

科隆精化 (300405.SZ)

国内环氧乙烷深加工龙头之一

核心观点:

- 公司是国内环氧乙烷深加工龙头之一

科隆精化主要从事以环氧乙烷为主要原料的精细化工新材料系列产品研发、生产与销售,是目前国内在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之一。截至2014年6月,公司具备聚醚单体/太阳能晶硅切割液(聚醚单体、太阳能晶硅切割液及其他产品可共用生产设备,故产能合并统计)产能12万吨、聚羧酸减水剂(包括浓缩液及泵送剂)6.7万吨。

- 聚醚单体和聚羧酸减水剂是主营业务

从公司近年来收入和毛利的构成可以看出,聚醚单体和聚羧酸减水剂是公司最主要的收入和毛利来源。2014年H1,聚醚单体和聚羧酸减水剂分别占收入的比例达到59%和28%,占毛利的比例达到52%和38%。

- 行业分析:环氧乙烷供应充裕;聚羧酸减水剂发展潜力大

科隆精化所涉及的行业具有以下几个特征:(1)上游商品环氧乙烷供应增加趋势明显,市场总体处于充裕状态;(2)我国聚羧酸减水剂发展潜力大,聚羧酸减水剂产量迅速增长,占比逐步提高;(3)太阳能电池带动晶硅切割液发展,光伏行业有所回暖。

- 核心竞争力突出

公司核心竞争力突出:(1)具有完整产业链;(2)深耕环氧乙烷精细化工,研发实力出众;(3)差异化经营获取竞争优势;(4)接近环氧乙烷产地,原料供应有保障。

- 募投项目打破产能瓶颈,奠定发展基础

募投项目将使得公司聚羧酸减水剂产能增长10万吨,增长1.5倍,将有效突破公司的产能瓶颈,为公司后续发展奠定基础。

- 盈利预测

我们预测公司2014-2016年归属于母公司净利润分别为6328万元、7504万元、9107万元,按照发行后总股本6800万股来算,2014-2016年每股收益分别为0.93元、1.10元、1.34元。

- 风险提示

原材料供应及价格波动;聚醚单体及减水剂价格波动;募投项目低于预期。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,108.61	1,003.89	1,073.43	1,118.96	1,295.11
增长率(%)	-2.54%	-9.45%	6.93%	4.24%	15.74%
EBITDA(百万元)	126.41	105.14	114.31	130.29	158.40
净利润(百万元)	64.88	52.70	63.28	75.04	91.04
增长率(%)	0.89%	-18.78%	20.09%	18.58%	21.31%
EPS(元/股)	0.954	0.775	0.931	1.104	1.339
市盈率(P/E)	-	-	30.81	25.98	21.42
市净率(P/B)	-	-	3.01	2.70	2.40
EV/EBITDA	1.68	3.93	17.33	15.13	12.48

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

报告日期 2014-11-04

发行前财务数据

每股净资产(元)	6.53
资产负债率(%)	64.9
ROE(%)	15.8
ROA(%)	5.6
流动比率(倍)	1.24
速动比率(倍)	0.95

发行资料

发行股数(万股)	1700
发行前股本(万股)	5100
发行日期	2014-10-23
上市日期	2014-10-30
主承销商	华泰联合证券有限责任公司
主要股东	姜艳
发行方式	公开发行

分析师: 王剑雨 S0260511080001



020-87555888-8635



wjy3@gf.com.cn

分析师: 郭敏 S0260514070001



021-60750638



gzguomin@gf.com.cn

联系人: 吴锡雄 0755-23953620

wuxixiong@gf.com.cn

周航 020-87555888-8650

zhouhang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、 公司是国内环氧乙烷深加工龙头企业.....	4
二、 聚醚单体和聚羧酸减水剂是主营业务.....	6
三、 行业分析	7
(一)上游商品环氧乙烷供应充裕.....	7
(二)我国聚羧酸减水剂发展潜力大.....	8
(三)太阳能电池带动晶硅切割液发展	10
四、 公司核心竞争能力.....	11
(一)公司具有完整产业链优势	11
(二)深耕环氧乙烷精细化工，研发实力出众	12
(三)差异化经营获取竞争优势	12
(四)接近环氧乙烷产地，原料供应有保障	12
五、 募投项目打破产能瓶颈，奠定发展基础.....	13
六、 盈利预测	13
七、 风险提示	14

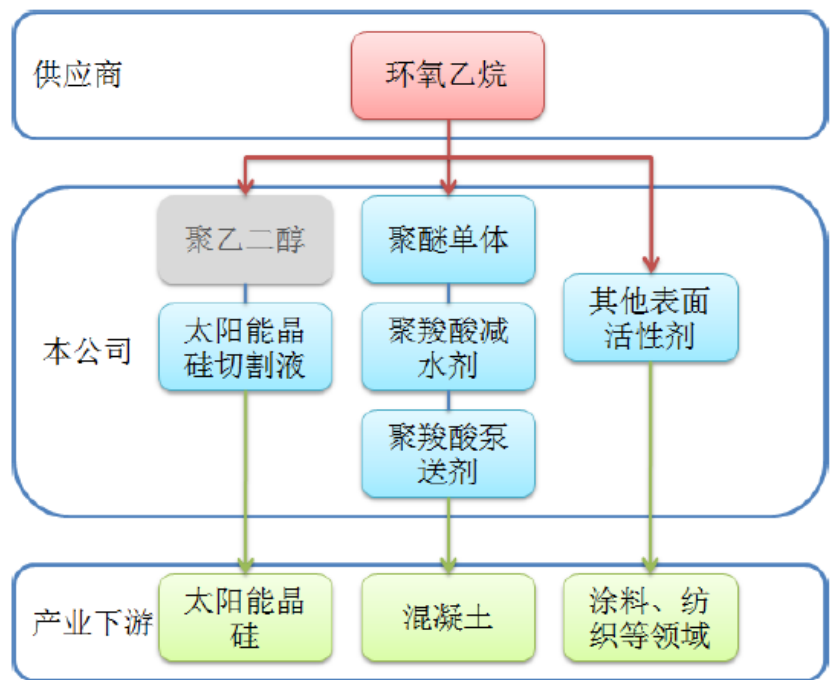
图表索引

图 1 公司产品所处产业链位置.....	4
图 2 发行后股权结构.....	5
图 3 近年来公司收入构成（分产品）.....	6
图 4 近年来公司毛利构成（分产品）.....	6
图 5 近年来公司营业收入及增速.....	7
图 6 近年来公司净利润及增速.....	7
图 7 近年来公司综合毛利率变动.....	7
图 8 近年来公司毛利率变动（分产品）.....	7
图 9 商品混凝土产量及其增速.....	9
图 10 聚羧酸减水剂产量.....	10
图 11 我国减水剂产量结构图.....	10
图 12 全球光伏新增装机容量.....	11
表 1 公司聚醚单体和太阳能晶硅切割液的产能产量统计.....	4
表 2 公司聚羧酸减水剂（包括浓缩液及泵送剂）的产能产量统计.....	5
表 3 公司主要产品的产销率.....	5
表 4 公司主要高管持股情况.....	6
表 5 聚羧酸减水剂和萘系减水剂效能比较.....	9
表 6 募投项目情况.....	13
表 7 可比公司估值情况一览表.....	14

一、公司是国内环氧乙烷深加工龙头企业

公司是国内环氧乙烷深加工龙头企业。科隆精化主要从事以环氧乙烷为主要原料的精细化工新材料系列产品研发、生产与销售，是目前国内在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之一。公司以聚醚单体、聚羧酸系高性能减水剂（包括聚羧酸减水剂浓缩液及泵送剂）为主，晶硅切割液及其它各类环氧乙烷衍生品为辅，广泛应用于混凝土制造、光伏行业、日用化工、医药、纺织印染、涂料、油墨、石油开采、金属加工、IT行业等多个领域。

图1 公司产品所处产业链位置



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

产能。截至2014年6月，公司具备聚醚单体/太阳能晶硅切割液（聚醚单体、太阳能晶硅切割液及其他产品可共用生产设备，故产能合并统计）产能12万吨、聚羧酸减水剂（包括浓缩液及泵送剂）6.7万吨，产能利用率超过70%，产销率在100%左右。

表1 公司聚醚单体和太阳能晶硅切割液的产能产量统计

年度	产能（吨）	折算后产量（吨）	产能利用率
2011 年度	70,000	68,751	98.22%
2012 年度	77,000	75,130	97.57%
2013 年度	84,000	74,509	88.70%
2014 年 1-6 月	60,000	49,147	81.91%

备注：产能按照月度加权计算。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2 公司聚羧酸减水剂（包括浓缩液及泵送剂）的产能产量统计

年度	产能（吨）	折算后产量（吨）	产能利用率
2011 年度	67,000	66,191	98.79%
2012 年度	67,000	46,171	68.92%
2013 年度	67,000	48,981	73.11%
2014 年 1-6 月	33,500	24,986	74.59%

备注：产能按照月度加权计算。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

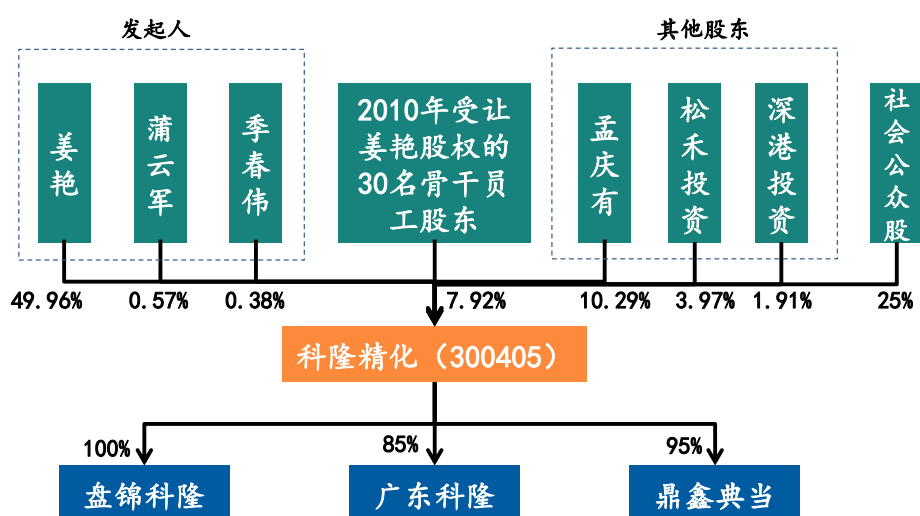
表 3 公司主要产品的产销率

年度	聚醚单体	太阳能 晶硅切割液	聚羧酸减水剂 浓缩液	聚羧酸 泵送剂	其他产品	综合 产销率
2011 年度	95%	97%	98%	100%	96%	97%
2012 年度	101%	100%	101%	99%	98%	100%
2013 年度	100%	102%	95%	100%	96%	98%
2014 年 1-6 月	97%	109%	101%	99%	103%	99%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司实际控制人是姜艳女士，核心高管持股与股东利益一致。发行前公司股份总数为 5100 万股，本次发行新股 1700 万股。公司控股股东、实际控制人是姜艳女士，持有发行后公司 49.96% 的股份。公司部分核心高管已经持有公司的股份，这将使得管理层利益与股东利益合理绑定在一起，为公司长期稳定发展奠定了良好基础。

图 2 发行后股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 4 公司主要高管持股情况

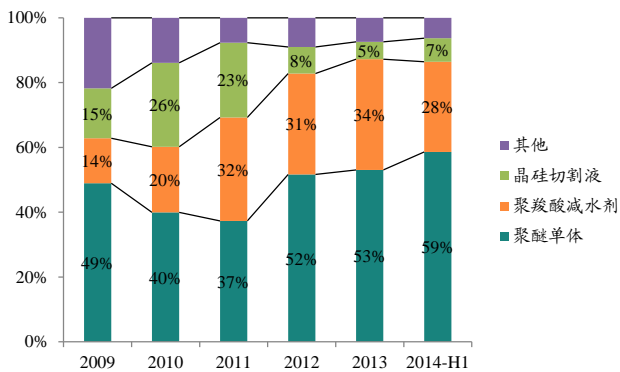
姓名	职务	持股数(万股)	发行后持股比例
姜艳	董事长, 总经理	3396.88	49.96%
周全凯	董事, 副总经理	43.00	0.63%
王笑衡	董事会秘书, 副总经理	30.00	0.44%
胡志	财务总监	30.00	0.44%
季春伟	副总经理	26.00	0.38%
蒲云军	董事	39.00	0.57%
韩旭	董事	31.50	0.46%
金凤龙	董事	26.50	0.39%
吴春风	监事	38.00	0.56%
林艳华	监事	36.00	0.53%
杨付梅	监事	30.50	0.45%
苏静华	监事	30.00	0.44%
刘鑫	监事	20.00	0.29%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

二、聚醚单体和聚羧酸减水剂是主营业务

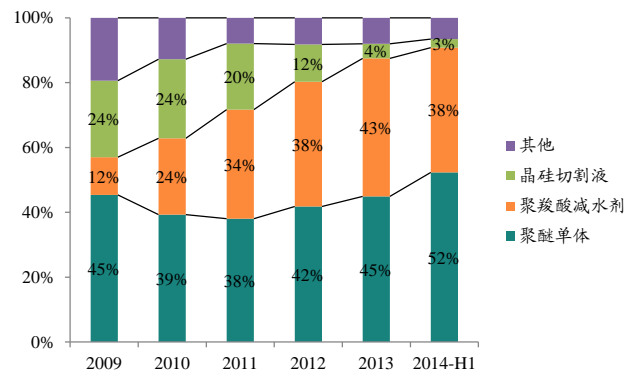
聚醚单体和聚羧酸减水剂是公司最主要的收入和毛利来源。从公司近年来收入和毛利的构成可以看出, 聚醚单体和聚羧酸减水剂是公司最主要的收入和毛利来源。2014年H1, 聚醚单体和聚羧酸减水剂分别占收入的比例达到59%和28%, 占毛利的比例达到52%和38%。

图 3 近年来公司收入构成(分产品)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4 近年来公司毛利构成(分产品)

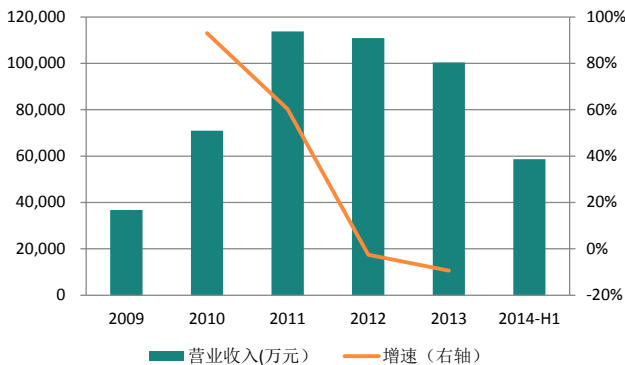


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2011-2013年收入和净利润小幅下滑, 2014年H1聚醚单体和光伏切割液销量带动下收入和净利润平稳增长。2011-2013年, 公司营业收入从11.4亿元下滑至10.0亿元, 归属于母公司所有者的净利润从0.64亿元下滑至0.53亿元, 营业收入和归属于母公司所有者的净利润均小幅下滑。2014年H1, 募投项目之一的“盘锦年产3万吨环氧乙烷衍生物项目”基本建成投产, 随着公司产能提升, 聚醚单体销售增长较快。2014年H1聚醚单体销售收入达到了2013年该产品全年收入的64.61%。此外, 光伏行业客户

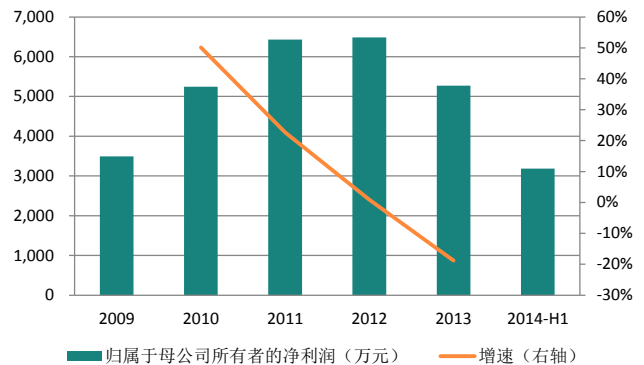
需求有所增长，公司晶硅切割液产品销售收入达到了2013年该产品全年收入的79.55%。

图5 近年来公司营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6 近年来公司净利润及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

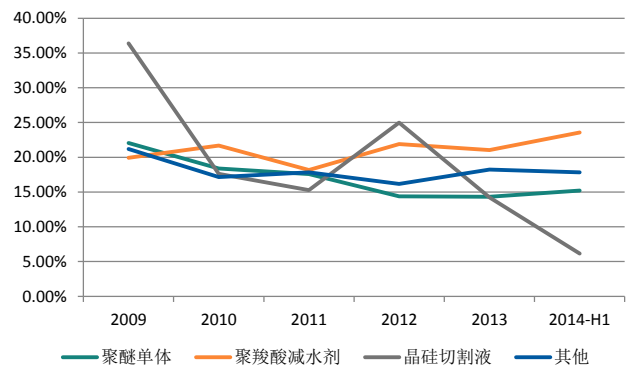
聚醚单体和聚羧酸减水剂毛利率稳定，晶硅切割液毛利率波动较大。2011年以来，公司的综合毛利率基本保持在16%-18%之间，基本保持稳定。分产品看，聚醚单体近三年来毛利率基本保持在15%左右；聚羧酸减水剂毛利率稳定在20%-25%之间；晶硅切割液毛利率波动较大，2014年H1尽管光伏行业有所回暖，但由于主要原材料二甘醇价格上涨的影响，晶硅切割液毛利率下降至6.2%。

图7 近年来公司综合毛利率变动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8 近年来公司毛利率变动（分产品）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、行业分析

(一)上游商品环氧乙烷供应充裕

在我国，环氧乙烷供应商主要为中石化和中石油的下属企业或分公司，集中度较高，环氧乙烷（EO）和乙二醇（EG）多为联产装置，约80%环氧乙烷装置被设计用于生产乙二醇。近年来，联产乙二醇的比例有所下降，商品环氧乙烷供应增加趋势明显。各家企业均通过优化调整产品结构、引进新技术实施扩容改造等方式，不

断降低乙二醇产量而增加环氧乙烷的产量比例。随着产能的快速增长，商品环氧乙烷的市场供应总体处于充裕状态。

(二)我国聚羧酸减水剂发展潜力大

减水剂是制造现代混凝土的必备材料。减水剂是重要的建材助剂，又称分散剂。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3次突破。

减水剂的主要作用体现为：

- ①在保持混凝土配合比不变的情况下，改善其工作性；
- ②在保持混凝土工作性不变的情况下减少用水量，提高混凝土强度；
- ③在保持混凝土强度不变的情况下减少水泥用量，降低成本，节能减排；
- ④改善混凝土的一系列物理化学性能，如抗渗性、抗冻性、抗侵蚀性等，提高混凝土的耐久性。

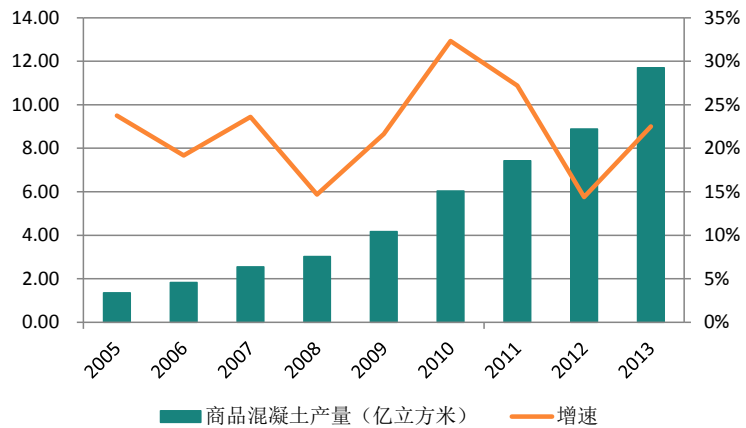
减水剂的分类。根据《GB8076-2008混凝土外加剂》标准，按照减水率的高低，可将减水剂分成普通减水剂（以木质素磺酸盐类减水剂为代表的第一代普通减水剂）、高效减水剂（以萘系减水剂为代表的第二代高效减水剂）和高性能减水剂（以聚羧酸减水剂为代表的第三代减水剂）。

中国商品混凝土市场还有很大的发展空间。混凝土易凝结，只有在生产过程中掺入减水剂，才能保证混凝土的长距离运输及后续施工的顺利进行，因此商品混凝土市场的快速发展，将带动减水剂需求的增长。与混凝土增长速度相比，外加剂的增长不仅源自于混凝土的增长，还源自于混凝土商品化率的提升。历史经验来看，外加剂增长高于混凝土行业增长接近10个百分点。2003年以前，我国混凝土以现场搅拌为主，商品化率不足10%。2010年，国务院办公厅下发《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》，规定：“强化施工工地环境管理,禁止使用袋装水泥和现场搅拌混凝土、砂浆,在施工场地应采取围挡、遮盖等防尘措施。”由此，国内商品混凝土市场进入快速发展期，商品化率由2006年的21%增长至2013年的约42%。但相比主要发达国家的超过80%、大部分国家超过60%的水平，中国商品混凝土市场还有很大的发展空间。

我国商品混凝土产量快速增长。2013年，我国商品混凝土产量已经达到11.70亿立方米；2005-2013年我国商品混凝土产量年均复合增长率达到31%。根据2011年9月全国散装水泥工作会议的指导意见，2015年争取全国散装水泥年供应量达到13亿吨，水泥散装率达到58%，预拌混凝土使用量达到22亿立方米。若假设其中商品混

凝土占比保持60%，则商品混凝土产量到2015年将达到约13.2亿立方米。

图9 商品混凝土产量及其增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

美日等国聚羧酸减水剂是主流产品。从国际市场来看，美国、日本等国已基本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退期。

我国聚羧酸减水剂发展潜力大。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，我国聚羧酸系减水剂将会有更加巨大的市场潜力。

表5 聚羧酸减水剂和萘系减水剂效能比较

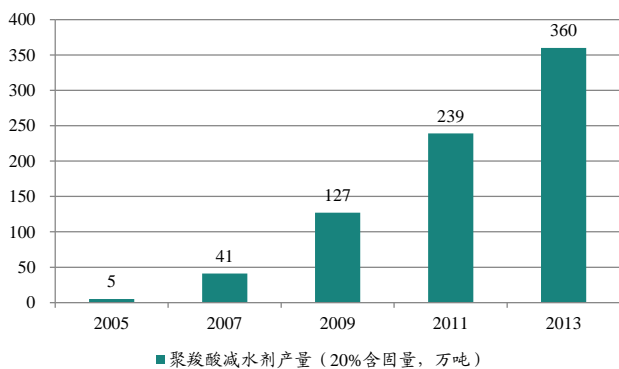
产品项目	聚羧酸减水剂	萘系减水剂	对比分析
对混凝土耐久性的影响	无氯离子，硫酸钠含量一般 < 0.5%	氯离子含量1%左右，硫酸钠含量：5%左右	氯离子可以通过电位转移，对钢筋造成强烈的腐蚀性。而硫酸根则会造成混凝土的严重收缩。所以一般在相同混凝土等级的条件下用聚羧酸减水剂混凝土的耐久性一般比用萘系减水剂混凝土高。
产品储存	一般在零下15度以上可以存放18个月而不变质	零上5度左右会出现分层结晶等状况，而且一般保质期半年左右	聚羧酸减水剂对存放条件要求不高，且保质期长。

混凝土强度	配置的混凝土早期强度高、最高强度可达130MPa以上	配置的混凝土无早强性、且最高强度很难达到70MPa以上	聚羧酸减水剂可制备早强性混凝土，特别适用于预制混凝土中。由于其高强度，使其在高层建筑、水利、海工、桥梁、铁路等工程中得到大量应用。
混凝土操作性	高减水率：可达40%以上 高保坍性：混凝土可达到2小时不损失良好的水泥适应性	减水率：一般为20%左右 保坍性：一般0.5小时混凝土即有损失，还需通过缓凝剂调节（加入缓凝剂后对强度有影响） 水泥适应性不好	由于聚羧酸减水剂减水率高、保坍性好，水泥适用性广，所以通过聚羧酸减水剂制备出的混凝土同萘系减水剂制备出的混凝土相比，可大大降低混凝土用水量，来提高混凝土强度，而且保坍性好，为远距离输送混凝土带来很大方便。而且其具有良好的水泥适应性，对各种水泥均能达到很好的效果。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

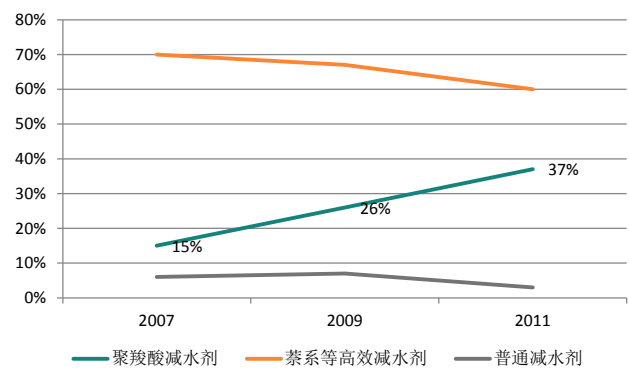
我国聚羧酸减水剂产量迅速增长，占比逐步提高。我国聚羧酸减水剂产量2005年仅为5万吨，2013年已经增加至360万吨，聚羧酸减水剂产量迅速增长。随着聚羧酸产量的迅速增加，聚羧酸减水剂产量占比也逐步提高，2011年已经提高至37%。根据中国混凝土网的统计，2013年我国聚羧酸减水剂需求量已经占到减水剂总需求量的51.43%，超过了萘系等第二代减水剂。

图 10 聚羧酸减水剂产量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 11 我国减水剂产量结构图

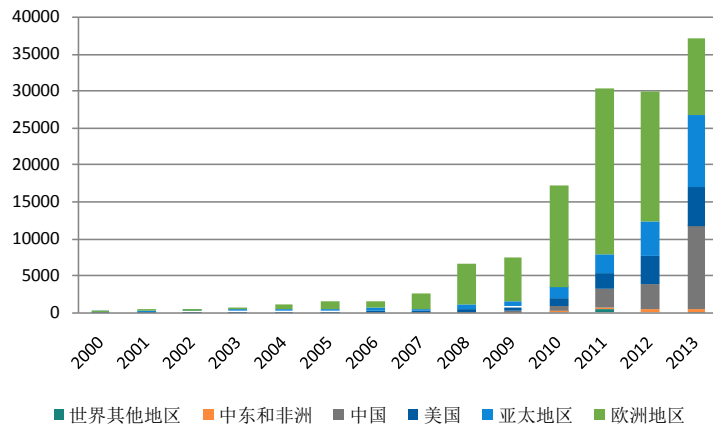


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

(三) 太阳能电池带动晶硅切割液发展

我国光伏行业有所回暖。我国光伏发电产业从上世纪70年代起步，90年代中期进入稳步发展时期。在“光明工程”先导项目、“送电到乡”、“金太阳工程”等项目和全球光伏市场的有力拉动下，我国光伏产业步入快速发展阶段。2013年下半年，中欧双方贸易争端达成价格承诺，光伏行业走出前期低谷。根据《能源发展“十二五”规划》，2015年太阳能发电将达到2100万千瓦。

图12 全球光伏新增装机容量



数据来源: EPIA、广发证券发展研究中心

晶硅太阳能电池占据太阳能电池的主导地位。目前太阳能电池主要分为三种:晶硅太阳能电池(包括多晶硅电池和单晶硅电池)、薄膜电池和染料敏化纳米晶薄膜太阳能电池(尚在研究和开发中,未商业化)。由于晶硅太阳能电池具有转换效率高、性能稳定、商业化程度高等优点,一直占据太阳能电池的主导地位。

晶硅切割液是晶硅太阳能电池生产过程中的必需品。太阳能晶硅切割液是硅片切割过程中必不可少的耗材之一,切割液在整个切割过程中起到冷却、悬浮的作用,对硅片质量有着至关重要的作用。光伏产业中使用的硅片主要是以碳化硅微粉作为主要切削介质,通过硅锭切割取得的。通常,需先将碳化硅微粉按照一定比例加入**太阳能晶硅切割液**中充分分散,配置成均匀的切割砂浆后再用于硅片切割。在使用碳化硅微粉作为研磨介质切割的过程中,使碳化硅微粉颗粒持续快速冲击硅棒表面,利用碳化硅颗粒的坚硬特性和锋利菱角将硅棒逐步截断,必须通过太阳能晶硅切割液将切割产生的热量及破碎颗粒及时带出切割体系,从而保证切割后的硅片的质量。

硅片厚度轻薄化进一步拉动切割液需求量。在硅片切割技术发展的推动下,硅片的厚度已经从2002年的330微米降低到目前主流的220或200微米。硅片厚度的降低使得单位重量的晶硅材料可切割出的硅片数量不断提高,增大了切割面积进而直接增加了对晶硅切割液的消耗量。预计随着技术的进步,硅片的厚度将会越来越小,从而对太阳能晶硅切割液的需求也将越来越大。

四、公司核心竞争能力

(一)公司具有完整产业链优势

公司是最早、规模最大的集聚醚单体生产、减水剂浓缩液合成、聚羧酸泵送剂

复配、最终产品应用的完整垂直产业链条一体化减水剂生产企业之一。聚羧酸减水剂的具有显著的产业链经济，这一优势使公司能有效地保证产品生产和质量的稳定性，降低产品成本，有利于提高公司稳定增长能力、持续盈利能力和抗风险能力。

(二)深耕环氧乙烷精细化工，研发实力出众

环氧乙烷深加工的应用技术需要通过大量的实验和不断的技术创新才能得到持续提升。公司率先研制成功的甲基烯丙基聚醚单体(TPEG)填补了国内市场空白，并在此基础上开发出聚羧酸泵送剂、缓凝剂、防冻剂、助磨剂等系列产品。公司开发的主要产品之一——减缩型聚羧酸减水剂，优于一般的聚羧酸减水剂，解决了国内同类产品减少混凝土收缩、防止混凝土开裂、超高强度等级、铁路无渣枕轨、地铁管片及其他预制品领域使用混凝土粘度大难以施工等问题，打破了国外产品在该领域的垄断。此外，公司也是国内少数几家拥有成熟的太阳能晶硅切割液生产技术的企业之一，具有较强的自主研发能力，可根据市场需求不断改进现有产品或研发新的产品。

(三)差异化经营获取竞争优势

为追求利润最大化，国内大部分具有聚羧酸减水剂浓缩液合成能力的企业选择将浓缩液直接复配成聚羧酸泵送剂后再对外销售。针对减水剂市场发展现状，公司采取了差异化的经营策略，主要向客户出售聚羧酸减水剂浓缩液并提供相应的聚羧酸泵送剂复配和应用技术支持。这一经营策略使公司在竞争中可以更好发挥产业链优势，在不同情况下出售产业链条中的不同阶段的产品，从而在降低销售费用、节约资金、分散应收款风险、实现规模经济等方面取得优势。

(四)接近环氧乙烷产地，原料供应有保障

环氧乙烷是企业生产最主要的原材料，占公司生产成本的60%以上，能够获得稳定可靠的环氧乙烷供给是企业维持生产、保持竞争力的必要前提。公司及子公司紧邻辽阳和盘锦两个国内主要环氧乙烷生产基地，拥有原材料供应地域优势。目前，公司已经与环氧乙烷供应商辽阳石化、大连北方签订了长期供货协议，结成了紧密的战略合作伙伴关系，保障了公司环氧乙烷的稳定供应。2011年，当地政府投资铺设了环氧乙烷专用运输管道，实现环氧乙烷从辽阳石化至公司的直达、接续运输，使得公司环氧乙烷供给更加高效、更加安全、成本更低、更有保障。

五、募投项目打破产能瓶颈，奠定发展基础

本次募集资金运用项目全部围绕公司主营业务展开。10万吨减水剂项目的实施主体为科隆精化，3万吨环氧乙烷衍生物项目的实施主体为全资子公司盘锦科隆。

混凝土减水剂是现代混凝土工程中必不可少的重要助剂，混凝土减水剂的发展推动着混凝土技术的不断发展。聚羧酸系高性能减水剂是建材行业内近年来发展最快、应用最广、市场前景最好的产品之一。随着聚羧酸减水剂浓缩液需求不断快速上升，公司现有生产能力（包括粉体减水剂的生产能力），已经不能适应业务发展的需要。随着国内市场固定资产投资规模持续扩大，国外市场的不断开拓，减水剂市场更新换代的提速，市场需求旺盛和公司产能准备不足的矛盾日益突显，设备、场地的有限性制约了公司的发展。公司拥有显著的产业链优势。目前，在聚羧酸减水剂领域，公司是最早、规模最大的集聚醚单体生产、减水剂浓缩液合成、聚羧酸泵送剂复配、最终产品应用完整垂直产业链条为一体的减水剂生产企业。这一优势使公司生产的聚羧酸减水剂浓缩液在成本低于行业平均水平的同时具有出众的性能，竞争力较强。

随着公司聚醚单体需求不断快速上升，公司聚醚单体生产能力已经不能适应业务发展的需要，在盘锦3万吨环氧乙烷衍生物项目建设投产前，公司产能处于基本饱和状态，仍无法满足聚醚单体等产品的市场需求。

截至2014年6月，公司具备聚醚单体/太阳能晶硅切割液产能12万吨（包括）、聚羧酸减水剂（包括浓缩液及泵送剂）6.7万吨。募投项目将使得公司聚羧酸减水剂产能增长10万吨，增长1.5倍，将有效突破公司的产能瓶颈，为公司后续发展奠定基础。

表6 募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金 (万元)	实施主体	预计收入 (万元)	预计净利润 (万元)	备注
年产10万吨高性能混凝土用聚羧酸减水剂项目	21,310	13,079	母公司	75,000	6,000	2013年8月启动基建，预计24个月内投产
盘锦年产3万吨环氧乙烷衍生物项目	12,900	11,900	子公司 盘锦科隆	38,250	2,775	2014年Q1本项目已基本建成投产

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

六、盈利预测

我们预测公司2014-2016年归属于母公司净利润分别为6328万元、7504万元、9107万元，按照发行后总股本6800万股来算，2014-2016年每股收益分别为0.93元、1.10元、1.34元。

表 7 可比公司估值情况一览表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (2014-11-3)	EPS				PE 倍数				PB 倍数 最新
			13A	14E	15E	TTM	13A	14E	15E	TTM	
奥克股份	50	14.96	0.24	0.38	61	39	62	39	21	45	1.75
建研集团	46	17.26	0.86	0.95	20	18	20	18	15	21	2.57
平均值							41	29	18	33	2.16
科隆精化	19	28.67	0.77	0.93	1.10	0.83	37	31	26	35	5.19

备注：联化科技 EPS 取广发证券预测值，其他公司 EPS 取 wind 一致预期

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

七、风险提示

- 1、原材料供应及价格波动；
- 2、聚醚单体及减水剂价格波动；
- 3、募投项目低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	507	681	996	1056	1229
货币资金	127	107	537	559	648
应收及预付	287	459	351	382	450
存货	93	115	108	115	132
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	222	270	326	354	376
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	124	120	151	168	180
在建工程	40	91	101	111	121
无形资产	55	55	57	57	58
其他长期资产	3	4	18	18	18
资产总计	729	951	1322	1410	1605
流动负债	413	551	537	550	654
短期借款	340	490	469	481	576
应付及预收	73	61	69	69	79
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	34	64	135	135	135
长期借款	0	30	100	100	100
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	34	35	35	35
负债合计	447	616	672	685	789
股本	51	51	68	68	68
资本公积	43	43	277	277	277
留存收益	187	239	303	378	469
归属母公司股东权	280	333	648	723	814
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	728	949	1320	1408	1603

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	108	-113	237	98	88
净利润	65	53	63	75	91
折旧摊销	15	16	19	24	29
营运资金变动	-7	-215	123	-37	-75
其它	35	33	32	36	42
投资活动现金流	-49	-59	-78	-58	-61
资本支出	-49	-59	-78	-58	-61
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-30	151	272	-17	61
银行借款	340	580	49	13	94
债券融资	-340	-400	0	0	0
股权融资	0	0	251	0	0
其他	-30	-29	-28	-30	-33
现金净增加额	30	-21	430	23	88
期初现金余额	98	127	107	537	559
期末现金余额	127	107	537	559	648

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.5	-9.4	6.9	4.2	15.7
营业利润增长	1.8	-24.3	35.4	21.2	23.4
归属母公司净利润增长	0.9	-18.8	20.1	18.6	21.3
获利能力(%)					
毛利率	17.7	16.9	16.8	17.4	17.9
净利率	5.9	5.2	5.9	6.7	7.0
ROE	23.1	15.8	9.8	10.4	11.2
ROIC	19.1	10.1	11.9	12.0	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	64.9	50.9	48.6	49.2
净负债比率	0.8	1.2	-	-	-
流动比率	1.23	1.24	1.85	1.92	1.88
速动比率	0.97	0.95	1.59	1.65	1.61
营运能力					
总资产周转率	1.57	1.19	0.94	0.82	0.86
应收账款周转率	8.08	5.23	6.56	6.23	6.14
存货周转率	9.30	8.02	8.83	8.61	8.58
每股指标(元)					
每股收益	0.95	0.77	0.93	1.10	1.34
每股经营现金流	1.59	-1.66	3.48	1.45	1.29
每股净资产	5.50	6.53	9.53	10.63	11.97
估值比率					
P/E	-	-	30.8	26.0	21.4
P/B	-	-	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	1.7	3.9	17.3	15.1	12.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1109	1004	1073	1119	1295
营业成本	912	834	893	924	1063
营业税金及附加	4	4	4	4	5
销售费用	42	41	43	45	52
管理费用	39	36	39	40	47
财务费用	29	25	17	11	12
资产减值损失	6	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	76	58	78	95	117
营业外收入	1	4	3	3	3
营业外支出	0	0	6	9	13
利润总额	77	62	75	89	108
所得税	12	10	12	14	17
净利润	65	53	63	75	91
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	65	53	63	75	91
EBITDA	126	105	114	130	158
EPS(元)	0.95	0.77	0.93	1.10	1.34

广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨：首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏：资深分析师，同济大学材料学硕士，2年基础化工和新材料行业研究经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 吴锡雄：研究助理，中山大学金融学硕士，材料化学、会计学双学士，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 周航：研究助理，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。