65	1.04	67.54	40.97	25.63
平均估值						48.21	29.16	22.55

来源: 朝阳永续、国金证券研究所

- 我们选取有表面活性剂业务的宝莫股份和奥克股份、下游客户上海家化、塑料助剂企业日科化学、利用可再生资源的企业元力股份作为可比公司。根据 2011 年 11 月 10 日的收盘价, 上市公司的平均 PE 为 2010 年的 48.21、2011 年的 29.16、2012 年的 22.55。综合考虑行业情况和公司特点, 我们给予公司 12 年 20-22 倍 PE, 目标价格区间为 37-40.7 元, 按 15%折价, 询价区间 31.45-34.6 元。

风险提示

- 原材料大幅波动风险; 宏观经济波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	720	859	1,297	1,780	2,077	2,637
增长率		19.3%	51.0%	37.3%	16.7%	27.0%
主营业务成本	-637	-738	-1,093	-1,495	-1,741	-2,197
%销售收入	88.4%	85.9%	84.2%	84.0%	83.8%	83.3%
毛利	83	121	204	285	336	440
%销售收入	11.6%	14.1%	15.8%	16.0%	16.2%	16.7%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-4	-4	-5
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-32	-41	-53	-62	-73	-92
%销售收入	4.4%	4.8%	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-27	-41	-61	-84	-96	-119
%销售收入	3.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	22	37	86	136	164	224
%销售收入	3.0%	4.3%	6.7%	7.6%	7.9%	8.5%
财务费用	-9	-7	-7	3	14	16
%销售收入	1.2%	0.9%	0.5%	-0.2%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	12	29	80	139	178	240
营业利润率	1.7%	3.4%	6.1%	7.8%	8.6%	9.1%
营业外收支	5	5	3	2	1	1
税前利润	17	34	82	141	179	241
利润率	2.3%	4.0%	6.3%	7.9%	8.6%	9.2%
所得税	-2	-5	-12	-21	-27	-36
所得税率	13.9%	15.3%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	15	29	70	120	152	205
少数股东损益	1	2	2	3	4	5
归属于母公司的净利润	13	27	68	117	148	200
净利率	1.8%	3.2%	5.2%	6.6%	7.1%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	0	0	120	152	205
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	13	20	25
非经营收益	0	0	0	3	-1	-1
营运资金变动	0	0	0	-23	-21	-38
经营活动现金净流	0	0	0	112	151	191
资本开支	-30	-26	-36	-85	-130	1
投资	0	0	0	0	0	0
其他	1	2	3	0	0	0
投资活动现金净流	-29	-24	-33	-85	-130	1
股权募资	0	45	0	700	0	1
债权募资	-14	20	4	-148	0	1
其他	-21	-5	-22	-5	0	0
筹资活动现金净流	-35	59	-18	547	0	2
现金净流量	-64	36	-51	573	21	194

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	48	48	98	671	692	885
应收款项	49	56	55	77	89	114
存货	91	132	196	221	258	325
其他流动资产	6	31	13	30	35	44
流动资产	194	267	362	999	1,074	1,368
%总资产	59.0%	63.7%	64.8%	78.6%	73.7%	79.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	82	102	143	219	332	308
%总资产	25.1%	24.3%	25.6%	17.3%	22.8%	17.8%
无形资产	50	49	52	51	50	49
非流动资产	135	152	197	272	383	358
%总资产	41.0%	36.3%	35.2%	21.4%	26.3%	20.7%
资产总计	328	419	559	1,271	1,457	1,726
短期借款	117	137	141	0	0	0
应付款项	87	91	158	197	230	290
其他流动负债	5	-1	5	6	7	9
流动负债	210	228	304	204	237	299
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	5	8	0	0	0
负债	214	232	311	204	237	300
普通股股东权益	108	181	237	1,054	1,202	1,403
少数股东权益	6	7	11	14	18	23
负债股东权益合计	328	419	559	1,271	1,457	1,726

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.166	0.342	0.849	1.460	1.849	2.502
每股净资产	2.164	3.009	3.950	13.172	15.025	17.540
每股经营现金净流	1.813	-0.919	1.801	1.400	1.882	2.383
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.25%	15.14%	28.67%	11.08%	12.30%	14.27%
总资产收益率	4.04%	6.51%	12.16%	9.19%	10.15%	11.60%
投入资本收益率	8.16%	9.67%	19.03%	10.80%	11.40%	13.35%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	19.26%	50.98%	37.26%	16.67%	26.95%
EBIT增长率	N/A	68.92%	133.70%	56.88%	20.63%	36.98%
净利润增长率	N/A	106.22%	148.58%	71.96%	26.62%	35.34%
总资产增长率	N/A	27.84%	33.21%	127.43%	14.62%	18.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	18.4	12.6	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	25.9	55.0	54.8	54.0	54.0	54.0
应付账款周转天数	17.0	25.2	20.4	21.0	21.0	21.0
固定资产周转天数	30.0	29.7	27.6	45.0	50.6	42.6
偿债能力						
净负债/股东权益	60.90%	47.49%	17.40%	-62.90%	-56.73%	-62.03%
EBIT利息保障倍数	2.5	5.0	12.2	-40.7	-11.6	-13.8
资产负债率	65.30%	55.39%	55.71%	16.02%	16.27%	17.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B