



国内领先的高端环氧树脂制造商

——宏昌电子 (603002)

2012年5月8日

宏昌电子 新股定价

摘要:

- 宏昌电子是国内领先的电子级环氧树脂制造商。**宏昌电子主营业务为电子级环氧树脂的生产和销售，产品覆盖阻燃型、液态型、固态型、溶剂型和其他专用型五大类环氧树脂，是国内主要环氧树脂制造商之一，从收入规模、资产规模、利润规模等综合指标看，公司综合排名在行业前3位。
- 环氧树脂行业受下游电子行业和风力发电行业拉动。**电子级环氧树脂的主要应用领域为覆铜板的生产；其次是各种电子零件、半导体和集成电路的封装。随着我国电子信息产业的迅速发展，以及国外电子信息制造业向中国的产业转移，国内印制电路板需求旺盛，持续快速发展。环氧树脂还广泛应用于风机叶片的制造以及特种涂料，而宏昌电子是国内首家获得德国劳氏船级社 (Germanischer Lloyd) 认证的风机叶片用环氧树脂生产厂商，国内风电行业的高速发展必将带动公司的复合材料用环氧树脂制造快速增长。
- 募集资金项目将帮助公司突破产能限制瓶颈。**公司募集资金投入“电子用高科技化学品项目”，建设三条合成反应生产线及配套附属设备，生产规模为年产环氧树脂 80,000 吨，其中液态型产品 23,000 吨、阻燃型 42,000 吨、无铅制程专用和无卤阻燃型产品共 4,000 吨、固化剂 3,000 吨、水性环氧树脂 2,000 吨和稀释型环氧树脂 6,000 吨，产品主要销售给国内外覆铜板、LED、涂料和风力叶片等生产厂商。投产后将突破目前的产能限制瓶颈。
- 盈利预测及投资建议。**未来两到三年，公司将通过上市及募投项目的实施，在现有 73000 吨产能的基础上增加 80000 吨产能至 153000 吨，公司品牌和知名度进一步提升。我们预测公司 2012~2014 年发行摊薄后的每股收益分别为 0.14、0.15 元、0.22 元。宏昌电子的申购价是 3.60 元，首日上市价格给予 15%-30% 的溢价，首日的收盘价格为 4.14~4.68 元。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	1,251.37	1,418.92	1,587.38	1,763.45	2,433.29
增长率 (%)	44.09	13.39	11.87	11.09	37.98
净利润(百万元)	61.30	42.26	54.92	59.85	87.13
增长率 (%)	7.12	(31.06)	29.94	8.99	45.58
净资产收益率 (%)	13.39	8.72	6.30	6.64	9.22
每股收益(元)	0.20	0.14	0.14	0.15	0.22
PE	18	26	26	24	16

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号: S1480510120014

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66554033

fanjs@dxzq.net.cn

申购价

3.60 元

上市首日定价区间

4.14~4.68 元

发行上市资料

总股本 (万股) 30000

发行量 (万股) 10000

发行日期 2012.05.04

发行方式 网下+网上申购

保荐机构: 海通证券

预计上市日期

2012.05.09

发行前财务数据

每股净资产 (元) 1.615

1.615

净资产收益率 (%) 8.723

8.723

资产负债率 (%) 57.82

57.82

主要股东和持股比例

Epoxy Base Investment Holding LTD.	70.00%
江阴市新理念投资有限公司	8.33%
深圳市德道投资管理有限公司	7.67%
汇丽创建有限公司	5.00%
深圳市达晨创业投资有限公司	5.00%
深圳市正通资产管理有限公司	2.00%
北京中经世纪投资有限公司	2.00%

目录

1. 公司是国内技术领先的高端环氧树脂生产商	4
2. 下游行业拉动环氧树脂行业快速发展	5
2.1 环氧树脂是应用广泛的精细化产品	5
2.2 电子电气产业的高速发展将带动环氧树脂行业平稳发展	6
2.3 风电新能源拉动环氧树脂复合材料高速发展	6
2.4 行业结构有待优化，行业集中度有待提高	7
3. 公司是技术创新能力较强的环氧树脂龙头	8
3.1 公司是快速发展的环氧树脂龙头	8
3.2 公司具有较强的技术创新能力	9
4. 募集项目助公司突破产能瓶颈	10
4.1 年产 23000 吨液态型环氧树脂项目	11
4.2 年产 42000 吨阻燃型环氧树脂项目	11
4.3 年产 4000 吨无卤环氧树脂和无铅制程专用环氧树脂项目	12
4.4 年产 2000 吨水性环氧树脂项目	12
4.5 年产 6000 吨稀释型环氧树脂项目	12
5. 盈利预测及投资建议	12

表格目录

表 1: 公司主要产品销售收入及其占主营收入比重 (2011 年年报)	8
表 2: 公司营业收入、净利润和综合毛利率增长情况	8
表 3: 公司的专利技术	10
表 4: 公司近期研发投入	10
表 5: 募投项目达产后各种产品的产量 (单位: 吨)	10
表 6: 募投项目各种产品的类别、产量和用途 (单位: 吨)	11
表 7: 公司收入结构预测	13
表 8: 利润表	14
表 9: 资产负债表	14
表 10: 现金流量表	15

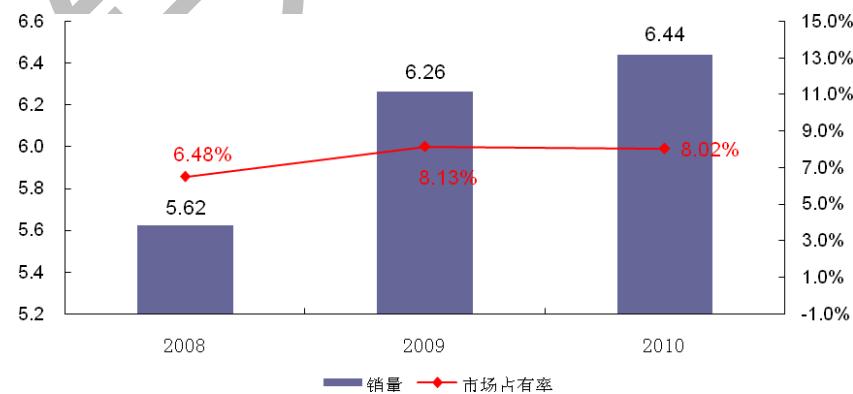
插图目录

图 1: 宏昌电子 2008-2010 年公司销量及市场占有率 (单位: 万吨)	4
图 2: 宏昌电子 2011 年主营业务收入构成 (按用途)	4
图 3: 环氧树脂行业产业链结构	5
图 4: 国内集成电路产量	6
图 5: 中国历年风电装机容量	7
图 6: 国内主要环氧树脂生产厂商 2010 年销售量及市场占有率 (单位: 万吨)	8
图 7: 宏昌电子历年销售结构 (单位: 百万元)	9

1. 公司是国内技术领先的高端环氧树脂生产商

宏昌电子材料股份有限公司是中国第一家有能力生产高端电子级环氧树脂的专业生产商，主要产品为电子级环氧树脂。公司产品可应用于电子行业的覆铜板、发光二极管、回扫变压器、电容器等电子零件，以及环氧模塑料、航天及军事用途的特殊复合材料、胶粘剂与工艺品等行业。生产能力已达7.3万吨/年，其中液态环氧树脂产能为5.5万吨/年。公司的高端电子级环氧树脂可完全替代进口电子级环氧树脂，填补中国在高端电子级环氧树脂的空白。环氧树脂产品已有符合覆铜板行业无铅制程的环氧树脂、无卤阻燃环氧树脂，应用于LED封装的环氧树脂，风力发电机叶片用的环氧树脂等，都是属于符合绿色环保和节能产业方向的产品。宏昌电子历年的销售量及国内市场占有率如图1所示：

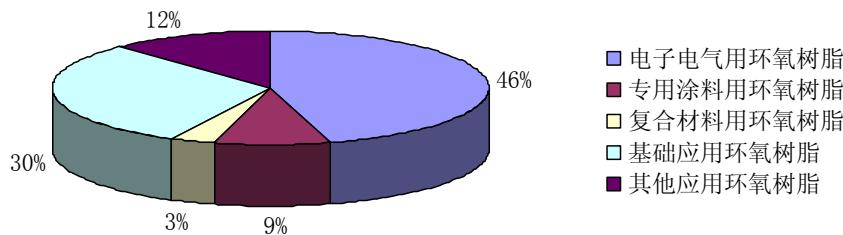
图1：宏昌电子2008-2010年公司销量及市场占有率（单位：万吨）



资料来源：招股意向书摘要，东兴证券研究所

公司在发展电子级环氧树脂的同时也在积极开拓其他应用领域，如涂料、基础应用环氧树脂和复合材料用环氧树脂。2011年宏昌电子的营业收入比如图2所示：

图2：宏昌电子2011年主营业务收入构成（按用途）



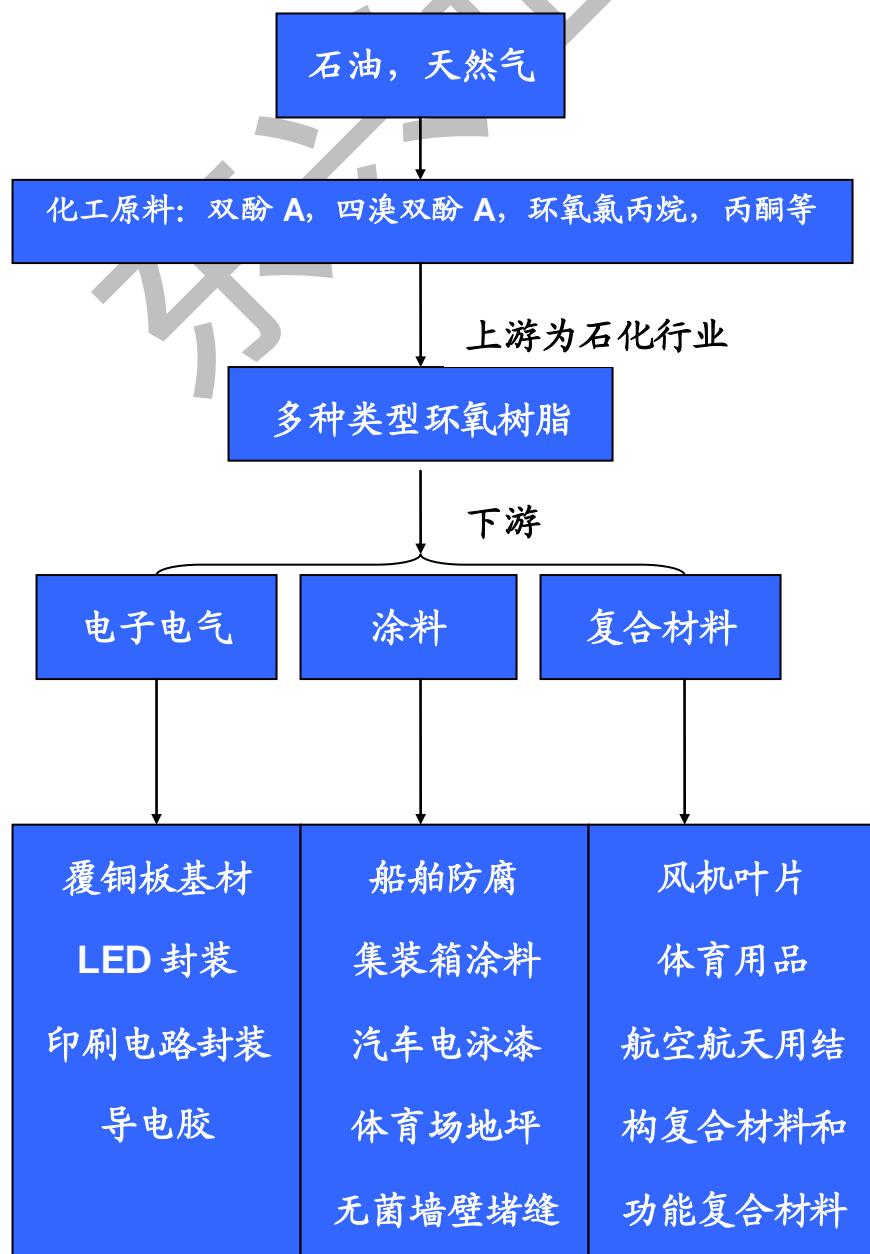
资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2. 下游行业拉动环氧树脂行业快速发展

2.1 环氧树脂是应用广泛的精细化学品

环氧树脂是一类高技术含量的精细化学品，可应用于国民生产多个领域。环氧树脂的产业链结构如图 3 所示：

图 3：环氧树脂行业产业链结构



资料来源：东兴证券研究所

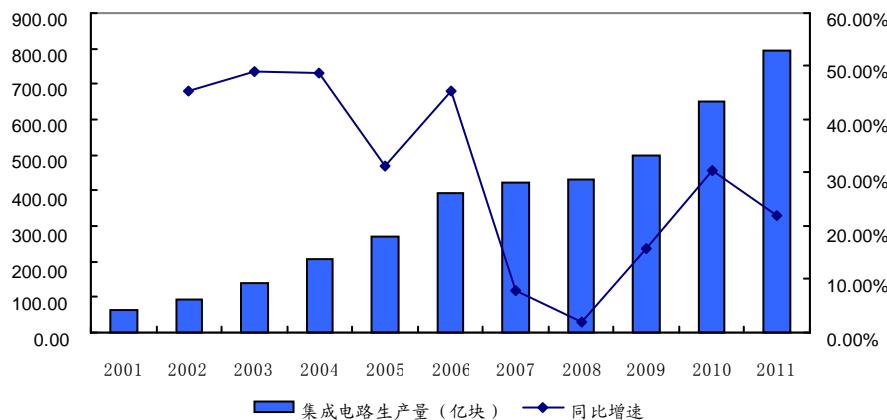
根据中国环氧树脂行业协会统计, 2010 年我国环氧树脂消费量达到约 80 万吨, 占到全球消费总量的约 40%。根据中国环氧树脂行业协会预计, 未来 5 年, 在我国 GDP 继续保持高增长的态势下, 我国环氧树脂需求量年复合增长率将达到 10%, 2015 年消费总量将达到 130 万吨左右, 占到全球环氧树脂消费市场半数以上。

2.2 电子电气产业的高速发展将带动环氧树脂行业平稳发展

作为电子电气行业中不可缺少的绝缘材料, 环氧树脂被用作覆铜板的基材, 这是环氧树脂在电子工业中耗用量最大的应用; 其次是用于各种电子零件的封装, 包括传统显像管、显示器用的高压包、电容器及 LED 的封装材料; 半导体和集成电路的封装大量使用的也是环氧树脂。

随着我国电子信息产业的迅速发展, 以及国外电子信息制造业向中国的产业转移, 国内印制电路板需求旺盛, 持续快速发展, 据中国工业和信息化部统计: 2001~2008 年间, 我国电子信息产业销售收入年均增长 25.24%, 2009 年我国电子信息产业实现销售收入 6.51 万亿元, 同比增长 3.4%。2001~2008 年间, 中国印制电路板产业高速增长, 总产值复合增长率达 22.6%, 增长速度在世界主要印制电路板生产地区中排名第一, 同期韩国为 14.1%, 台湾为 5.9%, 日本为-1.6%, 北美为-12.2%, 欧洲为-10%。2009 年我国印制电路板产值达到了 142.52 亿美元, 占全球产值的 35.11%。据 Prismark 预测, 2011 年至 2014 年, 我国印制电路板产值年均增长率为 9.3%, 位居全球第一。国内集成电路产量如图 4 所示:

图 4: 国内集成电路产量



资料来源: 国家统计局数据, Wind 资讯

2.3 风电新能源拉动环氧树脂复合材料高速发展

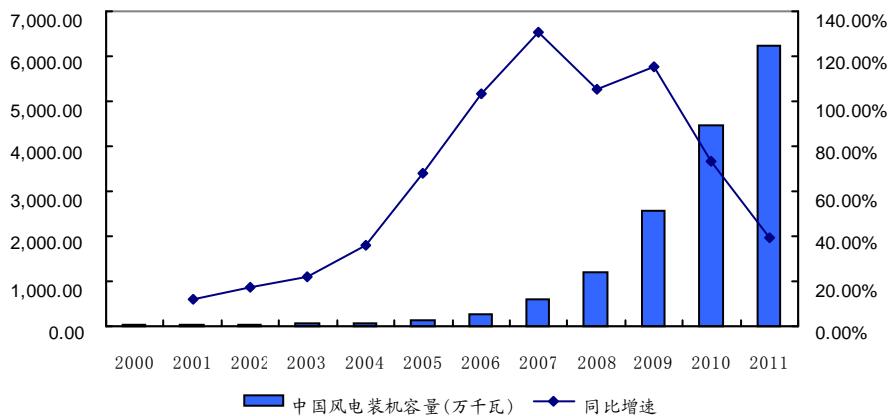
根据世界风能协会 2010 年 10 月公布的《2010 年世界风能报告》, 全球风能装机容量到 2020 年可达 10 亿 KW, 可满足全球 12% 的电力需求, 在 2030 年更可达 22%。而中国国内的风电装机容量在 2020 年将达到现在的 10 倍。中国目前是全球最大的

风电市场，也是全球最大的风力发电机组生产基地。到 2009 年年底，中国国内的风能装机容量已经突破 2,500 万 KW。

风力叶片是风电设备的关键零部件之一，一般是由玻璃纤维或碳纤维增强的环氧树脂或不饱和聚脂等复合材料制备而成。与风力叶片用环氧树脂相比，使用不饱和聚脂的成本更低，但性能相对较差，其固化产物的硬度和强度均低于环氧树脂。近年来我国风电机组的单机容量不断提升，目前主流的风电机组单机容量已达到 1.5 兆瓦，叶片的长度一般为 40.25 米以上，重约 6 吨，因此叶片制备需要采用性能优异稀释型环氧树脂。风力叶片专用的稀释型环氧树脂凭借着适用期长、浸透性好，且其固体物力学强度高、韧性好的良好性能，已经成为大容量机组用风力叶片的最优选择。

由于风力叶片用稀释型环氧树脂的生产对于技术和工艺水平要求较高，因此产品附加值较高。作为风力叶片最重要的原材料之一，随着全球特别是我国风电装机容量超高速发展，必将带动风力叶片用环氧树脂需求的快速增长。中国风电历年装机容量如图 5 所示。

图 5：中国历年风电装机容量



资料来源：中国风能协会，东兴证券研究所

2.4 行业结构有待优化，行业集中度有待提高

我国环氧树脂行业产业结构不合理，主要体现在环氧树脂生产企业众多，并且大部分规模较小，至今尚没有具有国际竞争能力的龙头企业，缺乏竞争力。从全球范围来看，美国迈图化工，南亚胶塑和陶氏化学三家公司拥有全球环氧树脂 40%以上的产能，而大部分国内厂家年产能均在万吨以下，难以形成规模效益。目前我国国内年产量在 3 万吨以上的环氧树脂企业除宏昌电子外，主要有南亚环氧树脂（昆山）有限公司、国都化工（昆山）有限公司、大连齐化化工有限公司、江苏三木集团有限公司、蓝星化工新材料股份有限公司、陶氏化学（张家港）有限公司和中石化巴陵有限责任公司等几家公司。国内主要的环氧树脂生产厂商及其市场占有率如图 6 所示：

图 6：国内主要环氧树脂生产厂商 2010 年销售量及市场占有率（单位：万吨）



资料来源：中国环氧树脂行业协会研究报告，东兴证券研究所

3. 公司是技术创新能力较强的环氧树脂龙头

3.1 公司是快速发展的环氧树脂龙头

公司主营业务为电子级高端环氧树脂的生产与销售，同时也积极开拓涂料、复合材料等环氧树脂应用领域的市场。

公司主要产品如下：

表 1：公司主要产品销售收入及其占主营收入比重（2011 年年报）

产品种类	销售收入(万元)	占总主营收入比重
阻燃环氧树脂	64632.28	45.55%
液态环氧树脂	46669.32	32.89%
固态环氧树脂	17234.06	12.14%
溶剂环氧树脂	12369.57	8.71%
其他环氧树脂	652.62	0.45%

资料来源：招股说明书

公司近几年业绩平稳增长，营业收入和净利润分别从 2008 年的 11306 万元和 295 万元增长至 2011 年的 14189 万元和 423 万元。

表 2：公司营业收入、净利润和综合毛利率增长情况

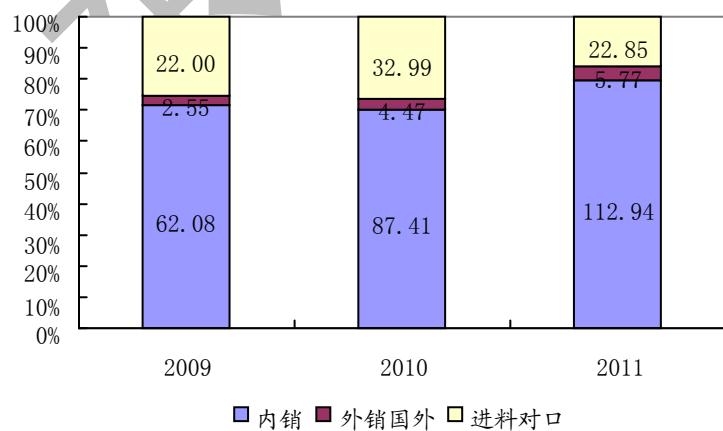
年份	营业收入（百万元）	净利润（百万元）	综合毛利率（%）
2008	113.06	2.59	8.08
2009	86.85	5.72	11.54
2010	125.14	6.13	9.35
2011	141.89	4.23	6.96

资料来源：东兴证券研究所

进入 2011 年以来，日本地震及泰国水灾影响电子行业的供应链；金融危机从美国向欧洲不断蔓延导致欧美市场需求增长疲软。2011 年我国电子信息产品产业发展增速下降，电子行业增长放缓间接对本公司产品毛利率产生不利影响，间接影响公司的业绩。另一方面，国际原油价格居高不下，由于环氧树脂原材料主要是通过石油炼化深加工后获得，所以间接受到原油价格的影响较大。原油价格的剧烈波动对公司产品成本产生不利影响，间接使公司产品毛利率有所下降，间接影响 2011 年全年盈利水平。此外，国家自 2008 年 6 月 9 日起对原产于日本、新加坡、韩国和台湾地区的进口丙酮征收反倾销税增加了公司进口化工原料的成本。以上多种因素的综合作用，导致了公司产品的毛利率连续两年持续下降。

公司的产品主要在国内市场消化，但同时也有部分外销国外和进料对口，近 3 年产品销售结构如图 7 所示：

图 7：宏昌电子历年销售结构（单位：百万元）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.2 公司具有较强的技术创新能力

自从公司成立以来，不仅成功研发出应用于电子电气和涂料等多种行业的阻燃、液态、固态和溶剂型环氧树脂生产技术，还自主研发出了一系列前沿的环氧树脂生产技术应用于新的领域，研发成果包括：

- (1) 高阶覆铜板用无卤阻燃型环氧树脂；
- (2) 符合欧盟 RoHS 要求的可耐焊锡高温的无铅制程用环氧树脂；
- (3) 玻璃纤维浸润剂和核能发电厂涂料用的水性环氧树脂；
- (4) 应用于风力叶片用的环氧树脂。

目前公司拥有 3 件发明专利、52 件非专利技术、正在申请 10 项发明专利，尤其在无卤阻燃型环氧树脂和无铅制程专用环氧树脂方面，公司拥有生产这两类产品的 2 项发明专利和 3 项非专利技术。

表 3: 公司的专利技术

专利名称	专利权人及到期日
一种含磷含氮无卤阻燃环氧树脂组合物及含有此组合物的预浸料和层压板	专利权人: 宏昌股份, 到期日: 2023年8月1日
一种水溶液法制备线型双酚A酚醛树脂的方法	专利权人: 宏昌股份, 西北工业大学, 到期日: 2022年8月28日
新型环保的环氧树脂制造方法	专利权人: 宏昌股份, 到期日: 2027年10月19日

资料来源: 招股说明书

2005年, 公司涂料用环氧树脂通过美国FDA检测标准的检验。2008年8月, 公司的风力发电用环氧树脂获得世界权威机构德国劳氏船级社(Germanischer Lloyd)的认证, 为国内第一家获得此认证的环氧树脂生产厂商。2010年公司被广州市政府授予“广州市电子级环氧树脂重点工程技术研究开发中心”, 为华南地区唯一一家电子级环氧树脂重点工程研发中心。

表 4: 公司近期研发投入

年度	研发投入(元)	主营业务收入(元)	所占比例(%)
2011年度	34,876,124.15	1,418,920,672.04	2.46%
2010年度	43,732,313.80	1,251,366,882.15	3.49%
2009年度	40,479,495.05	868,476,075.80	4.66%

资料来源: 招股说明书

4. 募集项目助公司突破产能瓶颈

公司拟将所募集资金投入“电子用高科技化学品项目”, 由珠海宏昌电子材料有限公司负责, 在珠海市高栏港经济区投资建设, 计划募集资金9980万美元。本项目计划建设三条合成反应生产线及配套附属设备, 生产规模为年产环氧树脂80,000吨, 其中液态型产品23,000吨、阻燃型42,000吨、无铅制程专用和无卤阻燃型产品共4,000吨、固化剂3,000吨、水性环氧树脂2,000吨和稀释型环氧树脂6,000吨, 产品主要销售给国内外覆铜板、LED、涂料和风力叶片等生产厂商。预计项目在募集资金到位后两年内竣工投产。

表 5: 募投项目达产后各种产品的产量(单位: 吨)

类别	宏昌股份	珠海宏昌	合计
液态型环氧树脂	18,000	23,000	41,000
阻燃型环氧树脂	40,000	42,000	82,000
固态型环氧树脂	5,000	0	5,000
溶剂型环氧树脂	7,000	0	7,000
无卤阻燃型环氧树脂	300	1,400	1,700
无铅制程专用型环氧树脂	700	2,600	3,300

水性环氧树脂	500	2,000	2,500
稀释型环氧树脂	1,000	6,000	7,000
固化剂	500	3,000	3,500
合计	73,000	80,000	153,000

资料来源：招股说明书

募投项目的具体产品类别、产量和用途如下：

表 6：募投项目各种产品的类别、产量和用途（单位：吨）

类别	年生产量（吨）	用途
液态型环氧树脂	23000	<ol style="list-style-type: none"> 1. 电子组件封装绝缘 2. 无尘、自流平地板床材 3. 接着剂 4. 重防腐涂料 5. UV 树脂用
阻燃型环氧树脂	30000	作原料转制成阻燃、水性、稀释型环氧树脂
无卤环氧树脂	42,000	覆铜板用的主原料
无铅制程专用环氧树脂	1,400	
固化剂	2,600	环保型覆铜板用的主原料
水性环氧树脂	3000	
稀释型环氧树脂	2000	<ol style="list-style-type: none"> 1. 环氧地坪 2. 玻璃纤维浸润剂 3. 环保型防腐涂料
	6,000	风力叶片

资料来源：招股说明书

4.1 年产 23000 吨液态型环氧树脂项目

液态型环氧树脂是基础的环氧树脂产品，技术已较为成熟，但公司多年来一直致力于环氧树脂的生产、研发，在产品品质控制方面掌握独特的工艺方法，同时公司实施严格的内部控制标准，能够长期保证产品品质的稳定性。以 LED 封装用的液态型环氧树脂为例，LED 环氧树脂封装料要求环氧树脂透明无色、杂质含量低，而公司生产的液态型环氧树脂色相佳，近于无色，且各批次间产品品质稳定，多为客户长期使用。

公司的液态型环氧树脂主要竞争对手为南亚环氧树脂(昆山)有限公司、国都化工(昆山)有限公司、大连齐化化工有限公司和蓝星化工新材料股份公司等。据公司了解，目前公司主要竞争对手中，南亚昆山在国内投资的环氧树脂项目，大部分是配合其公司自身覆铜板用环氧树脂使用。

4.2 年产 42000 吨阻燃型环氧树脂项目

阻燃型环氧树脂的生产技术也较为成熟，但公司能够根据客户的要求，协助客户调整其生产工艺，为客户提供生产工艺解决方案，同时由于公司产品品质稳定，在客户长期使用公司产品过程中，大大减少设备、工艺的调试工作。

公司的阻燃型环氧树脂主要竞争对手为南亚环氧树脂（昆山）有限公司、建滔（番禺南沙）石化有限公司、陶氏化学（张家港）有限公司和大连齐化化工有限公司等。

4.3 年产 4000 吨无卤环氧树脂和无铅制程专用环氧树脂项目

公司拥有自主研发的无卤阻燃型环氧树脂产品，供给我国获得索尼“Green Partner”认可、用于覆铜板无卤阻燃型环氧树脂的供货商使用。

公司拥有自主研发的符合欧盟 RoHS 要求的可耐焊锡高温的无铅制程用环氧树脂生产技术。欧盟 RoHS 禁用含铅产品后，印刷电路板必须改用无铅的焊锡，无铅焊锡的制程将会提高焊接时的温度，因此必须提高印刷电路基材覆铜板的耐高温标准，从而须提高覆铜板的原料环氧树脂的质量。

4.4 年产 2000 吨水性环氧树脂项目

该募建的水性环氧树脂项目生产的水性环氧树脂主要用于环氧地坪和墙壁方面。随着我国逐渐成为世界制造中心，食品业、电子业在不断的扩建和增建新的工厂，均要求无缝、无尘、无菌的环境，水性环氧树脂产品将有越来越多的应用空间。

4.5 年产 6000 吨稀释型环氧树脂项目

稀释型环氧树脂主要用于风力发电机的叶片，也可用于飞机、卫星、航天器和固体火箭发动机壳体等的结构件和重要原材料。高级体育用品如球拍、高尔夫球杆、钓鱼杆、赛艇等也广泛使用稀释型环氧复合材料。公司募投项目的稀释型环氧树脂主要用于生产风力叶片。

目前，中国风机叶片市场已经形成外资企业、民营企业、研究院所、上市公司等多元化的主体投资形式。外资企业主要有 LM、GAMESA、VESTAS、SUZLON 和 NORDEX 等，国内企业以时代新材、中材科技、中复连众为代表。截至 2009 年底，中国境内的风力叶片厂商已经超过了 60 家。国内兆瓦级风力叶片生产厂商已有不下 40 家，形成了数个生产规模在 1000 套以上的寡头，行业集中度显著增强。

5. 盈利预测及投资建议

未来两到三年，公司将通过上市及募投项目的实施，在现有 73000 吨产能的基础上增加约 80000 吨产能至 153000 吨，主要增加液态型环氧树脂、阻燃型环氧树脂、无卤及无铅制程专用环氧树脂、水性环氧树脂和稀释型环氧树脂等市场前景好的产品。

“电子用高科技化学品项目”投产后公司将突破原有产能瓶颈，进一步巩固公司细分行业龙头的地位，国内市场占有率进一步扩大，同时加大对国际市场供应的保证。

表 7：公司收入结构预测

产品	项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
液态环氧树脂	销量 (吨)	11890.00	14061.00	22208.00	23000.00	23500.00	27200.00
	单价 (万元/吨)	1.35	2.07	2.10	2.15	2.25	2.35
	单位成本 (万元/吨)	1.21	1.93	1.98	1.95	1.98	2.05
	销售收入 (万元)	16076.19	29139.78	46669.32	49450.00	52875.00	63920.00
	总成本 (万元)	14343.89	27166.99	43883.76	44850.00	46530.00	55760.00
	毛利率	10.78%	6.77%	5.97%	9.30%	12.00%	12.77%
固态环氧树脂	销量 (吨)	6405.00	6647.00	8163.00	8150.00	8250.00	8300.00
	单价 (万元/吨)	1.34	1.98	2.11	2.15	2.25	2.35
	单位成本 (万元/吨)	1.15	1.75	1.90	1.90	2.02	2.05
	销售收入 (万元)	8598.61	13130.36	17234.06	17522.50	18562.50	19505.00
	总成本 (万元)	7365.48	11627.72	15480.20	15485.00	16665.00	17015.00
	毛利率	14.34%	11.44%	10.18%	11.63%	10.22%	12.77%
阻燃环氧树脂	销量 (吨)	40386.00	37513.00	30704.00	35000.00	40000.00	56800.00
	单价 (万元/吨)	1.41	1.89	2.11	2.12	2.12	2.23
	单位成本 (万元/吨)	1.26	1.72	1.98	1.99	2.01	2.00
	销售收入 (万元)	56816.16	71021.38	64632.28	74200.00	84800.00	126664.00
	总成本 (万元)	50714.48	64493.72	60806.56	69650.00	80400.00	113600.00
	毛利率	10.74%	9.19%	5.92%	6.13%	5.19%	10.31%
溶剂环氧树脂	销量 (吨)	3348.00	5562.00	6712.00	6700.00	6850.00	7000.00
	单价 (万元/吨)	1.32	1.81	1.84	1.95	1.95	1.92
	单位成本 (万元/吨)	1.14	1.60	1.67	1.70	1.70	1.65
	销售收入 (万元)	4414.64	10092.94	12369.57	13065.00	13357.50	13440.00
	总成本 (万元)	3827.20	8903.91	11234.32	11390.00	11645.00	11550.00
	毛利率	13.31%	11.78%	9.18%	12.82%	12.82%	14.06%
其他环氧树脂	销量 (吨)	546.00	602.00	315.00	2000.00	3000.00	9000.00
	单价 (万元/吨)	1.32	2.47	2.07	2.25	2.25	2.20
	单位成本 (万元/吨)	1.05	2.06	1.96	1.90	1.90	1.95
	销售收入 (万元)	722.13	1486.87	652.62	4500.00	6750.00	19800.00
	总成本 (万元)	575.17	1238.09	617.78	3800.00	5700.00	17550.00
	毛利率	20.35%	16.73%	5.34%	15.56%	15.56%	11.36%
合计	销量 (吨)	62575.00	64385.00	68102.00	74850.00	81600.00	108300.00
	单价 (万元/吨)	1.38	1.94	2.08	2.12	2.16	2.25
	销售收入(百万元)	866.28	1248.71	1415.58	1587.38	1763.45	2433.29
	总成本 (百万元)	768.26	1134.30	1320.23	1451.75	1609.40	2154.75
	综合毛利率	11.31%	9.16%	6.74%	8.54%	8.74%	11.45%

资料来源：东兴证券研究所

我们预测公司 2012~2014 年发行摊薄后的每股收益分别为 0.14 元、0.15 元、0.22 元。

在估值水平上，我们选择参照上市公司中的精细化学品板块企业进行估值，除去亏损和市盈率偏离过大的企业，给予公司 2012 年 25 倍 PE 的合理估价。宏昌电子的申购价是 3.60 元，首日上市价格给予 15%~30% 的溢价，首日的收盘价格为 4.14~4.68 元。

表 8：利润表

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,251.37	1,418.92	1,587.38	1,763.45	2,433.29
营业成本	1,134.30	1,320.23	1,451.75	1,609.40	2,154.75
营业费用	26.89	29.60	33.65	37.39	51.59
管理费用	28.06	24.76	31.59	35.09	48.42
财务费用	(2.36)	(4.00)	8.22	13.47	21.77
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	63.18	45.05	58.99	64.57	151.89
利润总额	68.71	47.69	62.05	67.63	154.95
所得税	7.41	5.43	7.14	7.78	17.82
净利润	61.30	42.26	54.92	59.85	137.13
归属母公司所有者的净利润	61.30	42.26	54.92	59.85	87.13
NOPLAT	54.26	36.38	59.48	69.07	153.69

资料来源：东兴证券研究所

表 9：资产负债表

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	314.61	341.85	396.84	440.86	608.32
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	279.37	281.46	347.92	386.51	533.32
预付款项	32.37	5.72	5.72	5.72	5.72
存货	84.83	99.71	109.38	121.26	162.34
流动资产合计	771.82	1021.05	1166.90	1247.13	1647.02
非流动资产	116.83	127.59	378.99	592.52	506.06
资产总计	888.65	1148.64	1545.89	1839.65	2153.08
短期借款	99.13	208.18	188.86	399.85	500.71
应付帐款	157.17	167.46	186.94	207.24	277.46

预收款项	1.66	3.54	5.44	7.56	10.48
流动负债合计	406.88	664.04	674.16	938.00	1157.85
非流动负债	23.84	0.11	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00
母公司股东权益	457.93	484.49	871.73	901.66	945.22
净营运资本	364.94	357.00	492.74	309.13	489.16
投入资本 IC	266.29	373.50	663.75	860.64	887.61

资料来源：东兴证券研究所

表 10：现金流量表

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	61.30	42.26	54.92	59.85	137.13
折旧摊销	25.61	26.81	0.00	86.46	86.46
净营运资金增加	58.95	(7.93)	135.74	(183.61)	180.03
经营活动产生现金流	61.46	(31.64)	72.99	176.43	131.94
投资活动产生现金流	49.62	(42.92)	(300.00)	(300.00)	0.00
融资活动产生现金流	(1.00)	68.45	282.00	167.59	35.52
现金净增(减)	110.08	(6.11)	54.99	44.02	167.46

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010年加盟东兴证券研究所，有两年基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义；

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。