

## 百川股份 (002455)

爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 精细化工细分龙头

## 投资要点:

❖ **公司是细分子行业龙头** 公司主要从事醋酸丁酯、偏苯三酸酐的生产和销售;公司在生产方面具备规模优势,09 年底公司拥有醋酸丁酯产能 10 万吨、偏苯三酸酐产能 1 万吨,以上两种产品目前在国内市场占有率分别达 30%和 20%。

## ❖ 对公司的正面看法:

- 公司的主要产品在销售和产能上,在国内具有一定的规模成本优势;其中醋酸丁酯市场占有率国内第一,偏苯三酸酐市场占有率国内第三;行业内产品质量和企业信誉具有优势;醋酸丁酯产品参加国家标准的修订;偏苯三酸酐是国家标准的制定者;
- 作为行业龙头,客户群稳定,公司是阿克苏诺贝尔、BASF、PPG、DSM 和立邦等企业的主要供货商(占供货数量的 70-80%),醋酸丁酯产能利用率达到满负荷,偏苯三酸酐产能利用率接近 9 成;
- 公司运用先进的反应精馏法连续化生产醋酸丁酯,实现低能高效的连续生产,减少能耗 50%,电耗 35%,废水排放 50%,使公司毛利水平远高于行业水平;
- 随着我国《民用建筑室内环境污染控制规范》、《内装有害物质限量》等相关法规的实施,醋酸丁酯在未来对于受限产品产生替代需求,市场成长空间有望打开;
- 以偏苯三酸酐为原料生产的 TOTM,具有良好的耐温、抗老化腐蚀、耐挥发和耐析出性,随着将来我国对于电器用绝缘材料和工程塑料安全性要求逐步提高,以及在一次性输液、注射器和血液袋用品领域,对于偏苯三酸酐的需求有望提高;
- 公司产品定价跟随主要原材料价格波动,可转移成本风险。

## ❖ 对公司的负面看法:

- 主要产品的市场成熟度高,醋酸丁酯产能富裕,而偏苯三酸酐产能扩张迅速,行业面临的竞争较为激烈;
- 公司销售收入 80%以上来自于醋酸丁酯,而醋酸丁酯主要应用于涂料溶剂,未来 2 年内预计需求增速约为 7%,行业需求增速相对不具吸引力;而且,国家对于房地产行业的调控可能持续较长时间,对于涂料(包括家装和汽车等)需求的增长带来负面的影响,从而影响对于涂料溶剂的需求;

化工行业

2010.7.22

合理价格区间:

14.4-18.0 元

## 发行上市资料

发行股数(万股)	2200
发行前总股本(万股)	6580
发行后总股本(万股)	8780
发行日期	2010/07/21
上市日期	2010/-/-
主承销商	广发证券

每股净资产(元)	3.53
净资产收益率(%)	22.69%

乐旻旻

行业研究员

张欣(执业证书 S08200208030013)

电话

021-32229888\*3501

邮箱

leminyang@ajzq.com

## 相关报告

- 公司的盈利状况体现一定的周期性特征，定价策略跟随主要原材料（煤炭、石油等）价格波动，公司难获超额的利润，毛利率水平维持在 10% 左右的较低水平；
- 公司销售收入对于单一产品（醋酸丁酯）的依赖性强（占销售额 80%），如果该产品需求受到影响，或是生产该产品的原材料大幅波动，将对公司业绩带来较大的影响；
- 公司近 12% 的销售收入来自于海外，人民币升值可能影响该部分出口业务的利润；
- 新技术导致产品更新换代速度逐步加快，公司的两个主要产品，面临一定的产品替代风险。

❖ **本次募集资金用途** 本次募集资金投资项目为“年产 2 万吨偏苯三酸酐和 2 万吨偏苯三酸三辛酯项目”，计划由公司全资子公司百川化工（如皋）有限公司实施。项目总投资 2.85 亿元，项目实施后，公司将进一步扩大产能，并且公司也将由单纯生产偏苯三酸酐的企业，转变为国内为数不多的同时生产偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯的企业，产业链得到延伸。

❖ **盈利预测和估值** 公司在细分行业内没有可参照的公司，我们预计公司 2010、2011 和 2012 年摊薄后每股收益分别为 0.60 元、0.71 元和 1.24 元，我们给与公司 24-30 倍市盈率水平，对应合理股价为 14.4-18.0 元（发行价格为 20 元）。

表 1：公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
郑铁江	34,800,000	52.89
中国-比利时直接股权投资基金	7,000,000	10.64
惠宁	5,800,000	8.81
王亚娟	5,800,000	8.81
郑江	5,800,000	8.81
徐卫	5,452,000	8.3
郭勇	800,000	1.22
程国良	101,500	0.15
刘炎明	101,500	0.15
朱宇琴	87,000	0.13
翁建飞	58,000	0.09
合计	65,800,000	100

资料来源：爱建证券整理

表 2：公司主要产品描述

主要产品名称	描述和应用领域
醋酸丁酯	<p>优良的有机溶剂，对醋酸丁酸纤维素、乙基纤维素、氯化橡胶、聚苯乙烯、甲基丙烯酸树脂以及许多天然树胶均有良好的溶解性能，并且以其低毒性、溶解性强、易挥发、残留物少等优异性能，成为油漆和涂料行业应用最广的有机溶剂之一。此外，在医药上用于生产红霉素以及用于生产聚氨基甲酸酯、印花薄膜、香料、化妆品等，还可在各种石油加工过程中用作萃取剂和脱水剂、日光灯管中荧光粉的稀释剂等。</p> <p>涂料是消费醋酸丁酯最多的领域，醋酸丁酯可用来配制降低大气污染的溶剂型涂料，通常用来取代甲乙酮、异丁酮、二甲苯或甲苯等传统溶剂。2001 年我国颁布 GB18581-2001《室内装修材料 溶剂型木器涂料中有害物质限量》标准，限制在涂料产品中使用苯及其同系物等有害溶剂，而醋酸丁酯是替代苯及其同系物的最好产品之一。</p>

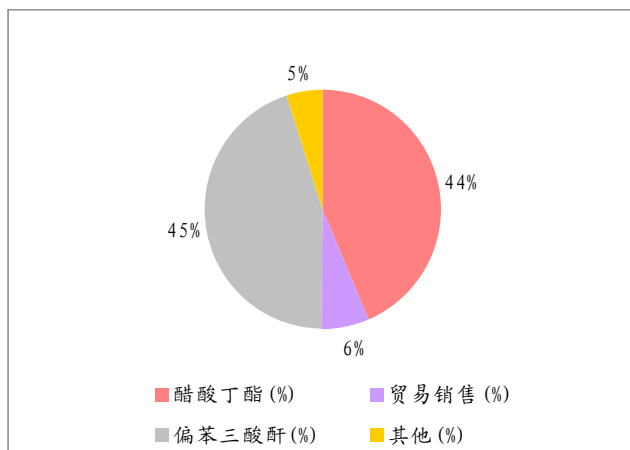
资料来源：爱建证券整理

表 2：公司主要产品描述（续）

主要产品名称	描述和应用领域
偏苯三酸酐	<p>偏苯三酸酐（TMA）简称偏酐，又名 1、2、4-苯三甲酸酐。以偏苯三酸酐为原料生产的粉末涂料，是一种高分子复合材料，已逐步取代传统的油漆，成为空调、彩电、洗衣机、冰箱、手机、自行车、铝合金门窗等的表面涂层，同时它又是生产高档轿车漆、新型水溶性涂料、高档油漆必不可少的原材料。以它为原料生产的涂料性能大大优于传统涂料，具有附着力强、经久耐用、耐腐蚀、无污染等特点。</p> <p>以偏苯三酸酐为原料生产的偏苯三酸三辛酯（TOTM），TOTM 是一种性能良好的增塑剂，具有优良的耐温性、绝缘性、抗老化耐腐蚀性、耐挥发性和耐析出性。使用 TOTM 作为增塑剂的绝缘材料，其耐高温和耐绝缘性能可以显著提高，大大增强了其安全性。因此广泛应用于电线电缆和电源插座等有安全要求的塑料制品和工程塑料中，是生产耐温绝缘材料必不可少的增塑剂。此外，在一次性输液、注射器和血液袋用品领域，以往使用的都是邻苯类增塑剂，由于苯类的析出对人体会造成一定危害。TOTM 以其优良的耐析出性能成为最好的替代品。偏苯三酸酐还可用于生产高等级 F 和 H 级的绝缘漆和绝缘材料，可作为玻璃纤维的粘合剂、烟雾的抑制剂、橡胶硫化的促进剂和印刷油墨的快速硬化剂。</p>

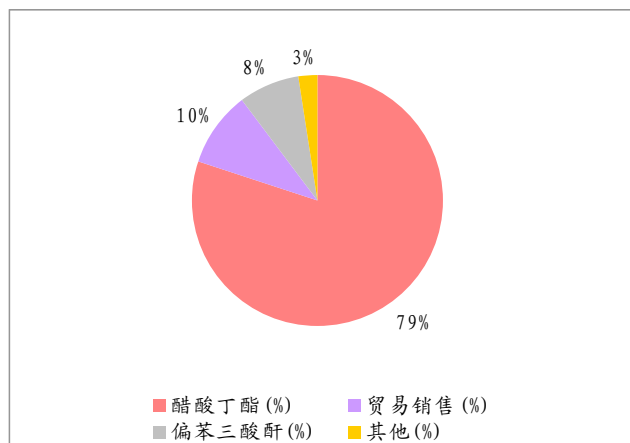
资料来源：爱建证券整理

图 1: 公司毛利构成



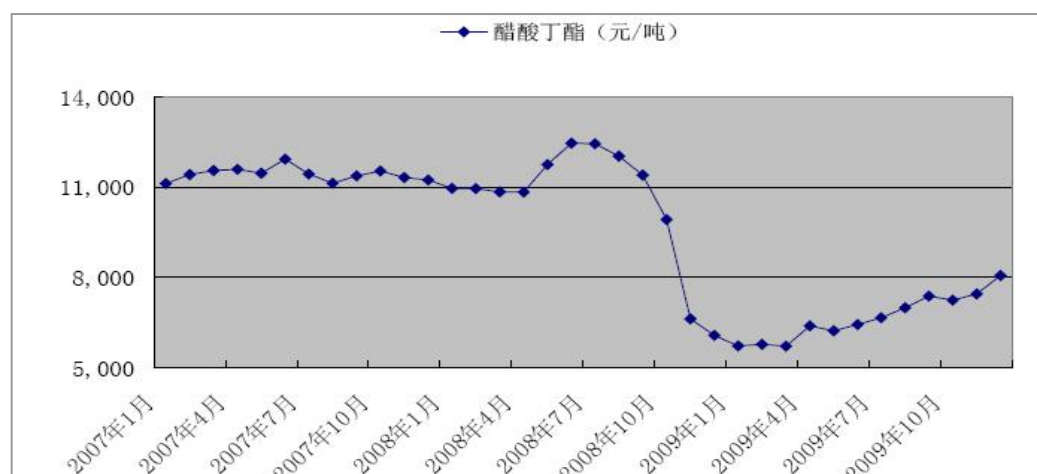
资料来源：爱建证券整理

图 2: 公司收入构成



资料来源：爱建证券整理

图 3: 2007 年 - 2009 年醋酸丁酯的市场价格走势



资料来源：爱建证券整理

2007年至2009年因原材料价格出现较大幅度波动，醋酸丁酯产品价格也随之有所波动，尤其是2008年下半年开始产品价格出现较大幅度的下降，目前其价格已基本企稳。

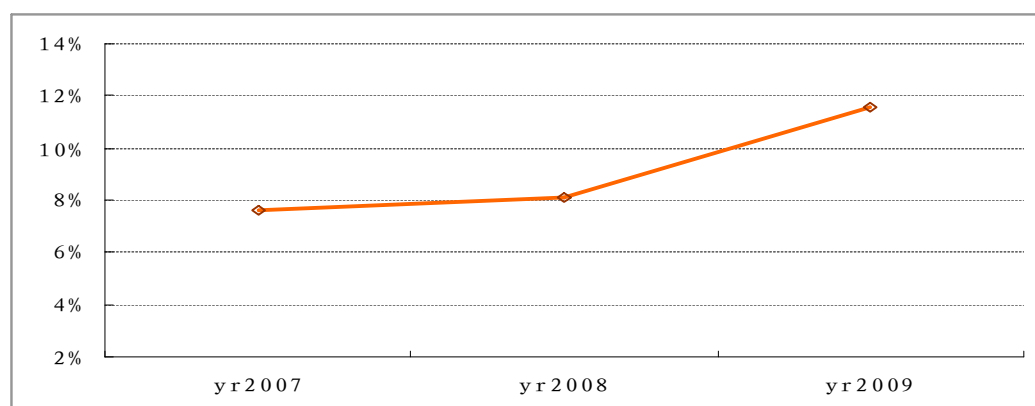
图 4：2007 年 - 2009 年偏苯三酸酐价格走势



资料来源：爱建证券整理

2008 年下半年至 2009 年上半年，受金融危机等宏观因素的影响，其市场价格降幅较大。目前，市场价格已基本企稳并逐步回升。

图 5：公司毛利率水平



资料来源：爱建证券整理

表 3: 产品市场供需情况

主要产品	市场化水平	市场需求增速	市场供给情况
醋酸丁酯	市场化水平较高, 竞争激烈, 公司产能约占国内主要产能的 25%, 市场占有率约占国内总需求的 30%, 产销比较匹配。	目前, 世界醋酸丁酯的消费主要国家和地区是美国、西欧和日本及中国。中国成为新增需求的主要来源之一, 2007 年, 中国醋酸丁酯年需求量约 30 万吨, 预计未来 5 年, 中国将保持年按 7% 左右的增长率, 预计到 2010 年将超过 35 万吨。	中国主要产能达 41 万吨, 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, 部分处于停产状态。
偏苯三酸酐	主要消费在境外, 国内生产有一定优势, 但行业产能扩张迅速, 逐步加大业内竞争, 产品供需逐步平衡。	目前, 对于该产品的主要消费群在欧美日等的发达经济体, 需求占比约 7 成左右; 我国市场偏苯三酸酐消费量占全球消费量的比例不大, 占比不超过 17%; 预计到 2010 年, 全球偏苯三酸酐的需求量在 24 万吨左右, 其中国内市场需求约为 4.3 万吨。	国外偏苯三酸酐产能略大于市场需求, 但中国企业工艺独特, 且在投资成本远低于国外同类投资, 加之生产劳动力成本低, 面对国外企业拥有较强的竞争优势。国内新增产能较多, 而且部分境外企业逐步将生产装置转移至境内, 国内偏苯三酸酐市场的供需也逐步走向平衡。

资料来源: 爱建证券整理

财务和估值数据摘要					
单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1245.26	1134.17	1270.27	1498.92	1768.72
增长率(%)	-13.40%	-8.92%	12.00%	18.00%	18.00%
归属母公司股东净利润	33.38	52.77	53.15	62.74	109.48
增长率(%)	-18.96%	58.10%	0.73%	18.04%	74.49%
每股收益(EPS)	0.507	0.802	0.808	0.954	1.664
每股经营现金流	0.518	1.314	1.892	0.983	3.065
销售毛利率	8.11%	11.58%	10.00%	10.00%	12.00%
销售净利率	2.68%	4.65%	4.18%	4.19%	6.19%
净资产收益率(ROE)	18.56%	22.69%	18.60%	18.00%	23.91%
投入资本回报率(ROIC)	16.41%	19.15%	18.31%	15.07%	20.23%
报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1245.26	1134.17	1270.27	1498.92	1768.72
减: 营业成本	1144.26	1002.82	1143.24	1349.03	1556.48
营业税金及附加	1.82	1.66	1.86	2.19	2.58
营业费用	24.60	27.29	30.56	36.06	42.56
管理费用	9.04	20.65	23.13	27.30	32.21
财务费用	17.78	15.42	8.94	10.53	6.10
资产减值损失	1.80	1.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.96	65.05	62.53	73.82	128.80
加: 其他非经营损益	-1.42	-2.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	44.54	62.99	62.53	73.82	128.80
减: 所得税	11.16	10.22	9.38	11.07	19.32
净利润	33.38	52.77	53.15	62.74	109.48
归属母公司股东净利润	33.38	52.77	53.15	62.74	109.48
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	68.96	111.61	12.70	14.99	17.69
应收和预付款项	90.88	132.05	83.98	170.93	128.59
存货	78.99	88.75	100.52	122.81	134.86
固定资产和在建工程	193.63	190.77	368.11	399.95	343.78
无形资产和开发支出	35.82	35.05	31.27	27.49	23.71
资产总计	468.27	558.23	596.58	736.17	648.63
短期借款	196.31	199.50	190.03	218.18	25.31
应付和预收款项	92.14	126.14	120.81	169.51	165.35
负债合计	288.45	325.64	310.84	387.69	190.67
股本	65.80	65.80	65.80	65.80	65.80
资本公积	33.87	33.87	33.87	33.87	33.87
留存收益	80.14	132.91	186.07	248.81	358.29
归属母公司股东权益	179.82	232.59	285.74	348.48	457.96
股东权益合计	179.82	232.59	285.74	348.48	457.96
负债和股东权益合计	468.27	558.23	596.58	736.17	648.63



现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	34.09	86.48	124.50	64.66	201.67
投资性现金净流量	-45.25	-33.63	-205.00	-80.00	0.00
筹资性现金净流量	1.22	-8.80	-18.41	17.63	-198.97
现金流量净额	-9.34	43.49	-98.91	2.29	2.70
财务分析和估值指标汇总					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>收益率</b>					
毛利率	8.11%	11.58%	10.00%	10.00%	12.00%
三费/销售收入	4.13%	5.59%	4.93%	4.93%	4.57%
EBIT/销售收入	4.80%	6.61%	5.63%	5.63%	7.63%
EBITDA/销售收入	6.54%	8.73%	8.10%	9.09%	11.02%
销售净利率	2.68%	4.65%	4.18%	4.19%	6.19%
<b>资产获利率</b>					
ROE	18.56%	22.69%	18.60%	18.00%	23.91%
ROA	12.75%	13.43%	11.98%	11.46%	20.80%
ROIC	16.41%	19.15%	18.31%	15.07%	20.23%
<b>增长率</b>					
销售收入增长率	-13.40%	-8.92%	12.00%	18.00%	18.00%
EBIT 增长率	-18.94%	25.56%	-4.67%	18.00%	59.94%
EBITDA 增长率	-8.63%	21.63%	3.91%	32.42%	42.97%
净利润增长率	-18.96%	58.10%	0.73%	18.04%	74.49%
总资产增长率	-4.40%	19.21%	6.87%	23.40%	-11.89%
股东权益增长率	22.79%	29.35%	22.85%	21.96%	31.42%
经营营运资本增长率	24.49%	17.53%	-27.93%	82.27%	-16.84%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	61.60%	58.34%	52.10%	52.66%	29.40%
投资资本/总资产	68.26%	59.44%	79.75%	76.97%	74.51%
带息债务/总负债	68.06%	61.26%	61.13%	56.28%	13.28%
流动比率	0.83	1.02	0.63	0.80	1.47
速动比率	0.55	0.75	0.31	0.48	0.77
<b>资产管理效率</b>					
总资产周转率	2.66	2.03	2.13	2.04	2.73
固定资产周转率	6.51	5.97	7.79	4.68	5.14
应收账款周转率	16.57	10.45	19.71	10.73	17.48
存货周转率	14.49	11.30	11.37	10.98	11.54
业绩和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	59.72	74.98	71.48	84.34	134.90
EBITDA	81.43	99.05	102.92	136.28	194.84
NOPLAT	45.82	64.71	60.75	71.69	114.66
净利润	33.38	52.77	53.15	62.74	109.48
EPS	0.507	0.802	0.808	0.954	1.664
BPS	2.733	3.535	4.343	5.296	6.960



## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在 $\pm 5\%$ 以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

### ● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

## 重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。