

日期: 2010年4月28日  
行业: 专用化学品制造行业



陈志斌  
021-53519888 × 1971  
chenzhibin@sigchina.com  
执业证书编号: S0870208110147

IPO 报价区间 RMB 23.00-27.50 元  
上市合理定价 RMB 30.70-36.70 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 65.0  
发行后总股本 (百万股) 259.56  
发行数量占发行后总股本 25.04%  
发行方式 网下询价配售 20%  
网上定价发行 80%  
保荐机构 华泰联合证券有限责任公司

#### IPO 前后的指标对比

09 年每股收益/发行后摊薄(元) 0.89/0.67  
09 年每股净资产/发行后每股净资产 2.47/8.74

#### 主要股东 (IPO 前)

齐翔石油 83.88%  
鑫方家投资 5.76%  
车成聚 3.78%

#### 收入结构 (2009)

甲乙酮 73.14%  
异丁烯 18.81%  
其他 8.05%

报告编号: CZB-NS11

首次报告日期: 2010年4月28日

## 甲乙酮龙头企业

### ■ 投资要点:

#### ● 甲乙酮龙头企业

公司属于精细化工行业。自成立以来,一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售,已形成以甲乙酮为主导,甲乙酮、MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。目前国内甲乙酮生产企业一共有8家,产能合计为33.7万吨/年,公司设计产能为10万吨。

#### ● IPO 募集项目

公司拟募集资金进行2个项目的建设:年产8万吨/年甲乙酮项目及15万吨溶剂油项目。达产后,预计新增销售收入210,538万元,新增税后利润19,116万元。

#### 业绩可持续高增长

按照招股说明书,我们初步预计2010-2012年归于母公司的净利润将实现年递增56.98%、12.64%和14.93%,相应的稀释后每股收益为1.05元、1.18元、1.36元。

#### ● 定价结论

我们认为,随着募投项目的逐步投产达产,公司从2010年开始将保持快速增长势头,给予公司2010年29.2-35倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为30.7-36.7元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级25%的折扣率,我们建议询价区间为23.0-27.5元,即相当于2010年预期EPS1.05元的22-26倍。按照预期27.5元发行价,计算出2009年IPO后每股净资产8.74元。

### ■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1115.52	1297.48	1789.09	2250.79
年增长率(%)	23.76%	16.31%	37.89%	25.81%
归属于母公司的净利润	143.63	173.52	272.38	306.81
年增长率(%)	2.57%	20.81%	56.97%	12.64%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.55	0.67	1.05	1.18

数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类及在行业中的地位

公司属于精细化工行业。自成立以来，一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，已形成以甲乙酮为主导，甲乙酮、MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。公司主营业务一直以来未发生变化。

#### 甲乙酮行业

据美国SRI咨询公司统计，2007年世界甲乙酮生产能力为152万吨。2007年国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为97万吨，约占世界总产能的63.82%。

国内甲乙酮行业的竞争格局：目前国内甲乙酮生产企业一共有8家，产能合计为33.7万吨/年（含发行人2008年新增的8万吨/年的甲乙酮产能）。本行业各企业面向市场自主经营，已充分实现市场化竞争，但国内甲乙酮产品需求旺盛，行业整体竞争程度较低；国内高端甲乙酮产品的市场需求大部分依赖包括公司在内的个别龙头企业和进口来满足。

表 1：我国甲乙酮生产企业 2009 年的设计产能及近年来的实际产量（万吨/年）

生产厂家	设计产能	产量			备注
		2006	2007	2008	
齐翔腾达	10	3.58	3.36	5.69	08年新建8万吨
天利高新	4	1.9	2.6	2.6	05年扩产1万吨
兰州石化	3	2.6	2.1	2.7	08年新建3万吨
抚顺石化	5.5	4.2	5.4	5.5	05年新建3万吨
哈尔滨石化	3	2.9	2.9	2.9	
泰州石化	4	2.9	2.9	2.5	04年新建3万吨
河北中捷	3	2.9	3	3	
黑龙江石化	1.2	1.1	0.9	0.9	
合计	33.7	22.08	23.16	25.79	

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

#### MTBE、异丁烯和叔丁醇行业

虽然MTBE生产工艺比较成熟，但鉴于MTBE生产的主要原料富含异丁烯的碳四资源较为稀缺，因此对于一般企业来说，行业进入比较困难。目前我国MTBE生产企业主要是中国石油天然气集团公司和中国石油化工集团公司下属的分公司和子公司。

目前我国生产高纯度异丁烯的企业共有12家左右，生产规模普遍较小，产能超过2万吨/年的企业仅2家。总的来看，企业之间的竞争程度不高。

我国有近20家叔丁醇生产企业。我国叔丁醇生产企业主要集中在山东，合计约占全国总产能的68.73%。

## ● 行业成长前景

### 甲乙酮行业

我国甲乙酮行业起步较晚，工业化进程缓慢，2001 年生产总量仅为 1.5 万吨，而市场需求 13.07 万吨。2002 年公司采用由抚顺石油化工研究院开发研制的甲乙酮成套技术，建成了当时国内规模最大的 2 万吨/年甲乙酮生产装置并成功实现达标，该技术为“八五”期间中国石油化工集团公司“十条龙”攻关项目。公司 2 万吨/年甲乙酮生产装置投产后，我国拥有了具有自主知识产权的大型甲乙酮生产技术，结束了该领域生产技术长期依赖国外引进的历史，该产品的问世打破了进口产品对甲乙酮市场的垄断局面，为我国甲乙酮行业的快速发展奠定了基础。我国甲乙酮产量从 2002 年的 4 万吨上升到 2008 年的 25.16 万吨，年平均增长率为 36%。

### MTBE 行业

我国从 20 世纪 70 年代末和 80 年代初开始进行 MTBE 合成技术的研究，1983 年中国石化齐鲁石化公司橡胶厂建成我国第一套 MTBE 工业试验装置，1986 年吉化公司有机合成厂建成我国第一套万吨级 MTBE 生产装置，其生产能力为 2.7 万吨/年。国内 MTBE 真正投入规模生产始于上世纪 90 年代，尤其近几年产能迅速增长。

### 异丁烯行业

2007 年，我国 MTBE 裂解制异丁烯总生产能力约为 19.9 万吨/年，生产高纯度异丁烯 15.5 万吨，2008 年 MTBE 裂解制异丁烯生产能力达 21.9 万吨/年，生产高纯度异丁烯 17.8 万吨，分别比上年增长 10.05% 和 14.84%。据六鉴化工预计，2013 年我国 MTBE 裂解制异丁烯总生产能力将达到 25 万吨/年，年产量达 21 万吨。

### 叔丁醇行业

我国从 19 世纪 70 年代开始生产叔丁醇，直到进入 21 世纪才开始飞速发展，其中 2002~2003 年国内叔丁醇生产得到一次高速发展，2004~2005 年国内高纯叔丁醇生产又一次进入发展高潮。1999 年，国内叔丁醇的生产能力为 1.5 万吨/年，至 2005 年国内叔丁醇的生产能力增加到 7.93 万吨/年。

近几年，我国新建和扩建的叔丁醇装置较少，目前国内约有 15 家企业生产叔丁醇，总生产能力约为 9.4 万吨/年，其中 85% 叔丁醇约 6.65 万吨/年，高纯叔丁醇 2.75 万吨/年。

由于富含异丁烯的碳四供应有限，受原料供应的制约，我国大部分叔丁醇生产企业不能满负荷生产，2008 年我国叔丁醇产量仅为 4.33 万吨，生产能力不能得到充分利用。

## ● 产业竞争结构与优势

### 原料供应充足、稳定的优势

公司生产所需的碳四为石油加工副产品。公司通过对碳四进行深加工，生产甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等精细化工产品，提高了碳四的附加值。国内炼油企业一般对副产品碳四不作进一步深加工，而作为独立产品液化石油气直接对外进行销售。公司本部 2 万吨/年甲乙酮生产装置及全资子公司青岛思远已建成投产的 8 万吨/年甲乙酮生产装置分别紧邻中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化。甲乙酮属于精细化工产品，与炼油企业相比规模较小，行业跨度较大，目前中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化尚无下属公司对碳四副产品进行深加工，且近期内其下属企业也无围绕碳四进行深加工的在建或拟建项目，副产碳四大部分作为液化石油气直接外销。中国石化齐鲁分公司每年可提供 20 万吨以上适合作为甲乙酮生产的碳四原料，中国石化青岛炼化每年可提供 60 万吨以上适合作为甲乙酮生产的醚后碳四原料。根据双方签订的长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道输送，供应稳定可靠，并节约了运输成本。

### 产品成本优势

公司通过全面推行系统操作，人员素质不断提高，岗位定员达到同行业先进水平。公司通过一系列技术创新，提高了装置的综合效能，降低单位能耗 30% 以上，摊薄了制造费用，进一步降低了人工成本。报告期内，公司人工成本占总成本逐步降低，2008 年人工成本占总成本低于 3%，低于发达国家化工企业 5% 的平均水平。公司本部和青岛思远的甲乙酮生产装置分别紧邻中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化，主要原料碳四均通过管道直接输送，供应稳定可靠，消除了运输途耗，节约了运输成本。另外，在整个工艺生产过程中产生的氢气等副产品，均被有效地回收利用，进一步降低了生产成本。甲乙酮的消费区域主要在华东、华南地区，与同行业其他企业相比，公司在地理位置上相对靠近下游客户，并且公司在青岛思远建成了产品输送管线，产品可以通过敷设的从生产装置到黄岛油港码头的专用管道直接装船，通过海运将产品运输至客户。因此，公司在产品销售过程中具有运输成本优势。

### 区域、交通优势

“十一五”期间，化工产业作为山东省六大重点发展支柱产业之一，全省的化工产业布局拟以大型化、集约化、精细化为方向，重点发展石油化工、海洋化工、煤化工，重点实施齐鲁石化乙烯三轮扩建工程和炼油扩建工程，加快青岛乙烯和 1,000 万吨/年原油加工装置

项目建设,把东营、淄博、青岛和烟台建成国家石油化工基地,从而带动其下游相关产业的发展,形成完整的一体化产业链,提高山东石油化工行业的整体水平。公司本部和全资子公司青岛思远分别位于淄博和青岛国家级石化基地,在化工专业人才、原料供应、产业链延伸、环境治理,特别是在公用设施配套等方面,具备很强的优势。此外,该区位还有利于公司与周边炼油化工企业保持密切业务交流和合作关系,提高公司石油精细化工产品的研发效率,缩短产品在全国石化系统中的推广周期。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ■ 公司历史沿革

公司的前身为淄博齐翔腾达化工有限公司。腾达有限以基准日2007年9月30日经审计确认的账面净资产280,309,869.06元为基础,按2.3052:1的比例折为股份121,600,000股,差额部分158,709,869.06元计入资本公积,整体变更为淄博齐翔腾达化工股份有限公司。2007年10月31日,淄博市工商行政管理局核发了《企业法人营业执照》(注册号为370300228122121),法定代表人为车成聚先生。

目前公司股权结构为:

表2: 公司的股东及实际控制人情况(单位:万股、%)

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	淄博齐翔石油化工集团有限公司	16,320	83.88	16,320	62.88
2	鑫方家投资有限公司	1,120	5.76	1,120	4.31
3	车成聚	736	3.78	736	2.84
4	旭光兆宇科技有限公司	480	2.47	480	1.85
5	山东富丰化工股份有限公司	320	1.64	320	1.23
6	深圳市联汇和盛投资有限公司	320	1.64	320	1.23
7	青岛理想科技发展有限公司	160	0.82	160	0.62
8	本次发行流通股	—	—	6500	25.04
	合计	19,456	100.00	25,956	100.00

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

### ■ 主业简况及收入利润结构

公司主要产品及销量情况如下:

**表 3：公司报告期内主营业务收入构成**

产品名称	2009年度		2008年度		2007年度		2006年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
甲乙酮类产品	94,753.84	73.14	64,950.02	58.23	47,643.88	52.86	40,720.21	59.97
MTBE	4244.69	3.28	7,345.19	6.59	16,221.09	18.00	16,650.59	24.52
裂解异丁烯类产品	24,365.54	18.81	33,424.63	29.97	21,760.69	24.14	8,860.39	13.05
叔丁醇	6,185.78	4.77	5,817.05	5.22	4,509.40	5.00	1,670.16	2.46
合计	129,549.85	100.00	111,536.89	100.00	90,135.06	100.00	67,901.35	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司主营业务成本和毛利率如下：

**表 4：公司报告期内主营业务成本构成 (万元, %)**

产品名称	2009		2008		2007		2006	
	营业成本	毛利率	营业成本	毛利率	营业成本	毛利率	营业成本	毛利率
甲乙酮类产品	73,226.86	22.72	47,129.69	27.44	35,404.76	25.69	30,249.48	25.71
MTBE	3,097.03	27.04	5,490.24	25.25	12,226.71	24.62	13,358.67	19.77
裂解异丁烯类产品	20,370.32	16.40	28,785.46	13.88	19,247.73	11.55	7,955.34	10.21
叔丁醇	3,449.49	44.24	3,658.63	37.11	2,968.25	34.18	1,319.52	20.99
合计	100,143.70	22.70	85,064.02	23.73	69,847.45	22.51	52,883.01	22.12

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

采购模式：

公司碳四等主要原料的采购及相关能源的供应依据与中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化签订的战略合作协议进行，形成了良好的原料和能源动力供应平台。中国石化齐鲁分公司对向公司供应的原料和能源动力作为年度生产经营计划进行安排，按月度分解，分别下达《生产经营目标》和《产品销售计划》，优先保证公司的供应。青岛思远依据与中国石化青岛炼化签订的《合作协议书》，通过每年年初签订年度《液化气销售协议》和每月签订的《销售订单》，使青岛思远的碳四原料和能源动力供应能得到较好的保障。公司其他原料直接面向市场独立公开采购，即通过供应部向国内生产商及经销商采购。

生产模式：

公司自主组织生产，主要产品甲乙酮、MTBE、叔丁醇、异丁烯生产目前采用连续性、自动化生产模式。公司按照生产计划组织生产，同时根据市场需求调整生产计划，充分满足客户需要。公司对生产线进行了柔性化改造，可根据客户的不同需求调整工艺，批量生产符合相关标准及用户需求的产品；对有特殊需求的用户，采取特殊生产工艺技术来给予满足。

### 销售模式:

甲乙酮产品销售对各行业的重要客户采取直销模式, 对其他类型客户采取经销模式, 由经销商自行进行分装, 满足这些用量较小的终端客户的需求, 公司销售部门和技术部门对客户进行跟踪调查并提供相应的售后服务。通过这种销售模式, 公司巩固了主要核心客户, 密切了与客户的联系, 可以及时把握并满足主要核心客户的需求。MTBE、叔丁醇产品的销售采取以直销为主、分销为辅的模式。异丁烯是气体, 需要压力容器运输, 所以采取直销模式销售产品。

## ■ 募资项目

公司从 2007 年度就开始了对两个募投项目进行投入。根据项目投资计划, 两个项目的主要投资都集中在 2009 年和 2010 年。目前各个项目的投资已顺利开展, 后期投入将按计划于 2009 年和 2010 年完成。根据招股说明书:

**表 5: 公司的募集资金项目计划概况 (单位: 万元)**

项目名称	投资总额	建设周期 (月)
8 万吨/年甲乙酮项目	49,800	12
15 万吨/年溶剂油项目	7,545	12
基层营销网络建设项目	9,870	36
研发中心建设项目	8,170	12

*资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理*

### 8 万吨/年甲乙酮项目

**表 6: 报告期内公司甲乙酮生产产能利用率和产销率 (吨)**

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年*	2011 年*
设计产能 (吨)	20,000	20,000	40,000	100,000	100,000	100,000
产量 (吨)	35,821	33,609	56,942	120,380	120,000	130,000
销量 (吨)	35,371	33,415	50,475	121,719	119,000	129,000
产能利用率 (%)	179.11	168.05	142.36	120.38	120	130
产销率 (%)	98.74	99.42	88.64	101.08	99.17	99.23

*资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理*

项目建成投产后, 可年均实现销售收入 126,818 万元, 年总成本费用 104,399 万元, 年实现利润总额 16,545 万元, 年实现税后利润 12,409 万元, 具有良好的投资效益。

### 15 万吨/年溶剂油项目

公司建设的溶剂油项目包括: 6.5 万吨/年 6# 普通溶剂油以及高档环保型溶剂油、6.5 万吨/年 120# 普通溶剂油以及高档环保型溶剂

油、1 万吨/年轻馏分油、1 万吨/年重馏分油。

项目达产后，正常年份年均销售收入 83,720 万元，年总成本费用 79,199 万元，年税后利润 2,571 万元，具有良好的投资效益。从盈利指标看，投资利润率为 26.42%，静态投资回收期 5.32 年，具有良好的盈利能力。

募集资金到位后，该项目 1 个月后完成施工图设计；3 个月后开始施工；8 个月内完成竣工验收。

#### 基层营销网络建设项目

公司基层营销网络项目建成后，公司将组建 5 个销售大区 and 配送中心，粗略计算每年可以节省 1,875 万元的物流成本。

#### 研发中心建设项目

该项目建设目的不在于项目本身的盈利性，该项目建设完成后，虽然不能带来明显的直接经济效益，但将给公司带来间接经济效益。

### 三、财务状况和盈利预测

#### ■ 业绩预测

2010 年是募投项目的建设期，根据募投项目规划设计，8 万吨甲乙酮 08 年开始释放业绩，15 万吨溶剂油项目从 11 年开始运行，综合两个项目的盈利情况后，我们预计 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 56.98%、12.64% 和 14.93%，相应的稀释后每股收益为 1.05 元、1.18 元、1.36 元。我们看好公司募集资金项目完成后，高端产品产量增加带来的利润提升。

表 7：募投项目分业务收入预测（单位：万元人民币）

	2010E	2011E	2012E
甲乙酮			
收入	951.15	1014.56	1268.20
成本	751.41	801.50	1001.88
毛利率	21.00%	21.00%	21.00%
溶剂油			
收入	--	334.88	502.32
成本	--	284.98	427.48
毛利率	--	14.90%	14.90%

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

表 8：8 万吨甲乙酮项目盈利预测及损益简表（单位：万元人民币）

指标名称	2010E	2011E	2012E
营业总收入	887.74	1014.56	1268.20
营业总成本	730.79	835.19	1043.99
营业成本	701.31	801.50	1001.88
营业税金及附加	5.12	5.85	7.31



销售费用	13.32	15.23	19.04
管理费用	0.36	0.41	0.51
财务费用	0.48	0.55	0.69
资产减值损失	0.00	0	0
投资净收益	0.00	0	0
<b>营业利润</b>	<b>156.95</b>	<b>179.37</b>	<b>224.21</b>
加：营业外收入	0.00	0	0
减：营业外支出	0.00	0	0
<b>利润总额</b>	<b>156.95</b>	<b>179.37</b>	<b>224.21</b>
减：所得税	23.54	26.91	33.63
<b>净利润</b>	<b>133.40</b>	<b>152.46</b>	<b>190.58</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

表 9： 15 万吨/年溶剂油项目盈利预测及损益简表（单位：万元人民币）

指标名称	2011E	2012E
营业总收入	334.88	502.32
营业总成本	316.80	475.19
营业成本	284.98	427.48
营业税金及附加	8.37	12.56
销售费用	9.04	13.56
管理费用	6.03	9.04
财务费用	8.37	12.56
资产减值损失	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>13.71</b>	<b>20.57</b>
加：营业外收入	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>13.71</b>	<b>20.57</b>
减：所得税	2.06	3.09
<b>净利润</b>	<b>11.66</b>	<b>17.48</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

表 10： 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1115.52	1297.48	1789.09	2250.79	2671.87
营业总成本	922.92	1066.41	1468.64	1889.84	2257.04
营业成本	850.64	1001.44	1399.79	1784.96	2127.83
营业税金及附加	5.42	7.84	12.52	15.76	18.70
销售费用	24.01	28.38	50.09	63.02	74.81
管理费用	22.25	17.38	35.78	45.02	53.44
财务费用	17.59	14.85	17.89	22.51	26.72
资产减值损失	3.01	-3.48	3.58	4.50	5.34
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>192.60</b>	<b>231.07</b>	<b>320.45</b>	<b>360.95</b>	<b>414.83</b>
加：营业外收入	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.60	1.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>192.00</b>	<b>229.30</b>	<b>320.45</b>	<b>360.95</b>	<b>414.83</b>
减：所得税	48.37	55.78	48.07	54.14	62.23
<b>净利润</b>	<b>143.63</b>	<b>173.52</b>	<b>272.38</b>	<b>306.81</b>	<b>352.61</b>
归属于母公司股东的净利润	143.63	173.52	272.38	306.81	352.61
总股本（万股）	259.56	259.56	259.56	259.56	259.56
摊薄 EPS（元）	0.55	0.67	1.05	1.18	1.36

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

注：根据公司 09 年甲乙酮的销售收入及销售数量，我们测算出产品单价为 0.54 万元，而公司招股说明书中预测 8 万吨甲乙酮达产后可实现销售收入 12.86 亿元，可推算出单价在 1 万元，价格涨幅为 100%，我们是依据招股说明书的预测做出损益表，未来业绩能否达到预期存在较大不确定性。

## 四、风险因素

### 市场风险

公司主要产品下游行业发展与国民经济整体发展趋向一致，宏观经济波动对公司产品的市场需求影响较大。受国际金融危机的影响，2008 年第四季度公司主要产品的销售价格同比均呈下滑趋势，尤其是公司拳头产品甲乙酮。国内甲乙酮产品下游行业如涂料、胶粘剂、油墨等的景气度在短期内出现了一定程度的下降，导致 2008 年第四季度平均售价同比下降 42%，2008 年全年公司甲乙酮产销率降低至 88.64%。

甲乙酮是公司的拳头产品，碳四是甲乙酮的主要原料，国内富含丁烯组分的原料碳四市场一直以来供应不足，致使部分国内甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺不能满负荷生产，但随着我国原油加工量的

不断提升，乙酰酮主要原料碳四的供给也将不断增加，公司主要竞争对手的产能可能随原料供应增加而进一步释放，导致乙酰酮产品的价格下跌、毛利率下降，影响公司的盈利能力。

#### 原料采购较为集中及价格变动的风险

因国内富含丁烯组分的原料碳四市场供应不足、价格波动幅度较大，且不同供应商产品质量参差不齐，公司的主要原料碳四全部向中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化采购，存在原料碳四采购较为集中的风险。

精细化工产品与原油价格的关系是：原油—基础化工—精细化工。碳四是公司生产最重要的原料，报告期内原料碳四的成本占公司产品总生产成本的比例分别为 50.33%、47.26%、43.07%和 51.46%。受国际能源价格的影响，报告期内的碳四采购平均单价分别为 3,903 元/吨、3,947 元/吨、4,363 元/吨和 2,716.40 元/吨，采购价格波动幅度较大。

#### 募集资金投资项目风险

本次发行募集资金投资项目包括 8 万吨/年乙酰酮项目、15 万吨/年溶剂油项目、基层营销网络建设项目和研发中心建设项目等四个项目，项目投资建设完成后将大幅度提高公司主营产品生产规模，提升技术水平，进一步优化企业的产品结构，拓宽市场领域。上述四个项目中，8 万吨/年乙酰酮项目已由公司通过银行借款和自有资金先期建设并已建成投产，其他三个项目公司将视情况根据需要由公司先行垫资建设或待募集资金到位后再行建设。尽管公司对募集资金投资项目在原料稳定供给、工艺技术方案、设备选型、工程方案和市场前景等方面进行了充分论证，但在项目实施过程中，仍可能面临较多不确定性因素，影响本次募集资金投资项目预期收益的实现。一方面，从内部管理看，产能扩张和新成品推出后，生产管理系统能否进一步提升管理水平、销售系统能否及时建立适合新的产品结构的销售网络与销售模式、研发系统能否根据市场需求及环保政策的变化及时进行技术升级换代等方面存在不可预测的因素；另一方面，从外部市场看，竞争对手不断进行深化研发与技术更新，竞争压力依然存在。

#### 安全生产的风险

公司产品为易燃、易爆、腐蚀性或有部分人体伤害性的化工产品，同时生产过程中的部分工序为高温、高压环境，因而在生产过程中易产生安全隐患。公司自成立以来，一直把安全生产作为头等大事。公司设立了安全生产工作推进委员会，建立了完善的责任制，把安全生产纳入各级管理人员的重要考核内容，对违反安全规程的问题实行一票否决。公司制订了严格的安全生产制度和作业指导书，从操作规程、安全教育、监督检查等各方面对安全生产工作常抓不懈，每年都安排

专项资金用于隐患治理、安全防护和职工的劳动保护。尽管公司有较完备的安全设施，整个生产过程完全处于受控状态，也从未发生安全事故，但由于石化装置自身的特性，不能完全排除因生产操作不当、设备故障等偶发性因素而造成意外安全事故，从而影响公司正常生产经营的可能。

## 五、估值及定价分析

### 公司可给的估值水平及价格区间

基于已公布的 2008、2009 年业绩和 2010 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2009 年平均动态市盈率为 218.82 倍，2010 年平均动态市盈率 22.66 倍；最近上市的中小板股票中，2009 年平均动态市盈率约为 73.39 倍、2010 年平均动态市盈率约为 71.21 倍。

表 11： 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
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
600339.SH	天利高新	12.28	0.12	0.04	0.35	98.32	548.21	21.83	5.50
000059.SZ	辽通化工	12.16	0.32	0.26	0.66	37.93	51.37	19.06	2.33
000698.SZ	沈阳化工	8.43	0.15	0.15	0.45	57.94	56.88	27.10	2.02
国内同行业整体平均						64.73	218.82	22.66	3.29

数据来源：Wind、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（4月23日收盘价）

表 12： 最近上市（中小板）股票的相对估值

股票名称	股票代码	20100423			EPS			P/E		
		收盘价	08A	09E	10E	08A	09E	10E		
002385.SZ	大北农	58.90	0.42	0.82	1.13	140.24	71.83	51.93		
002386.SZ	天原集团	23.88	0.63	0.58	0.56	37.90	41.17	42.88		
002387.SZ	黑牛食品	50.60	0.56	0.67	0.66	90.36	75.52	76.47		
002388.SZ	新亚制程	39.51	0.30	0.38	0.41	131.70	103.97	96.37		
002389.SZ	南洋科技	61.80	0.59	0.83	0.70	104.75	74.46	88.39		
002390.SZ	信邦制药	50.12	0.52	0.72	0.69	96.38	69.61	72.38		
002391.SZ	长青股份	60.90	1.29	1.37	1.35	47.21	44.45	44.95		
002392.SZ	北京利尔	51.45	0.65	0.96	1.33	79.40	53.65	38.71		
002393.SZ	力生制药	58.30	0.97	1.13	1.34	60.10	51.59	43.36		
002394.SZ	联发股份	62.00	1.09	1.90	2.28	56.88	32.63	27.16		
平均						<b>100.99</b>	<b>73.39</b>	<b>71.21</b>		

数据来源：Wind，上海证券研究所整理，股价以 4 月 23 日收盘价计

### 公司可给的估值水平及价格区间

我们认为，随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2010 年开始将保持快速增长势头，给予公司 2010 年 29.2-35 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 30.7-36.7 元。

综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况、一二级 25% 的折扣率，我们建议询价区间为 23.0-27.5 元，即相当于 2010 年预期 EPS1.05 元的 22-26 倍。

按照预期 27.5 元发行价，计算出 2009 年 IPO 后每股净资产 8.74 元。

附表 1：公司主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009
ROE%	50.47	42.34	41.90
营业收入（万元）	90135.06	111536.89	129549.84
收入增长率（%）	32.74	23.76	16.31
经营性现金流（万元）	2819.97	13430.33	24406.38

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 陈志斌

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。

## 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
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。