



上市公司新股研究报告

证券研究报告
化工—基础化工原料与制品

谨慎申购

恒大高新（002591）

2011 年 06 月 09 日

国内防磨抗蚀行业龙头企业

公司发行价：20.00 元

合理价值区间：17.80-22.25 元

基础化工行业分析师：曹小飞
SAC 执业证书编号：S08500210070006

caoxf@htsec.com

021-23219267

联系人：张 瑞

zr6056@htsec.com

021-23219634

联系人：易团辉

yith@htsec.com

021-23219737

恒大高新拟公开发行 2000 万股普通股，占公司发行后 8000 万总股本的 25.00%，公司发行价为 20.00 元，网上、网下申购日均为 2011 年 6 月 10 日。

投资建议：恒大高新主要从事防磨抗蚀新材料的研发制造及技术工程服务，是国内工业设备防磨抗蚀行业的龙头企业，公司目前拥有 HDS、KM、MC、MT 等六大系列产品，主要应用于电力、钢铁、水泥、化工等行业。截止到 2010 年年底，公司拥有 20 万 m² 防磨抗蚀新材料产能，多项产品国内市场占有率排名前列，主导产品 HDS 系列产能为 6.50 万 m²，市场占有率 20.10%，行业内排名第一位。

防磨抗蚀行业在我国是一个新兴行业，具备“小投入大产出”的特性，投入产出比约为 1:15，其可以大大减少磨损和腐蚀所带来的经济损失。公司具备市场先行优势，是最早进入防磨抗蚀行业的企业之一，先后与国内多家大型企业建立了长期合作关系。客户广泛分布于电力、钢铁、水泥、化工等行业，包括华能集团、大唐集团、华电集团等五大电力集团及其下属子公司，首钢、武钢、马钢等钢铁企业，中石油、中石化、中国神华等能源企业。

公司此次拟募集 2.26 亿元用于原有产品产能的扩张、技术研发中心和网络服务体系的建设，项目达产后，公司 HDS 防护系列产品将新增产能 8.30 万 m²/年，增长率为 127.68%，KM 和 MC 防护系列产品合计新增产能 12.70 万 m²/年，增长率为 188.69%。

我们预计恒大高新 2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.89、1.28、1.64 元，三年复合增长率为 30.35%，我们认为给予公司 2011 年 20-25 倍动态 PE 较为合理，对应的价值区间为 17.80-22.25 元，公司发行价为 20.00 元，因此我们建议“谨慎申购”。

风险提示：（1）专利及专有技术流失的风险；（2）新市场的开拓风险；（3）应收账款余额较大及收回风险。

表 1 恒大高新主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	25597.11	31317.00	46557.00	61352.00
同比增长（%）	13.40	22.35	48.66	31.78
综合毛利率（%）	40.19	40.34	40.19	40.16
归属于母公司所有者的净利润（万元）	5940.81	7090.24	10255.95	13158.70
同比增长（%）	21.13	19.35	44.65	28.30
全面摊薄后每股收益（元）	0.74	0.89	1.28	1.64

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表2 恒大高新盈利预测基本假设

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
HDS 防护							
主营业务收入	万元	9975.02	12672.29	15503.26	20400.00	30000.00	39600.00
主营业务成本	万元	5669.62	7187.50	9063.62	11900.00	17500.00	23100.00
销量	万 m ²	4.50	5.47	6.44	8.50	12.50	16.50
平均价格	元/m ²	2214.65	2315.63	2408.54	2400.00	2400.00	2400.00
毛利率	%	43.16	43.28	41.54	41.67	41.67	41.67
MC 防护							
主营业务收入	万元	3252.44	3776.44	4330.09	4895.00	8455.00	11570.00
主营业务成本	万元	2172.30	2313.78	2834.11	3190.00	5510.00	7540.00
销量	万 m ²	4.60	4.71	4.90	5.50	9.50	13.00
平均价格	元/m ²	706.67	801.50	883.51	890.00	890.00	890.00
毛利率	%	33.21	38.73	34.55	34.83	34.83	34.83
KM 防护							
主营业务收入	万元	3256.76	3254.95	3546.22	3640.00	5720.00	7800.00
主营业务成本	万元	1997.03	1950.18	2097.16	2170.00	3410.00	4650.00
销量	万 m ²	5.63	6.28	6.91	7.00	11.00	15.00
平均价格	元/m ²	578.26	518.26	512.93	520.00	520.00	520.00
毛利率	%	38.66	40.09	40.86	40.38	40.38	40.38
MT 防护							
主营业务收入	万元	1084.17	530.25	1187.76	1314.00	1314.00	1314.00
主营业务成本	万元	703.58	336.36	737.53	823.50	823.50	823.50
销量	万 m ²	0.80	0.37	0.81	0.90	0.90	0.90
平均价格	元/m ²	1350.15	1421.20	1458.99	1460.00	1460.00	1460.00
毛利率	%	35.10	36.57	37.91	37.33	37.33	37.33
MHC 防护							
主营业务收入	万元	413.22	825.41	792.26	918.00	918.00	918.00
主营业务成本	万元	189.26	485.15	429.31	510.00	510.00	510.00
销量	万 m ²	0.40	0.60	0.52	0.60	0.60	0.60
平均价格	元/m ²	1026.12	1377.75	1522.11	1530.00	1530.00	1530.00
毛利率	%	54.20	41.22	45.81	44.44	44.44	44.44
JHU 防护							
主营业务收入	万元	117.32	102.45	133.40	150.00	150.00	150.00
主营业务成本	万元	58.29	65.96	79.87	90.00	90.00	90.00
销量	万 m ²	0.20	0.16	0.24	0.25	0.25	0.25
平均价格	元/m ²	578.22	523.55	564.30	600.00	600.00	600.00
毛利率	%	50.32	35.62	40.13	40.00	40.00	40.00
合计							
营业收入合计	万元	18174.03	22571.68	25597.11	31317.00	46557.00	61352.00
增长率	%	-	24.20	13.40	22.35	48.66	31.78
营业成本合计	万元	10822.93	13687.91	15310.73	18683.50	27843.50	36713.50
综合毛利率	%	40.45	39.36	40.19	40.34	40.19	40.16

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 3 恒大高新预测利润表 (万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18174.03	22571.68	25597.11	31317.00	46557.00	61352.00
营业成本	10822.93	13687.91	15310.73	18683.50	27843.50	36713.50
营业税金及附加	345.73	353.35	415.46	501.07	744.91	981.63
销售费用	1117.55	1153.33	1329.43	1722.44	2560.64	3374.36
管理费用	1395.60	1827.01	2081.57	2661.95	3957.35	5214.92
财务费用	236.21	170.65	131.59	-350.00	-448.00	-320.00
资产减值损失	-7.49	86.33	149.05	156.59	232.79	306.76
其他经营损益	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4264.35	5293.10	6179.29	7941.46	11665.82	15080.83
加: 营业外收入	221.63	581.60	1387.65	600.00	600.00	600.00
减: 营业外支出	91.48	105.30	618.87	200.00	200.00	200.00
利润总额	4394.49	5769.39	6948.07	8341.46	12065.82	15480.83
减: 所得税	657.64	864.79	1007.26	1251.22	1809.87	2322.12
净利润	3736.85	4904.60	5940.81	7090.24	10255.95	13158.70
少数股东损益	-1.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有的净利润	3738.74	4904.60	5940.81	7090.24	10255.95	13158.70
摊薄基本 EPS (元)	0.47	0.61	0.74	0.89	1.28	1.64

注: 2008-2013 年 EPS 按照发行后的股本计算

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

曹小飞：烟台氨纶、海利得、闰土股份、新民科技、传化股份、浙江龙盛、利尔化学、中泰化学

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。