

华星化工(002018) 2009-8-24



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

草甘膦价格低迷拖累公司业绩

——中报点评

事件:

公司近日公布了2009 年中报, 报告显示上半年公司实现营业收入4.33亿元, 同比下降53.14%; 实现归属于母公司所有者的净利润0.39亿元, 同比下降75.25%; 实现每股收益0.16元。

要点:

- **产品价格下滑导致上半年业绩同比降幅明显。**报告期内, 公司营业收入和净利润等指标均出现下滑, 主要原因是受金融危机影响, 公司主要产品草甘膦销售价格大幅下降。草甘膦上半年销售均价约为2.19万元/吨, 而去年同期该产品销售均价约为8.21万元/吨, 下降了73.33%, 影响了公司的整体业绩。
- **内销有所增加, 但出口大幅减少。**公司产品大部分用来出口, 08年年报显示, 公司出口收入占比达到77.38%, 危机爆发以来, 出口受到很大影响。中报显示今年上半年出口收入从去年同期的8亿元降到2.2亿元, 降幅达到72.5%, 出口收入占比也下滑至51%。出口收入的大幅减少是公司业绩下滑的主要原因。
- **回暖苗头明显, 二季度业绩环比上升。**虽然因为产品价格大幅下跌造成同比业绩出现下滑, 但环比来看, 公司回暖苗头比较明显。二季度主营业务实现销售收入2.9亿元, 环比上升110%; 实现净利润0.33亿元, 环比上升395%; 二季度实现EPS近0.13元, 而一季度为0.04元, 环比上涨225%, 二季度业绩向好的主要原因是需求出现回暖迹象, 销量上升明显。
- **给予“推荐”评级。**我们认为随着国外经济状况的好转, 逐步回升的出口有望拉动公司未来业绩, 我们给以“推荐”评级。

重要财务指标				
单位: 百万元				
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1382	940	1786	2679
收入同比(%)	63%	-32%	90%	50%
归属母公司净利润	182	125	260	399
净利润同比(%)	167%	-32%	109%	53%
毛利率(%)	32.7%	27.0%	25.0%	25.0%
ROE(%)	26.9%	15.9%	25.5%	28.6%
每股收益(元)	0.74	0.51	1.06	1.63
P/E	14.95	21.86	10.46	6.82

评级: 推荐(首次)

当前价格: 11.12 元

2009.8.21

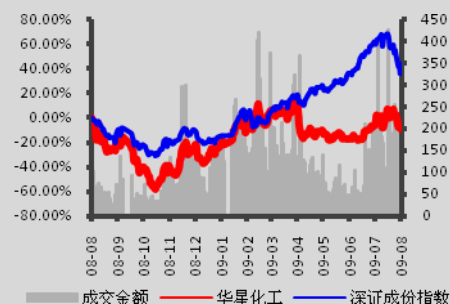
基础数据

总市值(亿元)	27.23
每股净资产(元)	2.89
总股本/流通A股(百万股)	244/188
净资产收益率(%)	5.66
流通市值(亿元)	20.87

交易数据

52周内股价区间(元)	4.71-13.45
静态市盈率(倍)	9.92
动态市盈率(倍)	22.24
市净率(倍)	3.85

52周内股价走势图



行业研究员 杜志强

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

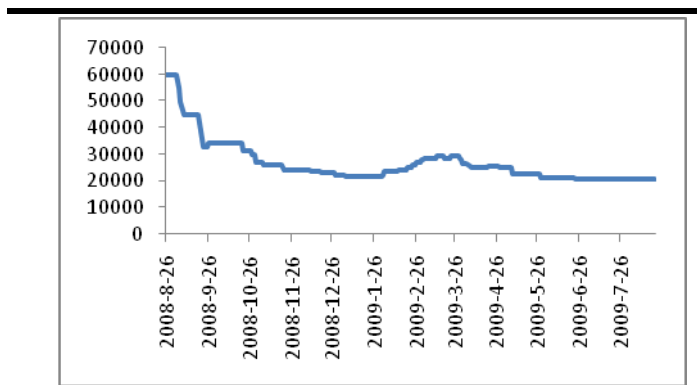
相关研究报告:

《2009 下半年投资策略: 强者恒强, 关注通胀预期下的资源类龙头》;
《华昌化工: 主营稳定提升业绩, 区位优势保证销量》;
《澳洋科技: 产品价格上涨利好有限, 业绩增长还看下游需求》;

1、上半年业绩同比出现大幅下滑。

1.1 主要产品价格大幅下跌

图一：草甘膦价格变化：元/吨

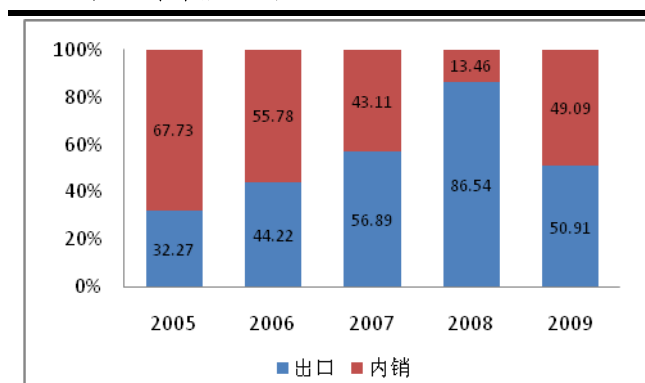


数据来源：爱建证券研究部

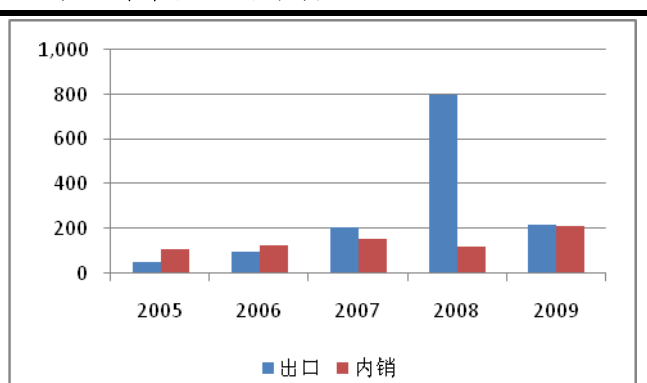
自危机爆发以来，公司主要产品草甘膦的价格出现了大幅回落，09年上半年销售实现均价约为2.19万元/吨，而去年同期该产品销售均价约为8.21万元/吨，下降了73.33%，公司业绩受到明显的拖累。

1.2 出口收入锐减带来的冲击较大

图一：半年报出口收入占比变化



图二：半年报出口与内销收入：百万



数据来源：爱建证券研究部

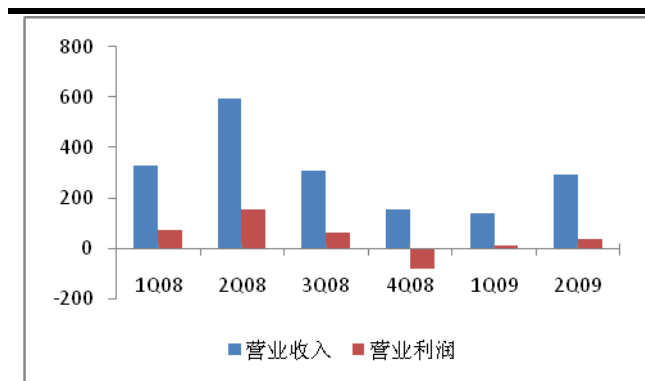
近几年来，公司产品主要面向国际市场，出口收入逐年增加，占总收入的比例也明显上升。08年年报显示，公司出口收入占比达到77.38%。危机爆发以来，国际经济陷入低谷，导致公司出口受到很大影响。今年中报显示上半年出口收入从去年同期的8亿元降到2.2亿元，降幅达到72.5%，出口收入占比也下滑至51%。出口收入的大幅减少也是公司业绩下滑的主要原因之一。

1.3 二季度业绩环比上升明显

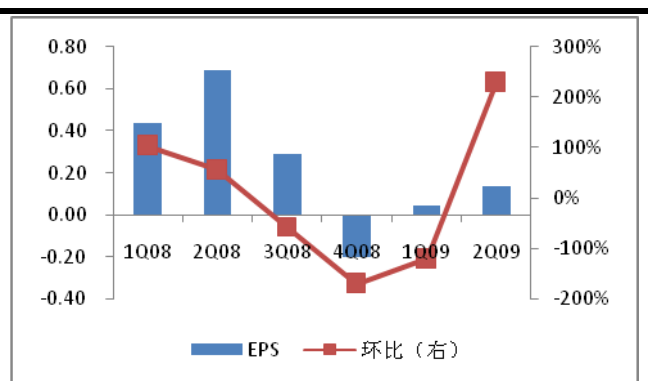
虽然因为产品价格大幅下跌造成同比业绩出现下滑，但环比来看，公司回暖苗头比较明显。二季度主营业务实现销售收入2.9亿元，环比上升110%；实现净利润0.33亿元，环比上升395%；二季度实现EPS近0.13元，而一季度为0.04元，环比上涨225%，二季度业绩向好

的主要原因是需求出现回暖迹象，销量上升明显。

图一：营业收入和营业利润环比变化



图二：单季 EPS 变化：



数据来源：爱建证券研究部

2、未来经营策略

此次危机给公司的正常经营带来非常大的冲击，同时也让公司管理层认识到之前的经营策略有很多需要改善的地方。

2.1 保证出口基础上，大力开拓国内市场

公司此次受危机影响较大，一个主要原因是公司近几年一直坚持以出口为主的经营策略，经历了这一轮冲击后，公司意识到国内市场的重要性，而且随着十七届三中全会对农村土地流转的重视，国内农业有望得到进一步发展，因此公司未来从重视出口逐步转变为在保证原有出口规模的基础上，大力开拓国内市场，提高国内市场占有率。

2.2 提高技术含量，增加产品附加值

草甘膦原药价格受国际影响明显，波动性较大，市场风险也比较大，而草甘膦制剂直接面对国内外终端客户，价格相对稳定，而且附加值较高。公司未来经营的重点是一方面不断加大技术创新力度，提高产品的技术含量，继续稳固行业龙头地位；另一方面向下游制剂转移，增加产品附加值，以抵御产品价格波动的风险。

2.3 打造完整产业链

公司在开发下游制剂、涉足下游产业链的同时，也向上游基础原料延伸，以图降低成本，打造完善的产业链，稳定经营收益。公司在化工基地内上马的30万吨离子膜烧碱项目，一方面满足自身的生产需求，另一方面使公司产业链更加完善，其中一期10万吨产能将会在基地内得到消化，二期和三期开发将随市场状况而定。依托基地良好的配套设施以及优越的地理优势，因此一期项目几乎没有风险，并将会有稳定收益。

3、盈利估值及评级

我们预计公司09、10、11年的EPS分别为0.51、1.06和1.63元，随着产业链逐步完善，公司未来仍将保持较快增长势头，首次给予“推

荐”评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	624	890	1157	1769	营业收入	1382	940	1786	2679
现金	89	439	471	807	营业成本	931	686	1339	2009
应收账款	123	112	75	46	营业税金及附加	5	2	4	6
其他应收款	4	7	11	16	营业费用	58	46	85	126
预付账款	44	35	67	100	管理费用	40	36	65	94
存货	357	293	525	788	财务费用	36	32	25	17
其他流动资产	7	4	7	12	资产减值损失	100	10	5	5
非流动资产	661	607	592	583	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	62	35	35	35	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	535	531	525	518	营业利润	208	129	264	422
无形资产	22	21	20	19	营业外收入	2	15	35	35
其他非流动资产	42	20	12	10	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	1285	1497	1749	2351	利润总额	207	142	297	455
流动负债	592	701	717	947	所得税	25	17	36	55
短期借款	98	300	130	150	净利润	182	125	260	399
应付账款	124	93	172	201	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	370	307	415	596	归属母公司净利润	182	125	260	399
非流动负债	16	11	11	8	EBITDA	278	171	299	449
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.74	0.51	1.06	1.63
其他非流动负债	13	9	8	5					
负债合计	608	712	728	956	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	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%	-32.0%	90.0%	50.0%
留存收益	328	436	672	1047	营业利润	160.5%	-38.2%	105.0%	60.0%
归属母公司股东权益	677	785	1021	1395	归属于母公司净利润	167.1%	-31.6%	109.1%	53.3%
负债和股东权益	1285	1497	1749	2351	获利能力				
					毛利率 (%)	32.7%	27.0%	25.0%	25.0%
现金流量表					净利率 (%)	13.2%	13.2%	14.6%	14.9%
单位: 百万元					ROE (%)	26.9%	15.9%	25.5%	28.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	30.1%	21.4%	37.9%	53.1%
经营活动现金流	119	218	281	357	偿债能力				
净利润	182	125	260	399	资产负债率 (%)	47.3%	47.6%	41.6%	40.6%
折旧摊销	34	10	10	10	净负债比率 (%)	32.75%	49.54%	20.99%	18.08%
财务费用	36	32	25	17	流动比率	1.05	1.27	1.61	1.87
投资损失	4	0	0	0	速动比率	0.29	0.83	0.87	1.02
营运资金变动	-205	123	-11	-70	营运能力				
其他经营现金流	67	-72	-4	1	总资产周转率	1.18	0.68	1.10	1.31
投资活动现金流	-121	27	0	-0					

资本支出	102	0	0	0	应收账款周转率	13	7	18	41
长期投资	-21	-27	0	0	应付账款周转率	9.30	6.30	10.09	10.77
其他投资现金流	-40	0	0	-0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-85	105	-250	-21	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.51	1.06	1.63
短期借款	-68	202	-170	20	每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.89	1.15	1.46
长期借款	-60	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.76	3.20	4.17	5.70
普通股增加	38	82	0	0	估值比率				
资本公积增加	-37	-82	0	0	P/E	14.95	21.86	10.46	6.82
其他筹资现金流	42	-96	-80	-41	P/B	4.03	3.47	2.67	1.95
现金净增加额	-87	351	32	336	EV/EBITDA	10	16	9	6

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。