

日期: 2014 年 10 月 24 日

行业: 基础化工



杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

上市合理定价 RMB22.50~27.00 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量 (百万股)	17
发行后总股本 (百万股)	68
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	华泰联合

**主要股东**

姜艳	49.95%
孟庆有	10.29%
苏州松禾成长创业投资中心	3.97%
深圳市深港优势创业投资合伙	1.91%
周全凯	0.63%

**收入结构 (2014H)**

聚醚单体	58.86%
聚羧酸减水剂	27.95%
晶硅切割液	7.30%
其他	5.90%

报告编号: YY14-NSP07

首次报告日期: 2014 年 10 月 24 日

# 国内减水剂行业领军企业

**■ 投资要点:****聚羧酸系减水剂替代萘系已成主流方向, 国内市场尚未饱和**

从国际市场来看, 美国、日本等国已基本上完成聚羧酸减水剂取代萘系减水剂的过渡, 成为混凝土减水剂中的主流产品, 市场份额达 65% 以上, 传统的萘系第二代减水剂已经处于市场的衰减期。而我国萘系减水剂在市场上过去长期占据主要位置, 根据中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会的统计分析, 2009 年我国混凝土外加剂总产量达 722 万吨, 其中萘系等第二代减水剂占全部合成减水剂总量的 67%, 聚羧酸系减水剂占 26%, 市场替代空间仍然较大。

**公司为国内聚羧酸系减水剂领军企业, 市场占有率为较高**

聚羧酸减水剂产业链中, 由于聚醚单体的生产技术要求高, 原材料环氧乙烷又属于易燃易爆危险化学品, 国内目前只有科隆精化和奥克股份等少数几家企业掌握了聚醚单体的全部生产技术并实现了量产。2012 年公司在聚羧酸减水剂市场的占有率为 5.87%, 排名第二, 仅次于江苏博特。

**盈利预测**

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2014-2016 年归于母公司的净利润分别为 6116 万元、7230 万元和 8901 万元, 同比增速分别为 16.1%、18.2% 和 23.1%, 相应的稀释后每股收益为 0.90 元、1.06 元和 1.31 元。

**定价结论**

综合考虑可比同行业公司的估值情况及科隆精化自身未来的业绩增长情况, 我们认为给予科隆精化合理估值定价为 **22.5 元 -27.00 元**, 对应 2014 年每股收益的 **25-30 倍市盈率**。

**数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (亿元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	110,861	100,389	111,060	121,260	136,560
年增长率 (%)	-2.54%	-9.45%	10.63%	9.18%	12.62%
归属于母公司的净利润	6,488	5,270	6,116	7,230	8,901
年增长率 (%)	0.89%	-18.78%	16.06%	18.22%	23.12%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.95	0.77	0.90	1.06	1.31

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

**重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。**

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类及简况

公司主要从事环氧乙烷衍生品深加工技术研制开发、生产与应用，立足于精细化工新材料领域，以环氧乙烷为主要原料，以“精细、专业、特性、创新”为技术特色，生产各类表面活性剂、功能型新材料等精细化工产品。

公司为国家级高新技术企业、2010 中国混凝土外加剂综合实力十强企业、2010 中国化工行业最具竞争力 500 强企业。公司承担并参与了聚羧酸系高性能减水剂聚醚单体等多项新材料和新产品的国家及行业标准的起草、制订，是国内从聚醚单体到聚羧酸系高性能减水剂产业链上提供高品质产品、专业化服务的龙头企业。

公司所属行业为化学原料和化学制品制造业。

### ● 行业增长前景

公司产品目前以聚醚单体、聚羧酸减水剂为主，以太阳能晶硅切割液及其他环氧乙烷衍生品为辅，该等产品均为环氧乙烷精细化工新材料产品。

聚醚单体是合成聚羧酸减水剂最主要的原材料，它是由环氧乙烷和其他烯基单体加聚而成，含有亲水基，使减水剂具有优良的润湿、分散作用。减水剂是降低水泥用量、提高工业废渣利用率、实现混凝土高耐久性和性能提升最有效、最经济、最简便的技术途径，是制造现代混凝土的必备材料和核心技术，被认为是继干硬性混凝土、预应力钢筋混凝土之后的混凝土技术的第三次突破。

从国际市场来看，美国、日本等国已基本上完成聚羧酸减水剂取代萘系减水剂的过渡，成为混凝土减水剂中的主流产品，市场份额达 65% 以上，传统的萘系第二代减水剂已经处于市场的衰减期。而我国萘系减水剂在市场上过去长期占据主要位置，根据中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会的统计分析，2009 年我国混凝土外加剂总产量达 722.52 万吨，各种合成减水剂产量约 484.68 万吨。其中，高效减水剂（萘系等第二代减水剂）占全部合成减水剂总量的 67%，聚羧酸系高性能减水剂占 26%。

聚羧酸系减水剂优异的性能已经决定了在其未来将实现对萘系的全面替代。在很多发达国家，萘系减水剂由于环保性问题，使用有所限制。美国、日本等国已基本完成聚羧酸系减水剂对萘系减水剂的取代过程，随着中国对环保的重视，聚羧酸系减水剂将会有更加巨大的市场潜力。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

公司专注于环氧乙烷精细化工新材料领域，是国内最大的集原料、产品和应用服务垂直产业链一体化的聚羧酸减水剂产品供应商之一，同时也是国内太阳能晶硅切割液行业的主导企业之一。2012 年公司在聚羧酸减水剂市场的占有率为 5.87%，排名第二，仅次于江苏博特。

聚羧酸减水剂产业链中，由于聚醚单体的生产技术要求高，原材料环氧乙烷又属于易燃易爆危险化学品，国内目前只有科隆精化和奥克股份等少数几家企业掌握了聚醚单体的全部生产技术并实现了量产。而减水剂市场虽然巨大，因受到运送半径等限制，故虽然生产聚醚单体的企业向产业链下方有所渗透，减水剂市场目前仍主要由专门从事其生产的企业为主。截至 2011 年，我国聚羧酸减水剂生产企业超过 1,000 家，但大多数为小型的复配企业，只有包括科隆精化在内的 10 余家企业掌握了系统、成熟的聚羧酸减水剂浓缩液及泵送剂合成技术。

聚羧酸减水剂浓缩液的生产企业可分为两类：一类是以对外销售为主的、专业生产聚羧酸减水剂浓缩液的企业，如科隆精化、弗克科技（苏州）有限公司等；另一类是将聚羧酸减水剂浓缩液继续用于复配生产泵送剂的生产企业，该类企业占浓缩液生产企业的大多数，如江苏博特新材料有限公司、福建科之杰新材料有限公司等。

科隆精化不仅拥有从聚醚单体到聚羧酸减水剂泵送剂完整的垂直产业链条、生产及应用技术，同时公司生产的浓缩液能够为客户进行下一步复配生产提供专业的技术支持，为客户提供解决方案，满足复杂的混凝土工程的要求。产品可以满足高铁、核电、桥梁、高层建筑、地铁全方面需求，而复配及泵送剂解决方案，可以高效适用各类型混凝土，起到速凝、缓凝、增强、起泡、消泡等效果。与一般其他浓缩液生产企业相比，聚醚原料来源丰富，在应用性能和适应性上有很大扩展空间。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由东宝力公司整体变更设立的股份有限公司

公司实际控制人为姜艳，本次发行前，姜艳持有公司 66.61% 的股份，本次发行后，其持股比例降至 49.95%，相较其他股东而言，仍处于绝对控股地位。

表 1：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	姜艳	3397	66.61%	3397	49.95%
2	孟庆有	700	13.73%	700	10.29%
3	苏州松禾成长创业投资中心	270	5.29%	270	3.97%
4	深圳市深港优势创业投资合伙	130	2.55%	130	1.91%
5	周全凯	43	0.84%	43	0.63%
6	蒲云军	39	0.76%	39	0.57%
7	吴春凤	38	0.75%	38	0.56%
8	林艳华	36	0.71%	36	0.53%
9	韩旭	32	0.62%	32	0.46%

10	杨付梅	31	0. 60%	31	0. 45%
11	本次拟发行流通股	—	—	1700	25. 00%
	合计	5100	100%	6800	100. 00%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014H		2013		2012		2011	
	金额	比例 (%)	金额(	比例(%)	金额	比例(%)	金额(	比例 (%)
聚醚单体	34390	58. 86%	53225	53. 12%	57239	51. 89%	42396	37. 34%
聚羧酸减水剂	16329	27. 95%	34334	34. 26%	34537	31. 31%	36381	32. 05%
晶硅切割液	4263	7. 30%	5359	5. 35%	9061	8. 21%	26201	23. 08%
其他	3446	5. 90%	7288	7. 27%	9472	8. 59%	8550	7. 53%
合计	58429	100%	100206	100. 00%	110309	100. 00%	113528	100. 00%

资料来源：公司招股说明书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014H		2013		2012		2011
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	58678	10. 63%	100389	-9. 45%	110861	-2. 54%	113750
营业利润	3573	18. 54%	5792	-24. 26%	7648	1. 81%	7512
利润总额	3783	16. 59%	6229	-19. 04%	7694	0. 37%	7666
归属于母公司股东的净利润	3186	16. 06%	5270	-18. 78%	6488	0. 89%	6430

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等；

### ● 募投项目

表 4：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万		建设投资(万			建设项目投资进度		
		元)	元)	2014 年	2015 年	2016 年			
1	10 万吨高性能混凝土用聚羧酸减水剂	21310	17420	0%	20%	50%			
2	3 万吨环氧乙烷衍生物项目	12900	10545	100%	100%	100%			
	合计	33482	27965						

资料来源：公司招股说明书

### 年产 10 万吨减水剂项目

项目总投资 21310 万元。拟在位于辽阳高新技术产业开发区芳烃基地的自有土地上建设 10 万吨减水剂项目。聚羧酸减水剂是一种新型的节能环保的建材助剂，被誉为“绿色建材助剂”，同时也被称为混凝土的“芯片”。

项目已于 2013 年 8 月启动基建，已投资的资金主要来源于上述政府补

助和银行借款，募集资金主要用于置换前期投资，以及后续建筑工程、机器设备和流动资金。截至 2014 年 6 月底，该募投项目已累计投入 6624 万元，公司预计自资金全部到位、开始施工之日起，24 个月内投产。

**项目财务评价：**项目完全达产后将实现年均销售收入 75000 万元，利润总额 8000 万元。

### 年产 3 万吨环氧乙烷衍生物项目

项目总投资 12900 万元。公司拟通过全资子公司盘锦科隆在盘山经济开发区新材料产业园内建设年产 3 万吨环氧乙烷衍生物项目。聚醚单体是合成聚羧酸减水剂的主要原料，聚羧酸减水剂行业的快速发展为该产品创造了巨大的市场需求，而太阳能晶硅切割液则是硅片切割的必要辅料。

该项目由公司全资子公司盘锦科隆实施，2014 年一季度，项目已基本建成投产。

**项目财务评价：**项目完全达产后将实现年均销售收入 38250 万元，利润总额 3700 万元。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014-2016 年归于母公司的净利润分别为 6116 万元、7230 万元和 8901 万元，同比增速分别为 16.1%、18.2% 和 23.1%，相应的稀释后每股收益为 0.90 元、1.06 元和 1.31 元。

表 5 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	110861	100389	111060	121260	136560
营业总成本	103214	94597	104194	113107	126477
营业成本	91192	83417	92028	99824	111518
营业税金及附加	372	354	390	425	479
销售费用	4209	4100	4092	4468	5032
管理费用	3937	3617	3234	3532	3977
财务费用	2872	2523	3570	3898	4390
资产减值损失	631	585	879	960	1081
其他经营收益		0	0	0	0
营业利润	7648	5792	6866	8153	10083
加：营业外收入	57	445	397	434	488
减：营业外支出	10	8	1	1	1
利润总额	7694	6229	7263	8586	10571
减：所得税	1207	962	1147	1356	1669
净利润	6487	5267	6116	7230	8901
减：少数股东损益	(0)	(2)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	6488	5270	6116	7230	8901
<b>摊薄 EPS</b>	<b>0.95</b>	<b>0.77</b>	<b>0.90</b>	<b>1.06</b>	<b>1.31</b>

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 未决诉讼风险

2014年5月16日，公司收到北京市第二中级人民法院应诉通知书、株式会社日本触媒向北京市第二中级人民法院提交的《起诉状》副本等文件。株式会社日本触媒以北京安吉兴瑞商贸有限公司为第一被告、以辽宁科隆精细化工股份有限公司为第二被告向北京市第二中级人民法院提起诉讼，诉称第一被告销售、第二被告制造、销售、许诺销售的SPF-100型聚羧酸盐类高性能减水剂母液侵犯了其专利权，请求法院：(1)确认第一被告销售、第二被告制造、销售、许诺销售的SPF-100型聚羧酸盐类高性能减水剂母液侵犯专利号为ZL01138461.1的中国发明专利的专利权；(2)判令第一被告立即停止侵权行为，停止销售该侵权产品；(3)判令第二被告立即停止侵权行为，停止制造、销售、许诺销售该侵权产品；(4)判令第二被告赔偿给原告造成的经济损失4000万元；(5)判令第二被告承担本案法院诉讼费，以及原告为制止侵权所付出的合理开支10万元。

公司认为其各项产品均未侵犯日本触媒专利号为ZL01138461.1的中国发明专利的专利权，败诉的可能性不大。而日本触媒亦未能对其起诉的发行人产品范围作出明确界定和证据支持，以日本触媒有可能针对提起诉讼的最大产品范围统计，其比例不超过发行人营业收入的10%。假定败诉，停止生产销售该涉诉产品和因侵权而发生的赔偿金额、存货损失、诉讼费用等，不会对发行人的财务状况和经营成果构成重大影响，也不会影响发行人的持续经营能力，但对公司当年利润存在一定影响。

### 原材料供应商过于集中的风险

受限于我国环氧乙烷供应的区域性、集中性及市场垄断性等特点，公司生产用原材料环氧乙烷主要采购自中国石油天然气股份有限公司东北化工销售辽阳分公司、大连北方化学工业有限公司等几家供应商。此外公司部分聚醚单体所使用的主要原料之一烯基醇从巴斯夫公司采购。

目前国内大型石油化工企业对于安全生产的重视程度越来越高，并逐步形成了停产检修的安全生产机制，其发生频率大致为“三年一大修（即全面停产检修），每年一小修”。受此影响，公司亦在上述期间内对自身主要生产线进行了停产检修。在供应商停产检修期间，公司主要原材料环氧乙烷等供应紧张，导致了公司生产规模较同期下降、采购成本上升。未来年度，公司亦可能存在由于重要供应商长时间停产检修而大幅影响自身业绩的风险。

### 原材料价格波动的风险

环氧乙烷是公司的主要原材料，报告期内占生产成本的60%以上，因此，环氧乙烷资源的稳定持续供应对公司经营具有重大意义。由于环氧乙烷易燃、易爆，不易长途运输，无法进口，且不宜大量库存，因此环氧乙

烷供应的充足及稳定与否，直接影响公司的生产稳定性。

2014年1至6月环氧乙烷采购价格变动对公司综合单位毛利的敏感系数为-4.58，对营业利润的敏感系数为-12.83，均较为敏感。如果商品环氧乙烷价格出现较大波动，而公司在销售产品定价、库存成本控制等方面未能有效应对，经营业绩将存在大幅下滑的风险。

### 环保风险

化工企业在生产过程中会产生废水、废气、固废和噪音等。随着整个社会环保意识的增强，国家环境保护力度不断加强，并可能在未来出台更为严格的环保标准，对化工生产企业提出更高的环保要求。环保标准的提高需要公司进一步加大环保投入，提高运营成本，可能会对公司利润水平带来一定影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的2013年业绩和2014、2015年预测业绩的均值，同行业重点上市公司2013年平均静态市盈率为**41.6**倍，2014年平均动态市盈率**24.2**倍；最近上市的十家创业板企业中，2013年平均静态市盈率为**63.2**倍、2014年平均动态市盈率**54.8**倍。

表6：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300082.SZ	奥克股份	15.45	0.24	0.48	0.80	64.4	32.2	19.3	1.84
002398.SZ	建研集团	16.14	0.86	0.99	1.27	18.8	16.3	12.7	2.41
国内同行业整体平均						41.6	24.2	16.0	2.1

数据来源：Wind (10月23日最新价)

表7：最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
300396.SZ	迪瑞医疗	89.20	1.53	1.71	2.06	2.50	58.5	52.3	43.3	35.7
300397.SZ	天和防务	101.11	1.22	1.26	1.52	1.86	82.9	80.1	66.5	54.5
300395.SZ	菲利华	54.60	1.07	1.26	1.53	1.92	51.0	43.5	35.6	28.4
300392.SZ	腾信股份	120.82	1.21	1.42	1.73	2.18	99.9	85.0	69.9	55.5
300393.SZ	中来股份	43.61	0.82	1.11	1.51	1.79	53.3	39.4	28.9	24.4
300401.SZ	花园生物	23.80	0.40	0.51	0.58	0.85	59.2	47.1	41.3	27.9
300399.SZ	京天利	37.97	0.57	0.60	0.71	0.83	66.6	63.5	53.4	45.9
300398.SZ	飞凯材料	48.35	0.82	0.99	1.23	1.57	59.1	48.7	39.4	30.8
300402.SZ	宝色股份	13.81	0.28	0.31	0.36	0.40	48.6	44.5	38.5	34.6
300400.SZ	劲拓股份	23.44	0.44	0.54	0.62	0.71	53.4	43.7	38.1	33.2
平均值						63.2	54.8	45.5	37.1	

资料来源: Wind; 股价以 10 月 23 日最新收盘价计算

- 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及科隆精化自身的业绩增长情况,我们认为给予科隆精化合理估值定价为 **22.5 元-27.00 元**, 对应 2014 年每股收益的 **25-30 倍市盈率**。

## 分析师承诺

分析师 杨彦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。