

转型之路刚刚开始，股价或有低估

买入 首次

目标价格：15

投资要点：

公司最近披露拟进军环保业务以及 LNG 业务，但是市场响应一般，简要点评如下

报告摘要：

- 传统业务仍会小幅度增长。**公司现有尿素权益产能 125 万吨，其中德阳 60 万吨，绵阳 30 万吨，甘肃刘化 70 万吨（参股 45%），新疆 20 万吨（参股 26%）；其他产品主要包括 30 万吨复合肥、6000 吨三聚氰胺。虽然用气价格略有上调，但是在建的绵阳工业园 15 万吨合成氨及其下游产品有望 13 年秋季可能会投产，预计仍可小幅增长。
- 进军氮氧化物还原剂产业，车用领域更值得关注。**公司现有脱硝用尿素溶液产能 10 万吨（折合固体颗粒约 3 万吨），综合电厂脱硝以及汽车尾气净化产业的现状，我们认为车用尿素门槛较高，市场较大，值得关注。国内车用柴油消费量接近 1 亿吨，车用尿素溶液市场容量 300 万吨。但是也要注意，车用尿素的主战场应该在东部沿海地区，后市需要关注公司在沿海地区布设分销中心的可能，关注国家对车用尿素市场的规范、整顿进程。保守估计，车用尿素业务以颗粒测算的吨净利大约在 400~500 元左右。
- 进军 LNG 业务。**公司近期成立四川双瑞能源，在阆中、巴中从事 LNG 业务，公司股权比例 51%。从 LNG 项目的规模经济出发推测，一期规模应该在 10 亿方左右，14 年秋季能投产，方气净利润应该在 0.4 元左右。建议后期应该关注 LNG 工厂的规模、工艺、冷剂以及 EPC 厂商选择等。
- 公司股权偏低。**目前，华川公司公司和美丰集团股权大约占 20.44%，持股比例不高，可能需要提升控制力。
- 当前股价未完全反应公司进军 LNG 以及车用尿素的溢价，给予“买入”评级。**预计 2013~2015 年的每股收益分别是 0.53、0.73 以及 1.08 元，当前股价 11.87，给予“买入”评级，目标价位 15 元。

石化&环保研究组

分析师：

柴沁虎(S1180512040001)

电话：010-88013563

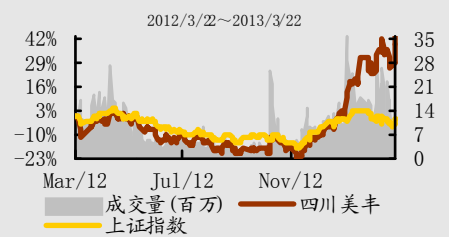
Email: chaiqinhu@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

市场表现



相关研究

- 东华能源：股价调整恰是买入良机
 2013/2/28
- 我们的 PM2.5 观
 2013/2/7
- 黑猫股份：突发利空不改公司投资价值
 2013/1/29
- 桐昆股份：补库存以及原料提价驱动业绩向好
 2013/1/7
- 海越股份：战略布局页岩气，C4 仍是根基
 2012/12/21
- 齐翔腾达：丁二烯向好，买点显现
 2012/12/17
- 哈密地区理应是分质利用的主战场
 2012/12/13
- 东华能源：摒弃杂音，坚定持有
 2012/11/15

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	5246.66	6506.59	6795.70	7335.70	8421.34
增长率 (%)	55.89%	24.01%	4.44%	7.95%	14.80%
归母净利润(百万)	284.13	301.71	292.00	401.13	594.16
增长率 (%)	182.44%	6.19%	-3.22%	37.37%	48.12%
每股收益	0.516	0.548	0.530	0.728	1.079

表 3: 盈利预测 (百万元)

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6506.59	6795.70	7335.70	8421.34	货币资金	768.47	67.96	73.36	84.21
增长率)	24.01%	4.44%	7.95%	14.80%	应收和预付款项	656.65	467.73	735.02	632.86
归属母公司股东净利润	301.71	292.00	401.13	594.16	存货	302.37	433.16	349.98	536.34
增长率	6.19%	-3.22%	37.37%	48.12%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(BPS)	0.548	0.530	0.728	1.079	长期股权投资	532.84	532.84	532.84	532.84
每股经营现金流	0.182	0.152	0.208	0.308	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	0.610	1.166	1.284	1.771	固定资产在建工程	1920.84	2413.39	2825.94	3158.49
销售净利率	9.01%	7.69%	8.95%	10.24%	无形资产开发支出	229.05	201.97	174.89	147.81
净资产收益率(ROE)	4.11%	3.81%	4.84%	5.88%	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率(ROIC)	13.04%	11.58%	14.28%	18.38%	资产总计	4410.23	4117.05	4692.02	5092.55
市盈率(P/E)	13.28%	9.81%	11.33%	13.53%	短期借款	457.50	51.33	321.65	392.76
市净率(P/B)	21.67	22.39	16.30	11.01	应付和预收款项	557.61	525.41	619.39	653.52
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	长期借款	1043.75	1043.75	1043.75	1043.75
营业收入	6506.59	6795.70	7335.70	8421.34	其他负债	69.56	69.56	69.56	69.56
减: 营业成本	5920.03	6273.37	6679.37	7559.37	负债合计	2128.41	1690.04	2054.35	2159.59
营业税金及附加	6.52	6.81	7.35	8.44	股本	502.33	502.33	502.33	502.33
营业费用	60.15	62.82	67.81	77.85	资本公积	157.60	157.60	157.60	157.60
管理费用	126.06	131.67	142.13	163.16	留存收益	1654.06	1862.59	2149.05	2573.37
财务费用	52.47	65.02	69.30	78.31	归属母公司股东权益	2313.99	2522.52	2808.98	3233.30
资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	-32.18	-65.51	-111.31	-210.34
加: 投资收益	29.04	30.00	30.00	30.00	股东权益合计	2281.82	2457.01	2697.68	3022.96
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	4410.23	4147.05	4752.02	5182.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	370.37	286.02	399.74	564.22					
加: 其他非经营损益	-52.96	13.00	13.00	13.00					
利润总额	317.41	299.02	412.74	577.22					
减: 所得税	50.15	40.35	57.41	82.08					
净利润	267.27	258.66	355.33	495.13					
减: 少数股东损益	-34.45	-33.34	-45.80	-99.03					
归属母公司净利润	301.71	292.00	401.13	594.16					
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E					
经营性现金净流量	336.27	642.30	707.12	975.86					
投资性现金净流量	-519.67	-788.95	-788.95	-788.95					
筹资性现金净流量	192.28	-553.86	87.23	-176.05					
现金流量净额	8.93	-700.51	5.40	10.86					

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所石化行业研究员, 清华大学管理学博士, 2010年加盟宏源证券, 从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。加盟宏源证券之前, 曾经在扬子石化、石化协会等机构任职。主要覆盖: 广汇能源、东华能源、海越股份、齐翔腾达、宝利沥青。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。