

## 氯化锆景气超预期

升华拜克 (600226.SH)

**推荐** 维持评级

分析师: 袁孝锋   ✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn   执业证书编号: S0130511050001

分析师: 王强   ✉: wangqiang\_yj@chinastock.com.cn   执业证书编号: S0130511080002

### 1. 事件

公司发布 2011 年半年报, 实现营业收入 9.68 亿元, 同比增长 7.66%; 归属于上市公司股东净利润 7238.8 万元, 同比增长 12.29%; 实现每股收益 0.18 元, 略低于我们预期, 但氯化锆业务业绩超预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、二季度业绩环比下滑主要是投资收益下降

公司二季度业绩 0.07 元, 环比一季度的 0.11 元有所下滑, 但我们认为影响单季度业绩主要是投资收益的下滑; 公司一季度投资收益近 1700 万元, 二季度由于公司参股 30% 的财通基金公司今年刚批复而权益收益为亏损近 1000 万元 (相当于 EPS 近 2 分 5), 再加上青岛易邦的投资收益也有所下滑, 使得二季度投资收益为亏损约 170 万元。

上半年经营活动产生现金流量净额为 9.98 亿元 (相当于每股 0.25 元), 同比去年同期的 6.81 亿元 (相当于每股 0.17 元) 增长近 50%; 因此, 从经营性现金流反应的情况也可看出, 公司主营业务业绩实际还要好一些。

#### (二)、氯化锆景气超预期, 预计年化贡献业绩约 6 毛

受下游需求提振和原材料锆英砂价格推动的影响, 公司上半年氯化锆业务景气超预期, 毛利率达到 32%, 大大高于往年 10-15% 的低位徘徊。今年年初以来, 锆化工制品的出口出现了明显的增加, 氯化锆同比增速为 53.7%, 氧化锆为 38%, 硫酸锆为 25.8%, 由于氯化锆 90% 以上产能在中国, 出口的快速增加导致了相关产品价格的飞速增加, 其中氯化锆和复合氧化锆的价格尤其明显; 氯化锆跟锆英砂的价差从 5 月份的 8000 元上涨到了 15000 元, 而 6 月份由于德清县对钟管工业区所有化工企业进行专项环境整治, 公司锆业务在 6 月份停产了 2 周左右; 公司上半年锆业务 32% 毛利率实际上在还没有充分享受价差扩大近一倍的景气的情况下获得的, 这超出了我们在 7 月份《“锆”你一个春天的故事》报告中的预期, 因此下半年锆业务毛利率还将大幅提升。

四季度锆英砂还将进一步提价, 而氯化锆将先于锆英砂而涨价; 我们预计氯化锆按照现在的景气, 贡献业绩将年化达到 6 毛左右, 三季度业绩将达 2 毛以上。

#### (三)、农兽药业务盈利有所下滑, 总体较稳定

公司是国内农兽药龙头, 农药主要有 2000 吨百草畏、1.25 万吨双甘膦、0.5 万吨草甘膦、220 吨阿维菌素及部分制剂; 兽药主要包括 1700 吨硫酸粘杆菌素预混剂、8000 吨乙酰丙酮、200 吨色氨酸; 农药盈利情况一般, 兽药持续增长。今年上半年受气候反常、国内农药产能过剩等因素影响, 公司农兽药业务毛利率同比有所下滑, 总体还算较稳定。

#### (四)、近期催化剂

(1) 四季度前氯化锆将先于锆英砂再次提价; (2) 参股公司青岛易邦的疫苗扩能将于近期完成; (3) 公司 2200 吨农药制剂项目和 200 吨 M4 技改项目将于近期完成。

### 3. 投资建议

我们预计公司 2011-2012 年的业绩分别为 0.62, 0.86 元, 目标价值区间 16-18 元, 维持“推荐”评级。

#### 资产负债表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	909	940	1073	1243	1532
现金	320	256	302	485	703
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	29	47	56	62
应收款项	317	305	272	323	358
其它应收款	11	86	134	106	117
存货	231	248	296	251	269
其他	21	16	22	21	23
<b>非流动资产</b>	1206	1157	1165	1176	1191
长期股权投资	229	170	196	196	196
固定资产	858	867	857	873	887
无形资产	79	76	80	80	80
其他	39	45	31	27	27
<b>资产总计</b>	<b>2115</b>	<b>2097</b>	<b>2238</b>	<b>2419</b>	<b>2723</b>
<b>流动负债</b>	767	768	718	753	786
短期借款	119	83	151	100	100
应付账款	146	162	152	169	181
预收账款	51	18	31	34	37
其他	450	506	385	449	469
<b>长期负债</b>	150	68	170	140	140
长期借款	150	45	140	140	140
其他	0	23	30	0	0
<b>负债合计</b>	<b>916</b>	<b>836</b>	<b>888</b>	<b>893</b>	<b>926</b>
股本	270	270	406	406	406
资本公积金	474	476	343	343	343
留存收益	0	0	0	707	951
少数股东权益	99	82	73	86	112
归属于母公司所有者权益					
益	1100	1180	1279	1456	1699
<b>负债及权益合计</b>	<b>2116</b>	<b>2098</b>	<b>2240</b>	<b>2434</b>	<b>2738</b>

#### 利润表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	2756	1517	1762	2111	2340
营业成本	2312	1287	1500	1676	1791

营业税金及附加	9	5	6	4	5
营业费用	96	57	73	84	94
管理费用	111	83	92	106	117
财务费用	43	9	11	10	8
资产减值损失	37	16	19	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	66	99	75	78	110
<b>营业利润</b>	<b>215</b>	<b>160</b>	<b>136</b>	<b>309</b>	<b>435</b>
营业外收入	11	10	12	0	0
营业外支出	9	6	5	0	0
<b>利润总额</b>	<b>217</b>	<b>164</b>	<b>144</b>	<b>309</b>	<b>435</b>
所得税	28	17	9	43	61
净利润	189	147	135	265	375
少数股东损益	62	5	(3)	13	26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>127</b>	<b>142</b>	<b>137</b>	<b>252</b>	<b>348</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.35</b>	<b>0.34</b>	<b>0.62</b>	<b>0.86</b>

### 现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	<b>309</b>	<b>93</b>	<b>133</b>	<b>342</b>	<b>351</b>
净利润		142	137	252	348
折旧摊销		0	0	114	116
财务费用		0	0	10	8
投资收益		0	0	(78)	(110)
营运资金变动		0	0	41	(38)
其它		(49)	(4)	3	27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(56)</b>	<b>(78)</b>	<b>(125)</b>	<b>(130)</b>
资本支出		0	0	(130)	(130)
其他投资		(56)	(78)	5	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(182)</b>	<b>(100)</b>	<b>31</b>	<b>(33)</b>	<b>(3)</b>
借款变动		0	0	4	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	(76)	(104)
其他		(100)	31	38	102
<b>现金净增加额</b>	<b>97</b>	<b>(63)</b>	<b>86</b>	<b>183</b>	<b>218</b>

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**袁孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。**2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908