

农药

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 10.10元

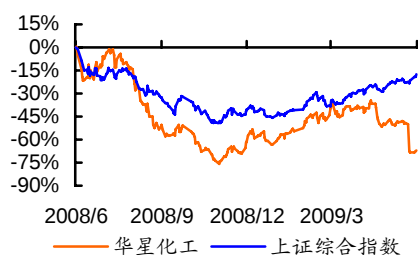
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2778.59
总股本(百万)	245
流通股本(百万)	188
流通市值(亿)	19
EPS (TTM)	0.55
每股净资产(元)	2.76
资产负债率	47.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华星化工	0.03	-17.51	30.74
上证综合指数	12.15	34.14	41.37



相关报告

华星化工

002018

强烈推荐

政府支持, 迅速扩张

我们近日对公司进行了调研, 就公司目前的运营状况进行了交流, 针对目前公司所面临的发展机遇进行了探讨, 并实地考察了公司购买的地块和新老厂房的地理位置, 对公司未来房地产的收益进行了分析。

投资要点:

- **公司搬迁获得较多土地收益。**公司将位于旅游景点霸王祠附近的老厂区整体搬迁至新设立的安徽省精细化工基地, 当地政府在基地内提供 1500 亩土地用于公司新上项目和老厂区搬迁。并且新厂区 1500 亩土地的规费县级收取部分一律减免。老厂区将更改为商业用地, 开发收益将用于支付公司的搬迁支出, 开发过程中, 县级收取的规费也一律减免。
- **公司搬迁对公司生产没有影响, 并还有诸多益处。**搬迁过程中, 实行逐步搬迁的措施, 公司的生产不会受到任何影响, 并且搬迁有利于减少公司的重复建设, 合理使用公共设施, 降低运行成本。目前建设费用较低, 要比正常年份降低 1/3, 并且建新厂购买设备还可以抵扣相应的产品增值税, 产生较多的收益。
- **公司房地产业务的拿地成本很低, 将会有较多收益。**公司以现金方式出资设立全资子公司——和县华星房地产开发有限公司, 该子公司以人民币 4,620 万元的低价竞买到和县经济开发区的两宗地块土地使用权 150 亩, 进行房地产的合作开发运营, 地块位置优越, 我们初步测算开发完成后公司将会有两亿多元的收益。
- **公司进一步打造完整产业链, 向基础原料延伸, 不但降低成本, 也将会有稳定收益。**公司上马 30 万吨离子膜烧碱项目 (一期 10 万吨) 是着眼于自身的生产需求和整个精细化工基地的政府规划, 公司的产品链将更加完整, 一期 10 万吨产能将会在基地内得到消化, 二期和三期开发将随需求而定。该基地依南京傍长江, 位置优越, 企业入驻速度很快, 因此一期项目几乎没有风险, 并将会有稳定收益。
- **公司产销量正常, 草甘膦价格有望下半年得到突破。**公司目前满负荷运转, 虽然目前公司草甘膦价格仅有 22500 元/吨, 但是公司仍能维持 13% 左右的毛利, 公司下半年亚氨基二乙腈项目投产后, 将会大大降低原料成本, 从国外搜集的信息来看, 下半年国际草甘膦价格将会冲高, 会为公司贡献一定业绩。
- **强烈推荐评级。**我们预计公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.45、1.09 和 1.52 元, 公司盈利空间弹性很大, 未来两年仍将保持快速增长势头, 后期土地开发也必将会有较多收益, 因此给予 10 年 17 倍的 PE, 未来 6-12 个月目标价为 19 元, 能够达到公司股权激励的行权价位 18.41 元, 首次给予强烈推荐评级。

风险提示: 政府对公司的政策性支持存在一些风险

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1382	908	1704	2502
同比(%)	63%	-34%	88%	47%
归属母公司净利润(百万元)	182	111	268	372
同比(%)	167%	-39%	142%	39%
毛利率(%)	32.7%	24.8%	26.5%	25.4%
ROE(%)	26.9%	14.4%	26.4%	28.0%
每股收益(元)	0.74	0.45	1.09	1.52
P/E	13.43	22.08	9.14	6.57
P/B	3.62	3.17	2.41	1.84
EV/EBITDA	9	16	8	6

资料来源: 中投证券研究所

盈利预测假设条件分析:

(1) 由于公司将改变公开增发为定向增发以便尽快募集资金, 草甘膦的 2 万吨技改项目和重庆亚氨基二乙腈项目会加快施工进度, 预计草甘膦 10 年和 11 年产销量能够达到 2.3 万吨和 2.6 万吨; 亚氨基二乙腈 10 年和 11 年产销量能够达到 2.8 万吨和 3.4 万吨。

(2) 今年上半年草甘膦价格低迷, 主要是国外草甘膦库存较多, 在国外的库存消化完成后, 预计下半年需求将会有所反弹, 伴随着油价冲高, 预计草甘膦 09 年均价能够达到 2.75 万元/吨, 10 年和 11 年分别达到 3 万元/吨和 3.1 万元/吨。

(3) 目前亚氨基二乙腈的价格为 9000 元/吨, 成本在 7000 元/吨, 天然气的成本价在 1.35 元/立方, 随着油价的冲高, 天然气制法的成本优势也逐渐明显, 虽然国内天然气也将涨价, 但是主要针对非常低价的化肥用气, 因此我们假设 10 年和 11 年达到 9500 元/吨, 毛利率为 28% 左右。

(4) 公司的氯碱项目不生产 PVC, 主要生产烧碱和液氯等基础化工原料, 主要是为政府规划的精细化工基地配套, 一期 10 万吨有望 11 年初投产, 因多为基地内的企业消耗, 因此可以带来较稳定的收益。假设烧碱价格为 2800 元/吨, 毛利率为 18%。

表 1: 公司分产品盈利预测分析

名称	2008	2009E	2010E	2011E
草甘膦 (万吨)	1.50	1.50	2.30	2.60
价格 (元/吨)	67,400	27,500	30,000	31,000
销售收入(万元)	101,145	41,250	69,000	80,600
毛利率 (%)	34.26%	25.00%	27.00%	27.00%
双甘膦 (万吨)		0.70	2.00	4.00
价格 (元/吨)		12,500	15,000	15,000
销售收入(万元)		8,750	30,000	60,000
毛利率 (%)		18.00%	25.00%	25.00%
亚氨基二乙腈 (万吨)			2.80	3.40
价格 (元/吨)			9,500	9,500
销售收入			26,600	32,300
毛利率 (%)			28.00%	28.00%
烧碱 (万吨)				10.00
价格 (元/吨)				2,800
销售收入				28,000
毛利率 (%)				18.00%
其他产品(万元)	37,055	40,761	44,837	49,320
毛利率 (%)	28.44%	26.00%	26.00%	26.00%
主营业务收入 (万元)	138,200	90,761	170,437	250,220
毛利率 (%)	32.7%	24.77%	26.54%	25.45%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

强烈推荐评级。我们在未来两年没有考虑土地开发收益的情况下，预计公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.45、1.09 和 1.52 元，公司盈利空间弹性很大，未来两年仍将保持快速增长势头，后期土地开发也必将会有较多收益，因此给予 10 年 17 倍的 PE，未来 6-12 个月目标价为 19 元，能够达到公司股权激励的行权价位 18.41 元，我们预计公司将会有行权动力，首次给予强烈推荐评级。

表 2: 盈利预测

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1382	908	1704	2502
同比(%)	63%	-34%	88%	47%
归属母公司净利润	182	111	268	372
同比(%)	167%	-39%	142%	39%
毛利率(%)	32.7%	24.8%	26.5%	25.4%
ROE(%)	26.9%	14.4%	26.4%	28.0%
每股收益(元)	0.74	0.45	1.09	1.52
P/E	13.43	22.08	9.14	6.57
P/B	3.62	3.17	2.41	1.84
EV/EBITDA	9	16	8	6

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度		2008	2009E	2010E	2011E	会计年度		2008	2009E	2010E	2011E	会计年度		2008	2009E	2010E	2011E		
流动资产		624	438	739	1050	营业收入		1382	908	1704	2502	营业收入		1382	908	1704	2502		
现金		89	89	89	89	营业成本		931	683	1252	1866	营业成本		931	683	1252	1866		
应收账款		123	86	170	245	营业税金及附加		5	2	5	7	营业税金及附加		5	2	5	7		
其它应收款		4	6	9	13	营业费用		58	48	86	124	营业费用		58	48	86	124		
预付账款		44	32	65	95	管理费用		40	30	55	80	管理费用		40	30	55	80		
存货		357	221	398	597	财务费用		36	30	30	30	财务费用		36	30	30	30		
其他		7	4	8	12	资产减值损失		100	4	4	4	资产减值损失		100	4	4	4		
非流动资产		661	811	1017	1217	公允价值变动收益		0	0	0	0	公允价值变动收益		0	0	0	0		
长期投资		62	33	41	42	投资净收益		-4	0	0	0	投资净收益		-4	0	0	0		
固定资产		535	678	843	1015	营业利润		208	110	271	390	营业利润		208	110	271	390		
无形资产		22	25	27	31	营业外收入		2	18	36	36	营业外收入		2	18	36	36		
其他		42	75	107	127	营业外支出		3	2	2	2	营业外支出		3	2	2	2		
资产总计		1285	1249	1757	2267	利润总额		207	126	305	424	利润总额		207	126	305	424		
流动负债		592	535	860	1115	所得税		25	15	37	52	所得税		25	15	37	52		
短期借款		98	204	299	333	净利润		182	111	268	372	净利润		182	111	268	372		
应付账款		124	84	165	247	少数股东损益		0	-0	0	-0	少数股东损益		0	-0	0	-0		
其他		370	247	396	534	归属母公司净利润		182	111	268	372	归属母公司净利润		182	111	268	372		
非流动负债		16	-57	-118	-178	EBITDA		278	152	316	439	EBITDA		278	152	316	439		
长期借款		3	-57	-118	-178	EPS（元）(摊薄)		0.74	0.45	1.09	1.52	EPS（元）(摊薄)		0.74	0.45	1.09	1.52		
其他		13	-0	-0	0														
负债合计		608	478	743	937	主要财务比率													
少数股东权益		0	0	0	0	会计年度		2008	2009E	2010E	2011E	会计年度		2008	2009E	2010E	2011E		
股本		163	245	245	245	成长能力													
资本公积		185	104	104	104	营业收入		62.9%	-34.3%	87.8%	46.8%	营业收入		62.9%	-34.3%	87.8%	46.8%		
留存收益		328	422	665	981	营业利润		160.5%	-47.1%	146.9%	43.8%	营业利润		160.5%	-47.1%	146.9%	43.8%		
归属母公司股东权益		677	771	1014	1329	归属于母公司净利润		167.1%	-39.2%	141.7%	39.1%	归属于母公司净利润		167.1%	-39.2%	141.7%	39.1%		
负债和股东权益		1285	1249	1757	2267	获利能力													
						毛利率		32.7%	24.8%	26.5%	25.4%	毛利率		32.7%	24.8%	26.5%	25.4%		
						净利率		13.2%	12.2%	15.7%	14.9%	净利率		13.2%	12.2%	15.7%	14.9%		
						ROE		26.9%	14.4%	26.4%	28.0%	ROE		26.9%	14.4%	26.4%	28.0%		
						ROIC		30.1%	14.3%	23.2%	25.9%	ROIC		30.1%	14.3%	23.2%	25.9%		
						偿债能力													
						资产负债率		47.3%	38.2%	42.3%	41.3%	资产负债率		47.3%	38.2%	42.3%	41.3%		
						净负债比率		32.75%	45.62%	35.31%	24.87%	净负债比率		32.75%	45.62%	35.31%	24.87%		
						流动比率		1.05	0.82	0.86	0.94	流动比率		1.05	0.82	0.86	0.94		
						速动比率		0.29	0.29	0.27	0.26	速动比率		0.29	0.29	0.27	0.26		
						营运能力													
						总资产周转率		1.18	0.72	1.13	1.24	总资产周转率		1.18	0.72	1.13	1.24		
						应收账款周转率		13	8	12	11	应收账款周转率		13	8	12	11		
						应付账款周转率		9.30	6.55	10.07	9.05	应付账款周转率		9.30	6.55	10.07	9.05		
						每股指标（元）													
						每股收益(最新摊薄)		0.74	0.45	1.09	1.52	每股收益(最新摊薄)		0.74	0.45	1.09	1.52		
						每股经营现金流(最		0.48	0.87	0.95	1.36	每股经营现金流(最		0.48	0.87	0.95	1.36		
						每股净资产(最新摊		2.76	3.15	4.14	5.43	每股净资产(最新摊		2.76	3.15	4.14	5.43		
						估值比率													
						P/E		13.43	22.08	9.14	6.57	P/E		13.43	22.08	9.14	6.57		
						P/B		3.62	3.17	2.41	1.84	P/B		3.62	3.17	2.41	1.84		
						EV/EBITDA		9	16	8	6	EV/EBITDA		9	16	8	6		
现金流量表					单位: 百万元														
会计年度		2008	2009E	2010E	2011E	会计年度		2008	2009E	2010E	2011E	会计年度		2008	2009E	2010E	2011E		
经营活动现金流		119	212	232	333	经营活动现金流		119	212	232	333	经营活动现金流		119	212	232	333		
净利润		182	111	268	372	净利润		182	111	268	372	净利润		182	111	268	372		
折旧摊销		34	12	15	18	折旧摊销		34	12	15	18	折旧摊销		34	12	15	18		
财务费用		36	30	30	30	财务费用		36	30	30	30	财务费用		36	30	30	30		
投资损失		4	0	0	0	投资损失		4	0	0	0	投资损失		4	0	0	0		
营运资金变动		-205	86	-138	-149	营运资金变动		-205	86	-138	-149	营运资金变动		-205	86	-138	-149		
其它		67	-27	57	61	其它		67	-27	57	61	其它		67	-27	57	61		
投资活动现金流		-121	-184	-221	-217	投资活动现金流		-121	-184	-221	-217	投资活动现金流		-121	-184	-221	-217		
资本支出		102	210	210	210	资本支出		102	210	210	210	资本支出		102	210	210	210		
长期投资		-21	-29	8	1	长期投资		-21	-29	8	1	长期投资		-21	-29	8	1		
其他		-40	-3	-3	-5	其他		-40	-3	-3	-5	其他		-40	-3	-3	-5		
筹资活动现金流		-85	-28	-11	-116	筹资活动现金流		-85	-28	-11	-116	筹资活动现金流		-85	-28	-11	-116		
短期借款		-68	106	96	34	短期借款		-68	106	96	34	短期借款		-68	106	96	34		
长期借款		-60	-60	-60	-60	长期借款		-60	-60	-60	-60	长期借款		-60	-60	-60	-60		
普通股增加		38	82	0	0	普通股增加		38	82	0	0	普通股增加		38	82	0	0		
资本公积增加		-37	-82	0	0	资本公积增加		-37	-82	0	0	资本公积增加		-37	-82	0	0		
其他		42	-73	-47	-90	其他		42	-73	-47	-90	其他		42	-73	-47	-90		
现金净增加额		-87	0	-0	0	现金净增加额		-87	0	-0	0	现金净增加额		-87	0	-0	0		

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、诺普信、兴化股份、云天化、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434