

评级

中性

区域市场龙头，未来两年业绩增长放缓

—华昌化工（002274）调研报告

市场数据

2009年02月25日

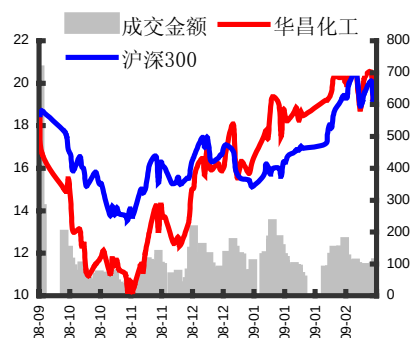
总股本（万股）	20113.32
流通A股（万股）	5100.00
收盘价（元）	20.25

财务数据

2008年三季报

主营收入（万元）	231011.87
同比增长	41.99%
净利润（万元）	24837.84
同比增长	199.09%
毛利率	23.85%
每股收益（元）	1.65
每股净资产（元）	7.48

华昌化工股价走势



数据来源：Wind 资讯

洪源

0512-87668735

hongy@gs.jq.com.cn

2009年02月25日

投资要点：

- **公司为区域性行业龙头。**华昌化工08年9月25日上市发行5100万股，占发行后总股本的25.36%，两个募集资金项目总投资额共计5.12亿元，公司目前实际具有合成氨30万吨/年、尿素40万吨/年、纯碱45万吨/年、氯化铵46万吨/年、复合肥80万吨/年、甲醇5万吨/年的生产能力。
- **主要产品国内产能过剩。**09年的经济形势将以稳定为主，国内尿素价格在08年大幅波动之后09年继续大幅走跌的可能性并不大，预计仍将在低位维持盘整状态，或将成为产能优化的良机。而在用肥季节还可能出现反弹。纯碱行业供过于求的总体趋势不会改变，纯碱行业走出困境有待国内外经济环境的好转，下游需求的恢复。
- **产能扩张恰逢行业景气上行。**公司自04年开始借旧厂房拆迁，新厂房建设的契机，陆续开工新建了生产设备，并都于07年5月之前达产达标。产能扩张和行业在05年-07年处于景气上行周期相叠加是公司近年来经营业绩增长的主要因素。由于区域内市场格局未发生重大变化，预计公司09年产能不会有大的突破，业绩将伴随行业景气周期下行有所下滑。
- **盈利预测。**公司业绩快报公布08年加权每股收益为1.24元，基本每股收益为1.00元。我们认为公司未来两年增长将放缓，09年业绩将会有所下滑，每股收益为0.92元。目前股价对应08年、09年的市盈率为20.25倍和22.01倍，与同类上市公司相比，估值基本合理。但公司每股净资产较高，股本较低，且有资本扩张的意愿，建议关注年报可能送转带来的阶段性炒作机会。

公司简介：

江苏华昌化工股份有限公司是由张家港市华源化工有限公司整体变更设立而成，是以煤化工为基础的生产复合肥、尿素、甲醇和纯碱的企业，地处张家港地区，辐射长三角，由于尿素、纯碱等大宗产品具有一定的区域销售半径，作为江苏省内的化肥行业龙头，在该地区具有一定的区域优势。公司公告称目前公司已经形成了复合肥 80 万吨/年，合成氨 30 万吨/年，尿素 30 万吨/年，纯碱 30 万吨/年，氯化铵 33 万吨/年以及甲醇 5 万吨/年的生产能力。据我们了解，上述产能偏保守，公司目前实际具有合成氨 30 万吨/年、尿素 40 万吨/年、纯碱 45 万吨/年、氯化铵 46 万吨/年、复合肥 80 万吨/年、甲醇 5 万吨/年的生产能力。

华昌化工 08 年 9 月 25 日上市发行 5100 万股，占发行后总股本的 25.36%，两个募集资金项目总投资额共计 5.12 亿元，其中，动力结构调整国债项目公司已实际投入资金 1.48 亿元，该项目其余资金和另一项目 1000 吨/年固体硼氢化钠生产线技改项目预计共使用募集资金投资 3.65 亿元。

主要业务行业分析

尿素：

全球尿素产能过剩

根据联合国粮农组织 FAO 的预测，2008-2012 年之间，世界氮磷钾化肥消费将分别保持 2.6%、2.8%和 2.7%的年均增长率。但是，由于产能增长过快，氮磷钾肥均将出现明显的过剩，而且，产能过剩的现象将逐年加剧。到 2012 年，氮磷钾肥的过剩率将分别达到 6.7%、7.4%和 13.7%。其中氮肥行业竞争将更为激烈。

2008 年-2012 年全球尿素供需状况（千吨）

	2008	2009	2010	2011	2012
总供给	134399	139477	144580	151132	156234
总需求	132093	135857	139464	142984	146439
过剩供给	2306	3620	5116	8148	9795
比例	1.70%	2.70%	3.70%	5.70%	6.70%

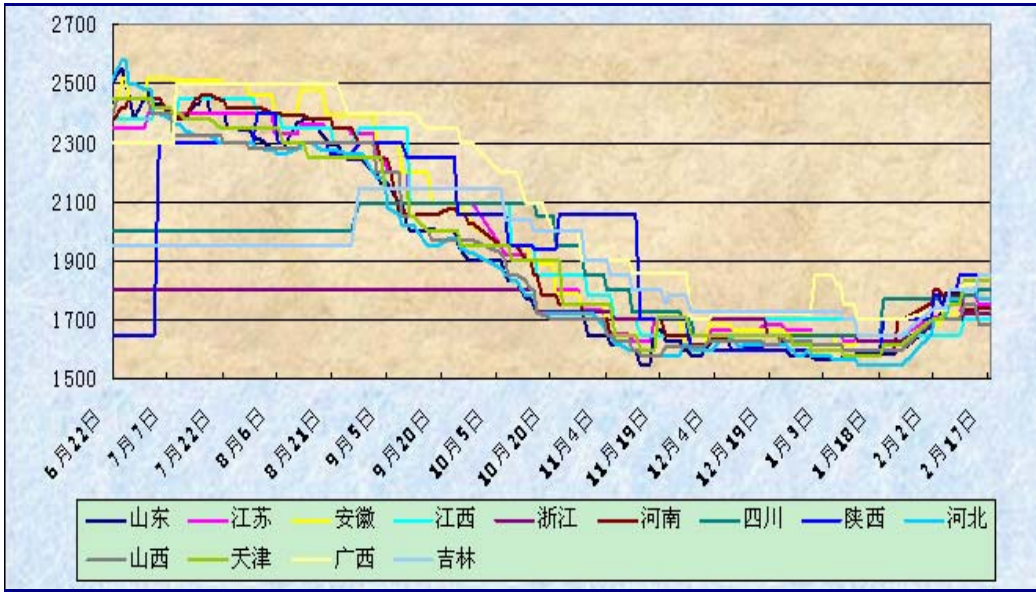
资料来源：联合国粮农组织 FAO

东吴证券研究所

08 年我国尿素市场价格波动幅度巨大，上下半年市场冷热两重天

2008 年是历史上尿素价格波动幅度最大的一年，超过了 40%，而正常情况波动幅度在 20%左右。上半年价格一路上涨，到 7 月份时许多尿素企业的出厂价都达到了 2500 元每吨。然而自 8 月份后，尿素价格一路下跌，到年底时，尿素出厂价大多为 1560—1700 元，市场批发价大多为 1650—1800 元，市场需求明显降温。

08 年 6-9 月国内重点地区尿素出厂价



资料来源：百川资讯

行业产销情况总体较好

2008 年尿素生产面临了较多的困难，雪灾地震给尿素生产带来了较大的负面影响；9 月份后，由于尿素价格大幅下跌，跌破了相当一部分企业的成本线，造成停产检修的尿素企业明显增多，但产销情况总体较好。08 年 1—11 月份，我国累计尿素总产量 2374.02 万吨（折含氮），比 2007 年同期增长 4.2%。从销售情况看，由于上半年尿素价格涨幅在化肥中相对偏小，农民对尿素价格基本能接受，使用量未受到太大影响，2008 年尿素销售情况还是比较好。

出口政策从严到松，出口总量保持在较高水平

2008 年，政府部门在尿素出口政策方面变化很大，4 月 20 日开始对尿素出口加征 100%的特别关税，从 9 月 1 日开始又将特别关税提高到 150%，出口大门基本上被堵死。而 11 月 13 日又公布了新的出口关税政策，从 12 月 1 日开始，淡季关税可低至 10%，体现了政府部门政策导向上的一个巨大变化，对尿素出

口乃至整体化肥出口不再是一味的堵，而是堵疏结合——旺季时高关税限制出口，保障国内供给，淡季时化肥企业可根据国际国内的市场情况，自由组织出口。1至11月，全国共出口尿素432万吨，属于较高水平，但出口量主要来源于一季度，4月份后由于高关税政策以及8月份后国际尿素价格大幅下跌等因素的影响，尿素出口量不大。

行业大起大落 09 年难以再现

虽然 08 年下半年起尿素行业面临严峻的考验，但统计数据显示 11 月份尿素产量并没有减少多少，目前大部分厂家仍在维持正常生产，农业用肥需求依然存在。

从下游需求来看，随着用肥季节的来临，复合肥企业的开工率将有所提升，对尿素企业带来一定的支撑。

从目前的国际形势看，国际尿素市场价格经过前期连续走跌，目前跌势渐止，虽然在高关税下国内尿素出口也毫无优势可言，但部分厂家还是签订了出口合同，这给尿素市场也带来了一定的希望。

从原料价格来看，国际原油价格大幅走跌，国内煤炭价格也受到了一定程度的影响出现回落，但从目前国家的政策和相关措施来看，上游煤炭价格大幅走跌的可能性不大，从而给整个尿素市场带来一定的成本支撑。

从政策上来看，2009 年总体来看，尿素市场的政策环境比较好，估计是近几年来政策环境最好的一年。主要的利好政策包括大幅度提高稻谷、小麦等粮食最低保护价标准，将建立农资综合直补标准联动机制，建立以市场为主导的化肥价格形成机制等。

综合来看，09 年的经济形势将以稳定为主，国内尿素价格在 08 年大幅波动之后 09 年继续大幅走跌的可能性并不大，预计仍将在低位维持盘整状态，或将成为产能优化的良机。而在用肥季节还可能出现反弹。

复合肥：

行业无序竞争严重，我国化肥的复合化率约 25%左右，而世界平均复合肥料产量占化肥总产量已达到 30%，发达国家的化肥复合率更是高达 70—80%。由此可见，我们与世界先进国家相比仍有很大的差距。近几年我国化肥复合率不断提高，农业部门要求到 2010 年化肥复合率将达到 50%，这也说明了我国的复合肥料市场有着强劲的发展潜力和巨大的发展空间。巨大的市场空间也吸引了

众多企业纷纷涉足复合肥行业，但由于资金、设备、技术等方面的差别，目前我国复合肥产品大多属于技术含量较低的低端产品，甚至部分企业以次充好，无序的竞争导致行业盈利微薄，公司复合肥高毛利主要是由于自产尿素利润的转移。

纯碱：

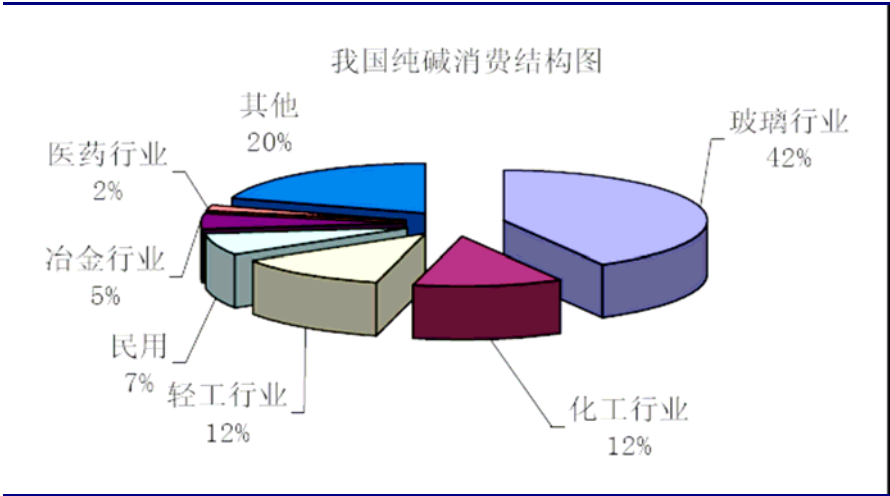
我国纯碱产量 2000 年来高速增长，目前产能已然过剩

我国纯碱产量自 2000 年开始保持每年两位数以上的高速增长，2008 年前 11 个月产量增速即达到 9.3%，全年增速也有望突破 10%。目前国内纯碱产能相对需求已经过剩。

下游行业需求下降对纯碱行业影响巨大

我国纯碱消费构成情况大致是：玻璃行业约占纯碱总消费量的 42% 左右（其中平板玻璃占 22%，日用玻璃占 20%），化工行业占 18%，轻工行业占 12%，冶金行业占 7%，民用占 7%，其他行业占 14%。

我国纯碱消费结构



资料来源：招股说明书

从占纯碱需求达 61% 的下游产品平板玻璃、合成洗涤剂 and 氧化铝的产量增速来看，三大产品产量在 2008 年受到全球金融危机的影响均出现大幅下降。其中氧化铝产量增速从 2006 年的 56.63% 下降到 8.67%，合成洗涤剂和平板玻璃更是出现负增长，截至 11 月分别为 -18.34% 和 -6.0%。受此影响，我国纯碱产量 08 年 11 月大幅下降。短期来看，纯碱行业供过于求的总体趋势不会改变，纯碱行业走出困境有待国内外经济环境的好转，下游需求的恢复。

公司分析：

产能扩张恰逢行业景气上行。公司自 04 年开始借旧厂房拆迁，新厂房建设的契机，陆续开工新建了年产 15 万吨的合成氨装置、年产 2.5 万吨的甲醇装置、年产 15 万吨的尿素装置、年产 15 万吨的纯碱装置、年产 16.5 万吨的氯化铵装置各两套，年产 20 万吨的复合肥装置一套，年产 30 万吨的复合肥装置两套，并都于 07 年 5 月之前达产达标。产能扩张和行业在 05 年-07 年处于景气上行周期相叠加是公司近年来经营业绩增长的主要因素。由于区域内市场格局未发生重大变化，预计公司 09 年产能不会有大的突破，业绩将伴随行业景气周期下行有所下滑。

近年公司产品产销量

销量（万吨）	05 年	06 年	07 年	08 年 1H
复合肥	27.19	34.59	46.8	20.74
纯碱	26.53	28.91	40.3	24.88
尿素	7.91	19.14	37.8	16.04
氯化铵	18.68	20.97	28.27	18.69
合成氨	2.91	5.32	0.04	0
甲醇	0.53	3.02	5.53	2.94
产量（万吨）				
复合肥	29.61	32.78	48.93	20.62
纯碱	26.64	29.18	40.21	25.08
尿素	7.92	19.68	39.03	19.68
氯化铵	30.67	32.54	46.58	28.68
合成氨	18.01	28.29	31.96	17.45
甲醇	0.56	2.99	5.51	2.94

资料来源：公司公告 东吴证券

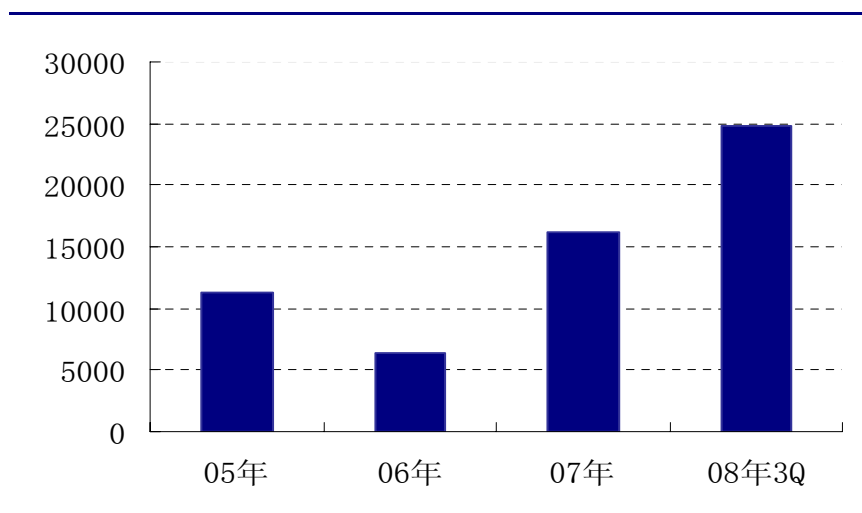
近年来分产品收入

产品	05 年		06 年		07 年		08 年 1H	
	收入（万元）	占营业收入比例（%）	收入（万元）	占营业收入比例（%）	收入（万元）	占营业收入比例（%）	收入（万元）	占营业收入比例（%）
复合肥	40452.79	36.29	50714.39	33.85	81507.17	35.87	46666.09	31.37
尿素	11975.04	10.74	30445.31	20.32	61196.37	26.93	27690.37	18.61
纯碱	33371.41	29.93	32950.24	22	51481.69	22.65	40953.1	27.53
甲醇	895.55	0.8	6863.73	4.58	13384.92	5.89	8539.37	5.74
氯化铵	14166.73	12.71	10192.46	6.8	16380.14	7.21	17796.21	11.96
合成氨	4904.98	4.4	10237.19	6.83	80.85	0.04	0	0
其他	5719.19	5.13	8416.42	5.62	3215.33	1.41	7107.94	4.78
合计	111485.69	100	149819.73	100	227246.47	100	148753.08	100

资料来源：公司公告 东吴证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

近年公司净利润情况：



资料来源：公司年报 东吴证券

多元化和区域化是公司主要优势。公司的产品涉及化肥和纯碱两个行业，化肥产品和纯碱产品在工艺线路上有一定的关联性，相对于大多数单一生产化肥产品或纯碱产品的公司，公司产品的多元化，使得公司可以根据两个行业市场的各自特点和变化，合理安排公司的产品结构，提高公司的盈利水平和经营稳定性。公司地处中国长三角地区，是长三角地区重要的化肥和纯碱生产企业，07年公司复合肥和尿素产量为江苏省第一位，纯碱产量为江苏省第三位，具有区域规模优势。公司产品的市场苏浙沪三地是中国工农业相当发达的地区，工业化程度较高，对合成氨、化肥和纯碱的使用量较大，对商品合成氨的年需求量约 60 万吨、尿素年需求量 500 万吨、纯碱年需求量约 400 万吨，江苏及附近地区的生产企业还不能满足本地区的需求，因此，需要外地合成氨、尿素和纯碱等的输入才能满足要求。相对于区域外的竞争者，公司由于地理位置贴近市场，且在同等成本条件下，较低的运输成本增强了公司产品在市场上的竞争能力。目前，公司的主要经营战略为立足区域市场，抓牢区域市场。一方面，作为区域内的龙头企业，公司密切关注区域外企业的进入，在区域外产品进入影响到公司产品销售时凭借较低运输成本压低产品价格将其挤出。另一方面，及时掌握区域内企业经营情况，随时准备填补区域内企业由于经营困难空出的市场份额，公司在区域市场内的主要竞争对手昆山化肥厂和龙山化工厂目前经营状况都不如公司，开工率仅为 50%左右，其中昆山化肥厂还面临搬迁的困难，若市场维持较长时间不景气，公司将有机会凭借规模优势和资金充足优势挤占市场份额，实现区域市场整合。

财务分析：

公司重要财务指标：

	财务指标	05 年	06 年	07 年	08 年 3Q
盈利能力	ROE	31.64	15.03	21.07	16.51
	毛利率	23.85	15.53	18.25	22.23
偿债能力	流动比率	0.65	0.41	0.43	0.88
	速动比率	0.47	0.31	0.3	0.66
	资产负债率 (%)	79.4	83.15	70.57	54.49
营运能力	存货周转率	8.39	9.55	12.77	7.87
	应收账款周转率	14.64	14.93	24.53	26.55
成长能力	每股经营活动现金流	0.74	1.85	2.14	0.81
	EPS	0.76	0.42	1.08	1.23

资料来源：公司报告 东吴证券

公司最近三年主要是通过银行借款来建设新厂区扩大生产能力，因此公司的负债偏高，但公司 08 年公开发行股票成功，截至 2008 年 3 季度，公司资产负债率已下降为 54.49%，偿债能力指标得到改善。公司的存货周转率、应收账款周转率等营运指标保持了较好的水平，表明公司具有较高的经营能力。公司 ROE 指标基本维持在 15%以上、EPS 指标近年基本逐渐走高，显示了公司的较好盈利能力。

募集资金项目：

动力结构调整项目正在建设中。动力结构调整是国债项目，主要为扩建热电站工程。该项目是充分利用造气炉渣和煤末,进行能源二次综合利用,以满足公司生产发展所需的热能和部分电能的需求，项目建设规模是以公司所需的热负荷而定，采用化工生产的造气炉渣、白煤末和燃料煤进行掺烧，是以热定电、蒸汽梯级利用的热电联产项目。项目达产后预计将节约标准煤 9.19 万吨，节约成本 6000 万元。目前项目仍在建设中。

1000 吨/年固体硼氢化钠生产线技改项目将推迟。固体硼氢化钠 (NaBH₄) 是常用的络合型氢化物，是一种性能独特的还原剂和高贮氢密度材料，以其优良的还原性而著称。作为还原剂，硼氢化钠广泛地应用于医药、农药中间体的合成、有机化学品的纯化、纸浆的漂白脱墨、贵金属与重金属的回收及工业废水处理等诸多领域；作为贮氢材料，硼氢化钠单位质量的释氢量非常高，储运使用安全，是最有可能作为氢燃料电池的即时供应氢源，在乘客安全及公共安全、有效容积及整体设计方面比其它贮氢方法具有更大的优势。公司该项目与天津大学合作，

主要是通过将在其他行业已成功使用的新技术应用到固体硼氢化钠的生产工艺中，提高国内现有成熟固体硼氢化钠生产技术的生产效率和环保水平。天津大学享有该技术的专利申请权，公司具有免费享受使用该技术开发合同相关专利的权利。天津大学和本公司均不得在对方未知情下，单方将本技术转让给第三方，否则承担由此给对方造成的损失。双方同意转让时，须协商确定各自利益分配的比例。同时双方约定了保密条款，保密内容为该合同相关的所有技术秘密；涉密人员范围为所有涉及到本技术秘密的人员；保密期限为十年；保密责任为泄密方承担给对方造成的所有损失。公司从目前市场情况和自身发展部署出发，决定将该项目推迟。

环保无隐忧。公司主要从事纯碱和农用化肥的生产，主要污染源为合成氨、复合肥、联碱、尿素等产品生产过程中产生的废水，其成分主要为氨氮、CODcr、SS 及挥发酚等污染物。公司生产过程中产生的废水经各区域统一收集后送污水处理站，采用活性污泥生化法处理达标后才进行排放。公司在生产经营中一直认真执行国家和地方有关环境保护法规，2004 年通过了环境/职业健康体系的认证。2005 年获“国家一陶氏清洁生产合作示范项目的优秀企业”称号，同时公司还多次获得国家化工部“环境保护先进集体”、“清洁文明工厂”等荣誉称号。现公司建有活性污泥生化法水处理系统、合成氨水循环系统、联碱水循环系统、造气污水闭路循环系统，配备专职人员负责督促、检查各类环保设施的运行和监测处理结果，具备比较完善的环境保护管理制度，生产经营符合国家和地方有关环境保护法规的要求。公司还与德国林德集团合作成立了林德华昌气体有限公司，林德集团全球领先的气体 and 工程集团，业务遍及全球 73 个国家，2006 全球业务收入超过 120 亿欧元，林德集团的战略以收益型成长和通过前瞻性的产品和服务不断拓展国际业务为重点。公司与其合作将公司生产过程中产生的废弃二氧化碳转变为食品级二氧化碳，目前合资公司经营状况良好。

公司有资本扩张的需求。公司目前在区域市场内的领先地位已经确立。但近年来上游煤炭等原料价格涨幅较大，同时，一些上游企业开始将产业链向下游延伸，例如公司煤炭的主要供应商阳煤集团和晋煤集团近年来陆续收购了多家下游化肥生产企业，一旦上下游产业链打通，将凭借较长产业链获取比单纯化肥生产企业

更大的竞争优势，并且公司还将在原材料采购方面可能受到限制。为了应对将来可能会出现的那种对公司不利的局面，公司也有了初步的规划和设想，可以概括为“走上游，走下游，自力更生”这三条路。走上游就是指在公司市场价格和生产经营状况最好的时候向上游企业转让股权。走下游就是和下游流通领域实力厂商或大农资社合作，向流通领域渗透，公司介绍已经和中化国际有过初步接触。自力更生就是指公司抓紧积累实力，尽快做大做强，公司计划时机成熟将上马壳牌粉煤炉，将公司原料煤由块煤改为粉煤，设备大约需要 15 亿元。可以看出，这三条路都需要提高企业市场价值，扩充企业资本实力，可以说公司未来的发展思路决定公司未来必然将紧密借助于资本市场，而公司目前总股本仅有 2 亿股，资本规模偏小，有资本扩张的需要。

盈利预测。公司业绩快报公布公司 08 年加权每股收益为 1.24 元，基本每股收益为 1.00 元，每股净资产为 7.25 元，净资产收益率为 13.85%，实现营业收入 291163.87 万元，同比增长 28.13%，净利润 20196.93 万元，同比增长 24.22%。考虑公司所处行业整体情况以及公司刚完成一轮产能扩张，我们认为公司未来两年增长将放缓，预计公司 09 年业绩将会有所下滑，每股收益为 0.92 元。目前股价对应 08 年、09 年的市盈率为 20.25 倍和 22.01 倍，与同类上市公司相比，估值基本合理。但公司每股净资产较高，股本较低，且有资本扩张的意愿，建议关注年报可能送转带来的阶段性炒作机会。

利润预测表

	2007A	2008E	2009E
利润表 (单位: 百万元)			
一、营业总收入	2272	2912	2562
二、营业总成本	2087	2654	2335
营业成本	1858	2362	2075
营业税金及附加	3	6	5
销售费用	70	94	96
管理费用	72	111	92
财务费用	84	81	67
资产减值损失		0.00	0.00
三、其他经营收益			
投资净收益		0.00	0.00
四、营业利润	187	258	227
加: 营业外收入		0.00	0.00
减: 营业外支出	3	0.00	0.00
其中: 非流动资产处置净损失		0.00	0.00
五、利润总额	184	258	227
减: 所得税	21	56	42
六、净利润	163	202	185
减: 少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润	163	202	185
七、每股收益:			
基本每股收益(元)	1.08	1.00	0.92

数据来源: 东吴证券研究所

上市公司估值数据

	股价	每股收益			市盈率		
		2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
双环科技	7.95	0.2	0.4	0.36	39.75	19.88	22.08
三友化工	5.4	0.55	0.22	0.24	9.82	24.55	22.5
山东海化	6.86	0.42	0.44	0.41	16.33	15.59	16.73
湖北宜化	13.45	0.72	0.68	0.65	18.68	19.78	20.69
华鲁恒升	12.99	0.65	0.77	0.73	20.3	16.87	17.79
柳化股份	10.2	0.64	0.52	0.55	15.94	19.62	18.55
华昌化工	20.25	1.08	1.00	0.92	18.75	20.25	22.01

资料来源: 东吴证券

免责声明

本报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该类信息的准确性或完整性。本公司<http://www.gs jq.com.cn>网站刊载的完整报告为准。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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

强于大市：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-10% ~+10%之间；

弱于大市：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 10%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州

苏州市阊胥路 257 号

邮政编码：215008

传真：（0512）87668390

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>