

日期: 2010年8月27日  
行业: 专用化学产品制造业



冀丽俊  
021-53519888-1921  
jilijun@sigchina.com  
执业证书编号: S0870208090141

## 聚丙烯酰胺生产领先企业

IPO 询价区间 RMB15.23-18.27 元  
上市合理估值 RMB16.92-20.30 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 30.00  
发行后总股本 (百万股) 120.00  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 中投证券

### 主要股东 (IPO 前)

长安集团 58.89%  
山东省高新投 (SLS) 17.78%  
宁波万商集 10.00%  
山东康乾 6.67%

### 收入结构 (10H1)

采油专用PAM 71.24%  
阴离子系列 11.81%  
阳离子系列 7.25%

报告编号: JLJ10-NSP16

首次报告时间: 2010年8月27日

### ■ 投资要点:

#### 广阔的产品应用前景

公司是从事丙烯酰胺、聚丙烯酰胺及其衍生物的研究开发、生产销售和技术服务的专业企业。中国聚丙烯酰胺的应用主要集中在石油开采行业,作为三次采油的驱油剂,约占60%;近年来在水处理、造纸、纺织等领域应用逐渐扩大。从总量来看,目前我国已成为聚丙烯酰胺第一大生产国和第一大消费国。产品的需求和运用将有着广阔的空间。

#### 募集项目扩大产能

本次募集资金分别投入到以下三个项目:年产1万吨阴离子型聚丙烯酰胺项目、年产1万吨阳离子型聚丙烯酰胺项目和年产1万吨驱油用表面活性剂项目,有利于公司现有产品升级和产能扩大。随着募投项目的实施,将增加公司的产能、降低产品成本,有效提高公司的产品质量和市场份额。

#### 业绩增长可持续

公司部分募投项目2009年底已建成。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,预计2010-2012年归属于母公司的净利润将实现年递增43.39%、51.29%和17.76%,相应的稀释后每股收益为0.51元、0.77元和0.91元。

#### 定价结论

我们认为,给予公司2010年36-43.2倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为16.92-20.30元。从今年上市的中小板股票运行情况看,至8月24日止平均折扣率为20.28%。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10%的折扣率,我们建议询价区间为15.23-18.27元,即相当于2010年预期EPS0.51元的32.40-38.88倍。

### ■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	54,275.37	41,945.66	62,920.00	83,377.60	97,772.00
年增长率(%)	21.32	-22.72	50.00	32.51	17.26
归属于母公司的净利润	3,468.20	4,281.54	6,139.27	9,288.06	10,937.60
年增长率(%)	34.49	23.45	43.39	51.29	17.76
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.29	0.36	0.51	0.77	0.91

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 公司概况

公司是从事丙烯酰胺、聚丙烯酰胺及其衍生物的研究开发、生产销售和技术服务的专业企业。公司的许可经营项目包括：丙烯酰胺、聚丙烯酰胺的生产、销售，丙烯腈销售；一般经营项目包括：表面活性剂、油田助剂、二甲基二烯丙基氯化铵、水处理剂、造纸助剂、选矿及印染助剂生产销售，石油开发技术和生物化工、水处理技术的开发及相关技术转让、技术咨询服务，备案范围进出口业务。公司属于精细化工行业，按照中国证监会发布的《上市公司分类指引》，公司属化学原料及化学制品制造业（C43）之专用化学产品制造业（C4360）。

公司由东营胜利油田聚合物有限公司整体变更发起设立的股份有限公司。长安集团 11 名高管为发行人实际控制人。在长安集团改制之初，夏春良等 6 人作为长安集团记名股东持有长安集团 47.01% 的股权，最近 3 年该等 11 名高管实际持有长安集团股权不断增加至 31.08% 并保持稳定，该等 11 名高管没有出现重大变更。他们作为发行人控股股东的关键管理人员，不仅实际持有长安集团股权，而且自长安集团改制以来占据了半数以上的董事席位、并担任总经理、副总经理、部门主管等重要职务，能够实际支配长安集团的行为，并通过长安集团间接支配发行人股份的表决权。

表 1: 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	长安集团	5,300	58.89%	5,300	44.17%
2	山东省高新投 (SLS)	1,600	17.78%	1,600	13.33%
3	宁波万商集	900	10.00%	900	7.50%
4	山东康乾	600	6.67%	600	5.00%
5	上海双建	300	3.33%	300	2.50%
6	夏春良	200	2.22%	200	1.67%
7	鲁信投资 (SLS)	100	1.11%	100	0.83%
8	本次发行流通股	--	--	3,000	25.00%
	合计	9,000	100.00%	12,000	100.00%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

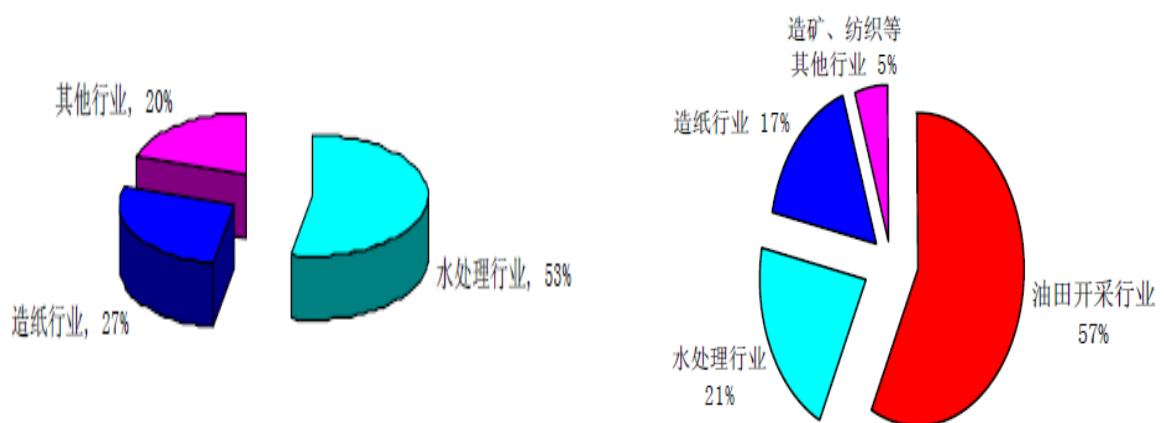
## ■ 行业概况

聚丙烯酰胺是全球使用量最大、应用最广泛的合成类水溶性高分子化合物，是标准的造纸化学品和水处理药剂。2008 年全球聚丙烯酰胺消费量约 84 万吨，其中中国消费量约 33 万吨，约占总消费量的

38%，是全球最大的聚丙烯酰胺消费地区，美国、西欧、日本、亚太（不含中国、日本）的消费比例分别为 22%、15%、13%和 8%。从应用领域来看，中国与世界其他国家有很大差异。我国聚丙烯酰胺应用研究始于二十世纪六十年代，最早用于矿物精选。与全球聚丙烯酰胺主要用于水处理和造纸业不同，中国聚丙烯酰胺的应用主要集中在石油开采行业，作为三次采油的驱油剂，约占 60%；近年来在水处理、造纸、纺织等领域应用逐渐扩大。从总量来看，目前我国已成为聚丙烯酰胺第一大生产国和第一大消费国。2007 年我国聚丙烯酰胺的表观需求量约为 29 万吨，2008 约为 33 万吨，预计 2010 年将达到约 40 万吨。

图 1: 2008 年世界聚丙烯酰胺的应用范围

图 2: 2008 年我国聚丙烯酰胺的应用范围



数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

阴离子聚丙烯酰胺是目前应用最广泛的驱油聚合物，约占国内驱油聚合物总用量的 90%以上。根据全国功能高分子行业委员会资料，2008 年，我国石油开采领域消费聚丙烯酰胺约 18.8 万吨，预计未来将有更多的油田开始大量使用聚丙烯酰胺，目前每年以 8%左右的速度增加，到 2010 年需求量将达到 22.5 万吨左右，其中耐温抗盐聚丙烯酰胺高端产品的需求在 8 万吨以上，至少有 5 万吨的缺口，按现行价格计算，未来三年我国三次采油用耐温抗盐聚丙烯酰胺高端产品将有约 50 亿元的市场容量。

我国聚丙烯酰胺及其衍生物约占高分子絮凝剂总量的 80%，尤其是阳离子型聚丙烯酰胺已被列入《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录（2007 年修订）》，特别适用于胶体物质含量高的废水、污泥脏水和有色废水处理。现在，城镇饮用水、工业用水、工业废水和城市污水净化使用阳离子型聚丙烯酰胺已成为一种趋势。按照国家“十一五”规划，到 2010 年我国城市污水处理率将达到 70%以上，水处理总量将达到 918 亿吨，初步测算需要使用聚丙烯酰胺 11.30

万吨，其中阳离子聚丙烯酰胺 9.8 万吨。

我国作为全球第二大纸及纸制品生产国，现有生产能力为 8,000 万吨，2008 年造纸领域聚丙烯酰胺需求量约 5.5 万吨。2007 年 10 月 31 日国家发改委发布的《造纸产业发展政策》指出，到 2010 年，我国纸及纸板有效产能将达到 9,000 万吨，纸及纸板总产量达到 7,600 万吨左右，人均消费量达到 62 千克，超过目前世界平均消费水平，造纸行业的高速发展，为其上游造纸化学品行业提供了广阔市场空间。按我国现有吨造纸使用聚丙烯酰胺量计算，到 2010 年用于造纸行业的聚丙烯酰胺将有 5.90 万吨。

综上所述，作为国家产业政策重点鼓励发展的一类功能精细化学品，聚丙烯酰胺在三次采油、水处理和造纸行业三大重点领域大量使用，在纺织、采矿、冶金、煤炭、制糖等行业也有一定消费量。到 2010 年，我国聚丙烯酰胺消费量预计将会达到 40 万吨以上。

## ■ 行业竞争结构及公司的地位

国际聚丙烯酰胺行业集中度很高，主要厂商（包括 SNF、CIBA、KIMERA、ASHLAND、DIA-NITRIX 等）在产品、技术、规模等方面均具有明显优势，在高端聚丙烯酰胺产品市场占据了较高的份额，主要厂商全球市场份额占 50% 以上。中国聚丙烯酰胺占全球份额的 40% 左右，国内聚丙烯酰胺行业竞争格局如下：

### 阴离子型聚丙烯酰胺

我国有阴离子型聚丙烯酰胺生产企业 40 多家，产能在 1 万吨以上的厂家有 6 家，分别为中国石油大庆炼化分公司、爱森（中国）、北京恒聚、宝莫股份、安徽天润、郑州正力，规模最大的为中国石油大庆炼化分公司，年生产能力约 10 万吨。阴离子型聚丙烯酰胺行业集中度较高，上述 6 家阴离子型聚丙烯酰胺生产企业产能约占国内全部产能的 80% 以上。

2008 年，国内阴离子聚丙烯酰胺主要生产厂家的产量情况如下：

表 2: 国内阴离子聚丙烯酰胺主要生产厂家的产量情况

序号	公司名称	三次采油PAM (吨)	PAM系列化 (吨)
1	中国石油大庆炼化公司	107,000	—
2	爱森(中国)絮凝剂有限公司	5,000	45,000
3	山东宝莫生物化工股份有限公司	20,000	7,000
4	北京恒聚化工集团有限公司	8,000	17,000
5	安徽天润化学工业股份有限公司	2,500	22,000
6	郑州正力聚合物科技有限公司	4,000	7,000

7	安徽巨成精细化工有限公司	2,500	7,000
8	山东万达化工有限公司	3,000	3,000

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### 阳离子型聚丙烯酰胺

随着国家对环境保护的重视，阳离子型聚丙烯酰胺的需求特别是水处理方面需求迅速扩大。我国有阳离子型聚丙烯酰胺生产企业 20 多家，规模较大的有上海恒谊、东营诺尔、河北天时、爱森（中国）、北京恒聚。大多阳离子型聚丙烯酰胺厂家存在规模相对较小、产品单一、技术不成熟、质量不稳定的情况，高端产品还需进口。近年国内阳离子型聚丙烯酰胺研究取得了很大进展。国内阳离子型聚丙烯酰胺行业处于重新洗牌的前夕，预计未来几年将进入优胜劣汰的大变局时代。

## ■ 公司业务简况及收入利润结构变化

**采购模式：**公司的主要原材料为丙烯腈（AN），AN 是大型石油炼化企业的一种副产品。公司丙烯腈的采购采取国内、国外采购并重、自主采购和委托采购并行的采购策略。

**生产模式：**1) 订单生产模式：作为中石化驱油用聚丙烯酰胺的长期供应商，公司根据中石化胜利油田特定的油藏状况进行开发，在确定销售总量后，中石化每年分两次进行订货，确定产品的种类、价格、数量，公司根据上述订单进行生产。2) 定制生产模式：聚丙烯酰胺产品应用领域广泛，专业化强、批量小的社会化产品主要按照定制生产模式进行，定制生产流程包括：了解客户对产品的各种指标的需求，在实验室合成样品，由客户对样品的各种性能进行检测；检测达到客户需求后，在生产环节对配方及工艺进行调整，生产出合格的产品满足客户需求。3) 库存生产模式：长期适销的社会化产品固定需求增多、固定的客户增多时，公司定制生产将无法满足不同需求，因此将由定制生产模式转成库存生产模式，目前公司进行批量生产的产品包括四种造纸纤维分散剂和四种水处理絮凝剂等。

**销售模式：**采购量较大的公司一般采用招标方式，公司直接通过参与投标，按中标情况向采购者供货。

公司主要产品及销量情况如下

表 3: 公司主要产品销售价格的变动情况（元/吨）

产品	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	单价	增幅	单价	增幅	单价	增幅	单价	增幅
采油专用PAM	18,267.68	15.80%	15,774.59	-13.56%	18,249.42	-3.55%	18,920.68	-

阴离子系列	15,058.24	25.25%	12,022.62	-9.41%	13,271.70	-9.93%	14,735.30	-
阳离子系列	23,501.73	6.69%	22,027.48	-2.13%	22,507.70	8.69%	20,707.75	-

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 4: 主营业务收入(万元)

主营业务收入	2010年1-6月		2009		2008		2007	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
采油专用PAM	18,576.82	71.24%	32,616.52	77.76%	41,165.26	75.85%	37,608.62	84.06%
阴离子系列	3,078.21	11.81%	5,431.15	12.95%	9,284.18	17.11%	5,695.78	12.73%
阳离子系列	1,889.26	7.25%	1,149.48	2.74%	1,183.96	2.18%	258.26	0.58%
其它收入	2,530.96	9.71%	2,748.51	6.55%	2,641.97	4.87%	1,176.03	2.63%
合计	26,075.25	100.00%	41,945.66	100.00%	54,275.37	100.00%	44,738.69	100.00%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 5: 主要产品生产情况(吨)

主要产品名称	2010年1-6月	2009	2008	2007
采油专用PAM销量	10,169.23	20,676.62	22,557.02	19,876.99
阴离子系列销量	2,044.20	4,517.44	6,995.47	3,865.40
合计产量	13,129.15	22,797.00	26,868.00	25,939.00
合计产销率	93.03%	110.51%	109.99%	91.53%
合计产能	16,500.00	33,000.00	23,000.00	23,000.00
合计产能利用率	79.57%	69.08%	116.82%	112.78%
销量	803.00	521.84	526.02	124.72
产量	821.00	572.00	532.00	125.00
阳离子系列产销率	97.81%	91.23%	98.88%	99.77%
产能	1,000.00	2,000.00	500.00	500.00
产能利用率	82.10%	28.60%	106.40%	25.00%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 6: 主要产品毛利率

毛利率	2010H1	2009	2008	2007
采油专用PAM	21.93%	23.74%	16.35%	14.65%
阴离子系列	17.74%	18.07%	14.76%	12.67%
阳离子系列	28.99%	24.26%	21.83%	21.41%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

本次募集资金分别投入到以下三个项目：年产 1 万吨阴离子型聚丙烯酰胺项目、年产 1 万吨阳离子型聚丙烯酰胺项目和年产 1 万吨驱油用表面活性剂项目。

表 7: 公司的募集资金项目计划概况 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目审批/备案情况	项目建设期	项目总投资(万元)
1	年产 1 万吨阴离子型聚丙烯酰胺项目	东营市发改委备案, 0805DT011	8 个月	8,409
2	年产 1 万吨阳离子型聚丙烯酰胺项目	东营市发改委备案, 0805DT012	12 个月	9,955
3	1 万吨/年驱油用表面活性剂项目	东营市发改委备案, 0905DT034	8 个月	6,200
	合计			24,564

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

#### 年产 1 万吨阴离子型聚丙烯酰胺项目

项目总建设期为 8 个月, 2008 年 8 月 4 日, 公司首届董事会第五次临时会议决议在股票发行募集资金到位前启动该项目, 该项目已于 2009 年 12 月建成并投入使用。

本项目投产后的财务指标如下表:

表 8 募投项目经济效益

序号	指标名称	指标	指标备注
1	项目总投资	8,409.00 万元	
2	年销售收入	18,900.00 万元	
3	年利润总额	2,401.00 万元	
4	投资利润率	28.55%	
5	财务内部收益率	24.00%	税后
6	投资回收期	5.78 年	税后、含建设期
7	盈亏平衡点	58.18%	

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

#### 年产 1 万吨阳离子型聚丙烯酰胺项目

表 9 募投项目经济效益

序号	指标名称	指标	指标备注
1	项目总投资	9,955 万元	
2	生产规模	1 万吨	
3	年销售收入	22,200.00 万元	
4	年利润总额	3,046.00 万元	
5	投资利润率	30.60%	
6	财务内部收益率	22.56%	税后
7	静态投资回收期	4.20 年	税后、含建设期
8	盈亏平衡点	54.10%	

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

#### 年产 1 万吨驱油用表面活性剂项目

表 10 募投项目经济效益

序号	指标名称	指标	指标备注
1	项目总投资	6,200 万元	
2	年均销售收入	10,522 万元	
3	年均利润总额	2,305 万元	
4	投资收益率	32.66%	
5	财务内部收益率	43.02%	税后

6	投资回收期	3.5年	税后、含建设期
7	盈亏平衡点	26.71%	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 财务状况和盈利预测

### 盈利能力及资产周转能力

盈利能力稳定

2009 年度、2008 年度、2007 年度，公司产品毛利率逐年递增，并且相对稳定。

公司营运指标较为理想

表 11: 公司营运指标

证券代码	证券简称	存货周转率(次)				应收账款周转率(次)			
		2010H1	2009	2008	2007	2010H1	2009	2008	2007
002476	宝莫股份	5.58	7.35	5.08	3.08	3.58	5.68	11.82	18.01
600063	皖维高新	2.37	6.58	11.86	10.31	6.42	10.67	14.57	14.13
600228	昌九生化	-	5.62	9.04	11.15	-	7.97	14.62	16.38
002408	齐翔腾达	8.27	13.58	18.99	28.57	16.10	34.86	21.85	25.12
000985	大庆华科	2.92	10.48	15.47	10.16	218.04	335.66	342.83	258.85
002061	江山化工	-	9.28	9.63	12.36	-	21.10	21.16	20.57

数据来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

2007-2009 年间，应收账款周转率变化幅度较大，主要是因为 2008 年公司与中石化的结算付款方式发生变化，导致应收账款期末余额变化较大。存货周转率相对平稳。由于公司的生产具有连续性，每个月的产品生产量相对均匀，而主要客户使用产品具有集中使用的特点，所以库存产成品数量较大，存货周转次数相对较低。

主营业务突出

最近三年公司主营业务突出，各期主营业务收入占营业收入的比重均在 99% 以上。

### 业绩预测

根据招股说明书中对募投项目盈利情况的预测分析，随着募投项目的逐步投产达产，公司从 2011 年开始将保持快速增长势头，我们预计 2010-2012 年公司年营业收入分别为 62920 万、83378 万和 97772 万元，税后利润分别为 6139 万、9288 万和 10938 万元，预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 43.39%、51.29% 和 17.76%，相应的稀释后每股收益为 0.51 元、0.77 元和 0.91 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 12: 分业务盈利预测 (不含在建募投项目)**

	2010	2011	2012
采油专用PAM (万元)	45,500	45,500	45,750
价格 (元/吨)	18,200	18,200	18,300
销量 (吨)	25,000	25,000	25,000
阴离子系列 (万元)	11,600	11,600	11,600
价格 (元/吨)	14,500	14,500	14,500
销量 (吨)	8,000	8,000	8,000
阴离子合计产量	33,000	33,000	33,000
阴离子合计产销率	100%	100%	100%
阴离子合计产能	33,000	33,000	33,000
阴离子合计产能利用率	100%	100%	100%
阳离子系列	2,820	3,760	4,700
价格 (元/吨)	23,500	23,500	23,500
销量 (吨)	1,200	1,600	2,000
产量 (吨)	1,200	1,600	2,000
产销率	100%	100%	100%
产能	2,000	2,000	2,000
产能利用率	60%	80%	100%
其它收入	3,000	3,000	3,000

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

**表 13: 公司损益简表及预测 (单位: 万元人民币)**

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	54,275	41,946	62,920	83,378	97,772
营业总成本	49,601	36,198	54,734	70,994	83,189
营业成本	45,726	32,731	49,789	65,107	76,286
营业税金及附加	359	275	415	550	645
销售费用	764	730	1,133	1,501	1,760
管理费用	1,441	1,382	2,076	2,751	3,226
财务费用	1,092	959	1,133	834	978
资产减值损失	219	121	189	250	293
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,674	5,748	8,186	12,384	14,583
加: 营业外收入	0	173	0	0	0
减: 营业外支出	26	176	0	0	0
利润总额	4,649	5,745	8,186	12,384	14,583
减: 所得税	1,181	1,464	2,046	3,096	3,646
净利润	3,468	4,282	6,139	9,288	10,938
归属于母公司股东的净利润	3,468	4,282	6,139	9,288	10,938
总股本 (万股)	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
摊薄EPS (元)	0.29	0.36	0.51	0.77	0.91

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 产品主要应用领域集中的风险

在国际市场上(除中国外),聚丙烯酰胺主要应用领域非常集中。聚丙烯酰胺主要应用在造纸业和水处理业两大领域。2008年两大领域消费量占聚丙烯酰胺产量的80%,尤其是在美国,用于这两大领域的消费量达到了85%。目前,中国已成为聚丙烯酰胺第一大生产国和第一大消费国,聚丙烯酰胺已在油田三次采油中作为驱油剂得到了广泛应用,近年来在水处理、造纸、纺织等领域的应用逐渐扩大。国内聚丙烯酰胺市场结构与国际市场存在较大差别,2008年中国消费聚丙烯酰胺32.86万吨,其中:三次采油18.8万吨,占57%;水处理业7.06万吨,占21%;造纸业5.5万吨,占17%。我国聚丙烯酰胺消费集中在油田三次采油领域,受国际石油价格和国家能源战略的影响很大,而且三次采油技术发展不排除在未来出现革命性突破,会对公司未来发展产生一定风险。

### 客户集中度较高的风险

我国聚丙烯酰胺消费主要集中在三次采油领域,陆地石油开采基本上由中石化、中石油两大集团控制,中石油和中石化下属的大庆油田和胜利油田聚丙烯酰胺用量占全国三次采油聚丙烯酰胺总用量的80%以上。多年来,公司致力于采油专用聚丙烯酰胺的研发和生产,已掌握适用于不同油藏地质条件的产品质量要求,并进行了7次大的技术改进和更新换代,产品质量可靠,被中石化列为一级战略供应商,与中石化形成了牢固的合作关系。2007年、2008年、2009年对中石化的销售收入占公司全部销售收入的比例分别达到84.06%、74.07%、77.48%,公司存在客户集中度较高的风险。

### 原材料价格波动风险

公司生产所需主要原材料是丙烯腈,占产品生产成本的约50—70%,丙烯腈价格波动直接影响到公司产品生产成本的变化,给公司经营成果带来较大风险。从丙烯腈的需求结构来看,腈纶行业和ABS行业对丙烯腈的需求比例为80-90%,所以腈纶行业和ABS行业的发展状况直接影响到丙烯腈价格的波动。由于腈纶行业和ABS行业在未来几年内发展情况存在不确定性,所以丙烯腈价格将随着市场需求量的变化而不断变化。公司能否准确把握丙烯腈市场供求状况、并作出正确的采购决策存在一定风险。

### 技术更新速度的风险

精细化工行业的重要特点是品种多、更新快,因而对研究开发能力,特别是研发速度和配套工艺开发能力的要求很高,这也导致技术垄断性强、销售利润率高。经过十余年的技术沉淀,公司积聚和培养

了一批具备较强研发实力的科研人员和具有丰富操作经验的技术人员,公司拥有的省级高新技术研究开发中心及博士后工作站承担了一些重要的国家级和省部级研发任务。公司在技术创新能力方面的一个重要特点在于以新产品工业化见长,即本公司的研发体系在新产品、新工艺的开发和工业化工艺路线的选择方面具有较强的实力。但是,由于精细化工行业的技术发展异常迅猛,公司的技术更新速度能否适应未来精细化工行业的发展趋势,能否保持持续高效的研发创新能力也存在一定的不确定性。

## ■ 估值及定价分析

### 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 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 43.96 倍,2010 年平均动态市盈率 25.31 倍;最近上市的中小板股票中,2009 年平均动态市盈率约为 79.60 倍、2010 年平均动态市盈率约为 62.61 倍。

表 14: 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		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600063.SH	皖维高新	8.85	0.14	0.36	0.69	63.40	24.63	12.87
002408.SZ	齐翔腾达	29.77	0.67	1.00	1.21	44.53	29.80	24.57
002061.SZ	江山化工	11.91	0.50	0.55	0.61	23.94	21.50	19.37
国内同行业整体平均						43.96	25.31	18.94

数据来源: Wind、BLOOMBERG 资讯,上海证券研究所,股价以 8 月 24 日收盘价计

表 15: 最近上市(创业板)股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)			市盈率(倍)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
002454.SZ	松芝股份	25.3	0.63	0.84	0.99	40.00	29.99	25.45
002455.SZ	百川股份	31.03	0.60	0.66	0.79	51.63	47.02	39.47
002456.SZ	欧菲光	52.44	0.53	0.85	1.29	98.74	61.54	40.64
002457.SZ	青龙管业	30.18	0.84	1.05	1.28	36.00	28.62	23.63
002458.SZ	益生股份	31.42	0.75	0.77	0.98	41.82	41.00	32.17
002459.SZ	天业通联	31	0.47	0.78	1.10	65.35	39.84	28.26
002460.SZ	赣锋锂业	65.02	0.34	0.44	0.62	192.03	147.17	104.77
002461.SZ	珠江啤酒	17.35	0.13	0.16	0.19	137.70	110.44	90.04
002462.SZ	嘉事堂	23.9	0.27	0.29	0.38	90.15	82.61	63.21
002463.SZ	沪电股份	19.01	0.45	0.50	0.61	42.57	37.89	30.92
平均值						79.60	62.61	47.86

数据来源: Wind,上海证券研究所整理,股价以 8 月 24 日收盘价计

表 16: 国际相关重点公司股价的相对估值

名称	货币	最新价	EPS	PE
QUAKER CHEMICAL CORP	US dollar	24.99	10.11	2.47
LSB INDUSTRIES INC	US dollar	12.80	6.83	1.87
HAWKINS INC	US dollar	24.51	15.91	1.54
FUTUREFUEL CORP	US dollar	6.90	4.10	1.68
平均值				1.89

数据来源: BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所整理

### 公司可给的估值水平及报价区间

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 36-43.2 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 16.92-20.30 元。

从今年上市的中小板股票运行情况看, 至 8 月 24 日止平均折扣率为 20.28%。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 10% 的折扣率, 我们建议询价区间为 15.23-18.27 元, 即相当于 2010 年预期 EPS0.51 元的 32.40-38.88 倍。

按照预期 18.27 元发行价, 计算出 2010 年上半年 IPO 后每股净资产 6.11 元。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

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
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±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
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±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。