

2010年07月14日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 18.9-23.4 元

技术、成本优势确保公司醋酸丁酯行业龙头地位

——百川股份(002455)新股研究

核心观点

询价结论

预计公司 10-12 年 EPS 为 0.75 元、0.95 元、1.40 元，对应精细化工、染料、油墨等化工子行业中红宝丽、浙江龙盛等公司 10 年预测 PE 25-40 倍。我们认为公司 2010 年市盈率在 28-35 倍间较为合适，以公司 2010 年每股收益 0.75 元计算，公司的合理股价应为 21-26 元。给予 10% 的折价后，申购合理股价应为 18.9-23.4 元。

主要依据

技术优势：百川化工采用的工艺路线具有产品质量好，生产成本、投资成本低等优势，在国内处于领先地位。醋酸丁酯方面：公司采用液体酸催化剂和反应精馏法相结合的工艺，可以使醋酸丁酯生产的能耗下降 30% 左右。偏苯三酸酐方面：公司在产品生产建设方面积累了丰富的经验，从而同等生产规模建设投资成本明显低于同行业平均水平，产品的竞争能力非常突出。

成本优势明显：公司目前是国内醋酸丁酯、偏苯三酸酐规模领先的生产企业：大规模的工业化生产使得公司在项目建设、原材料采购等方面都具有很强的成本优势：公司同时生产偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯，公司在产业链方面比同行业其他生产企业更加完整，在生产成本上也具有明显的优势：百川化工自行生产主要原料偏苯三酸酐，生产成本较市场平均销售价格低 15% 左右，公司生产每吨偏苯三酸三辛酯的生产成本因此而较同行业生产企业低 820 元左右，可以提高毛利率水平约 5 个百分点。

细分行业龙头：公司在醋酸丁酯细分行业市场占有率约为 30%；在偏苯三酸酐细分行业市场占有率接近 20%。

但目前醋酸丁酯、偏苯三酸酐行业均存在产能过剩的状况，对公司未来业绩增长构成阻碍。

风险提示：

基础数据

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(万股) | 87800 |
| 流通A股(万股) | 2200 |
| 总市值(亿元) | |
| 总资产(亿元) | |
| 每股净资产(元) | 3.53 |
| 建议询价区间(元) | 18.9-23.4 |

财务数据与估值

| | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万) | 1,134 | 1,311 | 1,871 | 2,515 |
| 同比增速(%) | | 16% | 43% | 34% |
| 净利润(百万) | 53 | 66 | 83 | 123 |
| 同比增速(%) | | 25% | 26% | 48% |
| EPS(元) | 0.60 | 0.75 | 0.95 | 1.40 |

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

| | |
|---------------------|--------------|
| 公司名称 | 无锡百川化工股份有限公司 |
| 公司简称 | 百川股份 |
| 发行地 | 深圳 |
| 发行日期 | |
| 申购代码 | 002427 |
| 发行股数（万股） | 2200 |
| 发行方式 | 网下询价,上网定价 |
| 发行后总股本（万股） | 8780 |
| 每股盈利（2009 年） | 0.80 |
| 发行后全面摊薄每股收益（2009 年） | 0.601 |
| 发行前每股净资产（元） | 3.53 |

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司基本情况

公司以石油、煤为原料生产醋酸丁酯和偏苯三酸酐，属于精细化工行业，产品主要用于涂料溶剂、添加剂以及增塑剂。百川化工利用自身的核心技术，致力于改善环境质量、提高产品安全性能，为社会提供低毒、环保、安全的涂料溶剂、增塑剂原料等产品，以逐步实现对传统有毒有害相关产品的替代。

3、行业竞争状况

3.1 醋酸丁酯行业：产能过剩严重

作为高档溶剂，醋酸丁酯可以替代甲基异丁基酮、芳烃溶剂等，因此其需求亦会有较快增长。2007 年，我国醋酸丁酯年需求量约 30 万吨，预计未来 5 年，我国将保持年按年 7% 左右的增长率，预计到 2010 年将超过 35 万吨。但目前醋酸丁酯产品市场化程度较高，生产企业数量众多。国内醋酸丁酯生产能力大幅超过消费能力，但其中大部分生产工艺为间歇酯化法，生产成本低，难以与进口产品竞争，加上原料的涨价，开工率低，不少处于停产状态。落后产能面临淘汰。我们认为，未来万吨以下的醋酸丁酯装置逐步被淘汰，届时醋酸丁酯总体供应能力会有一定的下降，部分技术水平高、生产规模大的醋酸丁酯装置还是有良好的发展机会的。

3.1 偏苯三酸酐：国际市场存在供需缺口

中国企业独创的工艺，其产品质量完全能够满足国外各类客户的要求。在投资成本上只相当于国外同类投资的 1/4 左右，巨大的投资差异以及相对低廉的劳动力成本，使国外企业在技术方面的优势被完全抵消，即使面对国内年产几百吨的小装置也已无优势可言。欧美和日本、韩国、台湾等下游企业已开始大量采购中国产品。未来几年国际市场每年面临 4.5-8 万吨的供需缺口。面对中国企业的竞争，众多国外企业采取关停、中止新建和扩建、转让等措施，规避经营风险。未来一段时间将造成国际市场每年 4.5-8 万吨的供需缺口。

4 公司竞争优势分析

4.1 技术优势突出

百川化工采用的工艺路线具有产品质量好，生产成本、投资成本低，在国内处于领先地位。2006 年，百川化工负责起草修改了《工业用乙酸正丁酯》、《工业用乙酸酯类试验方法》等国家标准；2008 年，百川化工负责起草制定了《工业用偏苯三酸酐》国

家标准。

醋酸丁酯方面，公司采用了液体酸催化剂和反应精馏法相结合的工艺，不仅可以使醋酸丁酯生产的能耗下降 30% 左右，从而使生产成本明显下降，而且得到的粗酯技术指标已经接近国标一等品的水平，略加处理就可以使连续生产出来的产品达到国标优等品的要求。

偏苯三酸酐方面，由于公司的管理团队、技术骨干是国内最早实现该产品工业化生产的一批人员，在产品生产建设方面积累了丰富的经验，从而同等生产规模建设投资成本明显低于同行业平均水平，产品的竞争能力非常突出。

4.2 成本优势明显

公司目前是国内醋酸丁酯、偏苯三酸酐规模领先的生产企业。大规模的工业化生产使得公司在项目建设、原材料采购等方面都具有很强的成本优势。

由于公司同时生产偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯，公司在产业链方面比同行业其他生产企业更加完整，在生产成本上也具有明显的优势。百川化工自行生产主要原料偏苯三酸酐，生产成本较市场平均销售价格低 15% 左右，公司生产每吨偏苯三酸三辛酯的生产成本因此而较同行业生产企业低 820 元左右，可以提高毛利率水平约 5 个百分点。

4.3 细分行业龙头

百川化工是醋酸丁酯、偏苯三酸酐细分行业中的龙头企业：

醋酸丁酯细分行业：按国内市场产能计算公司市场占有率约为 30%。

偏苯三酸酐细分行业：2007 年以前，按国内产能计算公司市场占有率也在 30% 左右。07 年后，百川化工偏苯三酸酐产品的实际市场占有率有所下降，目前的市场占有率接近 20%。

5、募集资金投向

公司本次发行募集资金拟投资于以下项目：

表 2：公司本次募集资金投向的项目

| 项目名称 | 拟投入资金（亿元） |
|--------------------------|-----------|
| 年产 2 万吨偏苯三酸酐、2 万吨偏苯三酸三辛酯 | 2.85 |

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

6、盈利预测

表 3：盈利预测表

| 单位：百万元 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,134 | 1,311 | 1,871 | 2,515 |
| 营业收入 | 1,134 | 1,311 | 1,871 | 2,515 |
| 营业总成本 | 1,069 | 1,223 | 1,760 | 2,351 |
| 营业成本 | 1,003 | 1,159 | 1,678 | 2,239 |
| 营业税金及附加 | 1.66 | 1.96 | 2.75 | 3.78 |
| 销售费用 | 27.29 | 30.75 | 43.27 | 59.44 |
| 管理费用 | 20.65 | 22.73 | 26.34 | 34.89 |
| 财务费用 | 15.42 | 8.64 | 9.65 | 13.91 |
| 资产减值损失 | 1.28 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营收益 | | | | |

| | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 公允价值变动净收益 | | | | |
| 投资净收益 | | | | |
| 营业利润 | 65.05 | 88 | 111 | 164 |
| 加：营业外收入 | | | | |
| 减：营业外支出 | | | | |
| 利润总额 | 62.99 | 88 | 111 | 164 |
| 减：所得税 | 10.22 | 21.98 | 27.75 | 41.00 |
| 净利润 | 53 | 66 | 83 | 123 |
| 减：少数股东损益 | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 52.77 | 66 | 83 | 123 |
| 每股收益 | 0.60 | 0.75 | 0.95 | 1.40 |

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

7、估值定价及申购建议

预计公司 10-12 年 EPS 为 0.75 元、0.95 元、1.40 元，对应精细化工、染料、油墨等化工子行业中红宝丽、浙江龙盛等公司 10 年预测 PE 25-40 倍。我们认为公司 2010 年市盈率在 28-35 倍间较为合适，以公司 2010 年每股收益 0.75 元计算，公司的合理股价应为 21-26 元。给予 10% 的折价后，申购合理股价应为 18.9-23.4 元。

8、风险提示

1、行业竞争风险；2、产品替代风险；3、原材料价格波动风险

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期 评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期 评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期 评级 | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上 |
| | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间 |
| | 中性 | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上 |
| 长期 评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理 宏观领域 | xuwei hong@guodu.com | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com |
| 李元 | 机械、电力设备 | liyuan@guodu.com | 巩俊杰 | 交通运输 | gongjunjie@guodu.com |
| 张翔 | 首席策略分析师 | zhangxiang@guodu.com | 吴煊 | 策略研究 | wuxuan@guodu.com |
| 徐文峰 | 基础化工 | xuwenfeng@guodu.com | 邓婷 | 金融 | dengting@guodu.com |
| 邹文军 | 房地产 | zouwenjun@guodu.com | 徐昊 | 农业、食品饮料 | xuhao@guodu.com |
| 徐才华 | 机械-汽车及零部件 | xucaihua@guodu.com | 夏茂胜 | 商业、纺织服装 | xiamasheng@guodu.com |
| 姜瑛 | IT | jiangying@guodu.com | 潘蕾 | 医药行业 | panlei@guodu.com |
| 曹源 | 策略研究、传媒 | caoyuan@guodu.com | 王招华 | 钢铁行业 | wangzhaohua@guodu.com |
| 刘芬 | 机械 | liufen@guodu.com | 刘斐 | 煤炭 | liufei@guodu.com |
| 王京乐 | 家电、旅游 | wangjingle@guodu.com | 鲁儒敏 | 电力 | lurumin@guodu.com |
| 汪立 | 造纸 | wangli@guodu.com | 傅浩 | 建材 | fuhao@guodu.com |
| 肖世俊 | 有色、新能源 | xiaoshijun@guodu.com | 陈薇 | 衍生产品、金融工程 | chenwei@guodu.com |
| 苏昌景 | 基金研究、债券研究 | suchangjing@guodu.com | 冯翔 | 宏观研究、债券研究 | fengxiang@guodu.com |
| 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com | | | |