

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

## 拟进军环保领域 业绩增长再添动力

### 事件描述

华昌化工发布公告，其主要内容为：

- 华昌化工拟与关联方共同投资设立张家港市艾克沃环保能源技术有限公司（拟定）。新设立的公司将主要经营废水、污水处理技术开发及装备。
- 新公司将为公司业绩增长再添动力。我们认为，投资新公司是公司发展延伸和完善产业链的重要尝试，并将推动公司业绩增长。
- 未来业绩有可能超过预期。此前，我们预计，2009-2011年，公司每股收益分别为-0.49、0.86和1.21元（其中，联碱、化肥和甲醇等大宗产品贡献每股收益1.05元，硼氢化钠贡献每股收益0.16元）。考虑到拟投资设立的公司未来将贡献收益，我们认为，华昌化工业绩有很大可能超预期。
- 我们暂时按照2011年大宗商品业绩贡献20倍市盈率、硼氢化钠30倍市盈率估值，目标价25.80元，维持“推荐”评级。我们将根据新公司项目进展调整华昌化工的盈利预测和目标价。

### 事件评论

#### 拟进军环保技术装备行业

公司拟与张家港市江南锅炉压力容器有限公司、江苏瑞华投资发展有限公司成立张家港市艾克沃环保能源技术有限公司（拟定），该公司将主要经营废水、污水处理及资源化利用技术开发与工程设计，工程总承包及技术服务；污水处理技术及装备，固废处理及资源化，废气净化（脱硫、脱硝及空气净化，二氧化碳减排与控制）等。

根据计划，新公司注册资本8000万元，华昌化工、张家港江南锅炉压力容器有限公司都以自有资金分别持有新公司30%、40%和30%的股权，投资资金来源为自有资金，并在两年内按40%、30%、30%比例分三次出资。按此计算，华昌化工首期出资960万元。

#### 新公司技术先进 示范装置已经商业运行

新公司拟采用西安交大研发团队研发的超临界水氧化技术用于难生化降解的有机污水、污泥、垃圾渗滤液达标排放处理。该技术已经申报14项发明专利，中试示范装置已经建成，并且为国内首创。新公司拟以污泥、城市垃圾渗滤液、医药废水、农药废水为切入点，主要面向政府环保项目、污水处理厂和工业厂家。目前，有三家单位已意向性进行示范性市场推广商业运行，其中江苏七洲绿色化工股份有限公司示范推广项目已由新公司第一大股东张家港市江南锅炉压力容器有限公司进行运作。

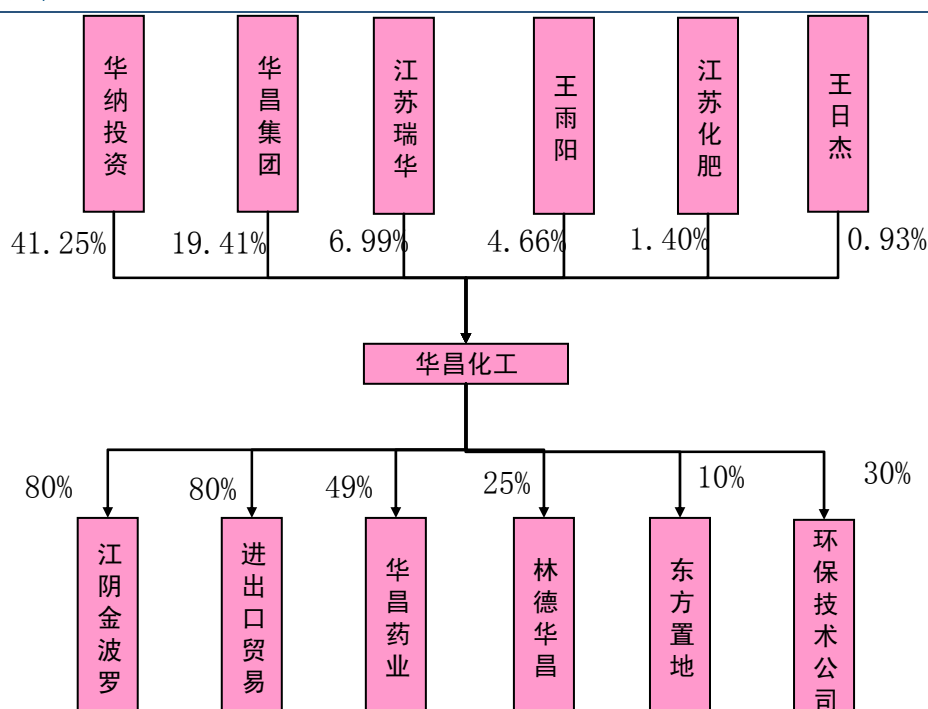
## 未来业绩有可能超预期

我们认为，新公司未来可能成为华昌化工业绩增长的一大亮点。我们此前预计，2009-2011 年，公司每股收益分别为 -0.49、0.86 和 1.21 元（其中，联碱、化肥和甲醇等大宗产品贡献每股收益 1.05 元，硼氢化钠贡献每股收益 0.16 元）。考虑到拟投资设立的公司未来将贡献收益，我们认为，华昌化工业绩有很大可能超预期。

## 维持“推荐”评级

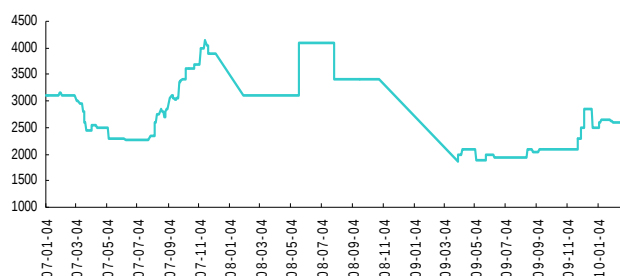
我们暂时按照 2011 年大宗商品业绩贡献 20 倍市盈率、硼氢化钠 30 倍市盈率估值，目标价 25.80 元，维持“推荐”评级。我们将根据新公司项目进展调整华昌化工的盈利预测和目标价。

图 1：公司股权结构



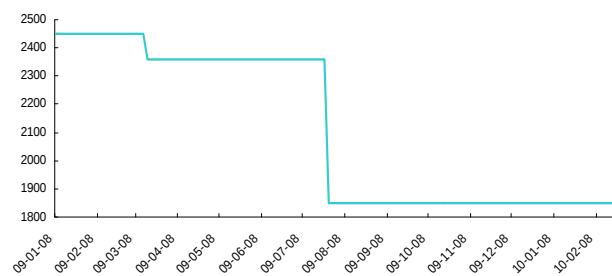
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司精甲醇最新出厂含税价 2600 元/吨



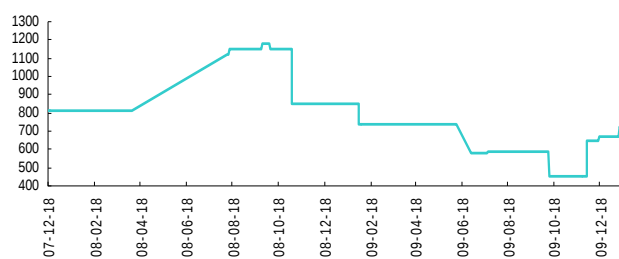
资料来源：百川资讯

图 3：公司复合肥最新出厂价 2050 元/吨



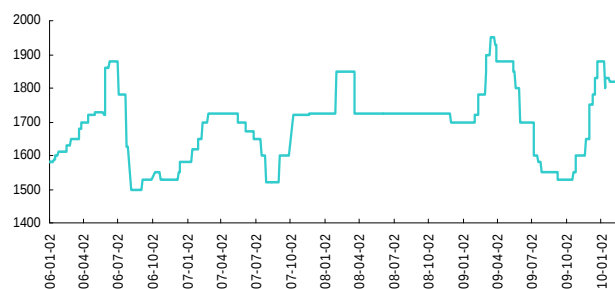
资料来源：长江证券研究部

图 4：公司氯化铵最新出厂价 690 元/吨



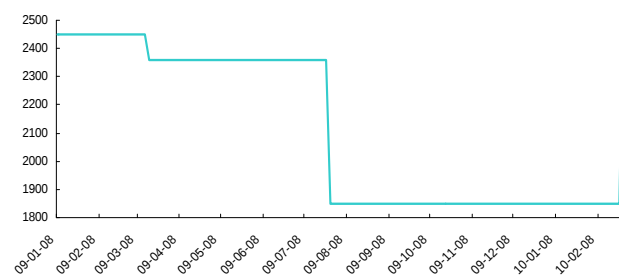
资料来源：长江证券研究部

图 5：公司尿素（小颗粒）最新出厂价 1820 元/吨



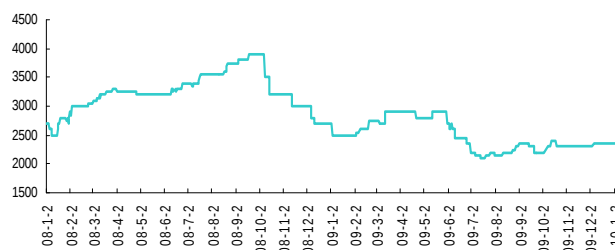
资料来源：化工在线，长江证券研究部

图 6：公司复合肥出厂价已在底部（元/吨）



资料来源：长江证券研究部

图 7：长三角液氨价格走势图（元/吨）



资料来源：化工在线，长江证券研究部

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)          |       |        |       |       | 资产负债表 (百万元)    |             |             |             |             |
|--------------------|-------|--------|-------|-------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                    | 2008A | 2009E  | 2010E | 2011E |                | 2008A       | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
| 营业收入               | 2964  | 2043   | 2441  | 2579  | 货币资金           | 406         | 204         | 297         | 743         |
| 营业成本               | 2452  | 1941   | 2033  | 2038  | 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 毛利                 | 512   | 102    | 409   | 540   | 应收账款           | 86          | 61          | 73          | 77          |
| % 营业收入             | 17.3% | 5.0%   | 16.7% | 20.9% | 存货             | 359         | 194         | 203         | 204         |
| 营业税金及附加            | 4     | 2      | 3     | 3     | 预付账款           | 64          | 68          | 71          | 71          |
| % 营业收入             | 0.1%  | 0.1%   | 0.1%  | 0.1%  | 其他流动资产         | 103         | 61          | 72          | 76          |
| 销售费用               | 75    | 65     | 72    | 74    | <b>流动资产合计</b>  | <b>1019</b> | <b>589</b>  | <b>717</b>  | <b>1172</b> |
| % 营业收入             | 2.5%  | 3.2%   | 2.9%  | 2.9%  | 可供出售金融资产       | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 管理费用               | 97    | 82     | 95    | 98    | 持有至到期投资        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 3.3%  | 4.0%   | 3.9%  | 3.8%  | 长期股权投资         | 15          | 15          | 15          | 15          |
| 财务费用               | 95    | 55     | 43    | 41    | 投资性房地产         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 3.2%  | 2.7%   | 1.8%  | 1.6%  | 固定资产合计         | 1790        | 1734        | 1663        | 1583        |
| 资产减值损失             | -2    | 0      | 0     | 0     | 无形资产           | 135         | 128         | 122         | 115         |
| 公允价值变动收益           | 0     | 0      | 0     | 0     | 商誉             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益               | 1     | 0      | 0     | 0     | 递延所得税资产        | 3           | 3           | 3           | 3           |
| 营业利润               | 244   | -102   | 195   | 325   | 其他非流动资产        | 226         | 289         | 307         | 320         |
| % 营业收入             | 8.2%  | -5.0%  | 8.0%  | 12.6% | <b>资产总计</b>    | <b>3187</b> | <b>2759</b> | <b>2826</b> | <b>3208</b> |
| 营业外收支              | 6     | 0      | 0     | 0     | 短期贷款           | 695         | 251         | 0           | 0           |
| 利润总额               | 250   | -102   | 195   | 325   | 应付款项           | 183         | 155         | 163         | 163         |
| % 营业收入             | 8.4%  | -5.0%  | 8.0%  | 12.6% | 预收账款           | 78          | 139         | 212         | 290         |
| 所得税费用              | 48    | 0      | 23    | 81    | 应付职工薪酬         | 15          | 16          | 16          | 16          |
| 净利润                | 202   | -102   | 172   | 243   | 应交税费           | -22         | 0           | 0           | 0           |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 202.1 | -102.4 | 172.1 | 243.5 | 其他流动负债         | 386         | 368         | 373         | 373         |
| 少数股东损益             | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>流动负债合计</b>  | <b>1334</b> | <b>928</b>  | <b>764</b>  | <b>842</b>  |
| EPS (元/股)          | 1.00  | -0.51  | 0.86  | 1.21  | 长期借款           | 360         | 440         | 500         | 560         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |        |       |       | 应付债券           | 0           | 0           | 0           | 0           |
|                    | 2008A | 2009E  | 2010E | 2011E | 递延所得税负债        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 经营活动现金流净额          | 79    | 418    | 477   | 576   | 其他非流动负债        | 32          | 32          | 32          | 32          |
| 取得投资收益             | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>负债合计</b>    | <b>1727</b> | <b>1401</b> | <b>1296</b> | <b>1434</b> |
| 收回现金               |       |        |       |       | 归属于母公司         | 1458        | 1356        | 1528        | 1771        |
| 长期股权投资             | 15    | 0      | 0     | 0     | 所有者权益          |             |             |             |             |
| 无形资产投资             | 135   | 0      | 0     | 0     | 少数股东权益         | 2           | 2           | 2           | 2           |
| 固定资产投资             | 0     | -200   | -150  | -150  | <b>股东权益</b>    | <b>1460</b> | <b>1358</b> | <b>1530</b> | <b>1773</b> |
| 其他                 | -435  | 0      | 0     | 0     | <b>负债及股东权益</b> | <b>3187</b> | <b>2759</b> | <b>2826</b> | <b>3208</b> |
| 投资活动现金流净额          | -285  | -200   | -150  | -150  | <b>基本指标</b>    |             |             |             |             |
| 债券融资               | 0     | 0      | 0     | 0     |                | 2008A       | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
| 股权融资               | 0     | 0      | 0     | 0     | EPS            | 1.005       | -0.509      | 0.856       | 1.210       |
| 银行贷款增加 (减少)        | -75   | -364   | -191  | 60    | BVPS           | 7.26        | 6.75        | 7.61        | 8.82        |
| 筹资成本               | -95   | -55    | -43   | -41   | PE             | 17.21       | -34.12      | 20.30       | 14.35       |
| 其他                 | 481   | 0      | 0     | 0     | PEG            | 2.73        | -5.38       | 3.20        | 2.26        |
| 筹资活动现金流净额          | 312   | -420   | -234  | 19    | PB             | 2.38        | 2.57        | 2.28        | 1.97        |
| 现金净流量              | 106   | -202   | 93    | 446   | EV/EBITDA      | 12.17       | 26.22       | 8.23        | 5.63        |
|                    |       |        |       |       | ROE            | 13.9%       | -7.5%       | 11.2%       | 13.7%       |

### 分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail              |
|-----|---------|-----------------|-------------|---------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn    |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn   |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 68751926 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区客户经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn   |
| 易 敏 | 华南区客户经理 | (8621) 68755178 | 13817111316 | yimin@cjsc.com.cn   |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 68751860 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。