

华昌化工 (002274) 调研简报

行业底部，硼氢化钠 2010 年投产

推荐

首次评级

原材料/石油化工

2009 年 12 月 14 日

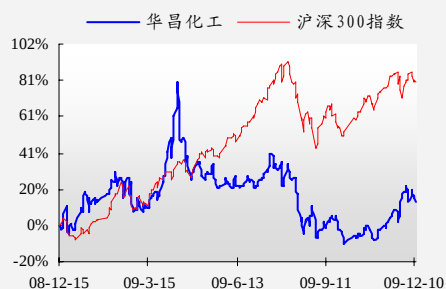
投资要点:

- 公司主营业务为尿素、复合肥和联碱。公司地处江苏张家港，主要原材料煤炭到厂价较高，导致产品成本较高。纯碱、尿素等产品单位价值低，对运输成本相对敏感，公司所在地靠近终端市场，区域内竞争对手少，这为公司留下了生存空间。
- 公司吨氨单耗水平在行业内处于优势地位。但是块煤价格上涨使得公司成本压力激增，上半年公司尿素产品的毛利率仅为 5.33%。为了降低成本，公司引进粉煤成型技术。预计粉煤技术将使吨尿成本明显下降。公司计划逐渐加大粉煤使用比例。
- 募投项目中的自建电厂预计在 2010 年中期投产，投产以后可满足公司用电量的 30%-40%。发电成本与公司现在使用的化肥计划电相仿。
- 硼氢化钠可能成为亮点。硼氢化钠可以作为还原剂，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。值得注意的是，硼氢化钠还可以作为储氢材料，具有单位质量的释氢量高，储运使用安全的特点。
- 行业已经差无可差，复苏预期明确。对比同行业上市公司，公司的估值相对较低。硼氢化钠项目成本有优势，静态分析 2010 和 2011 年可分别贡献 EPS0.15 元和 0.3 元，且有储氢材料概念，给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	296,391	30.43	20,213	24.32	1.24		14.5	
2009E	215,528	-27.28	-10,410	-151.42	-0.52		---	
2010E	240,923	11.78	5,079	-148.79	0.25		71.8	
2011E	248,487	3.14	13,259	161.03	0.66		27.2	

走势图



市场数据

2009-12-14

收盘价:	17.94 元
52 周最高价:	29.56 元
52 周最低价:	14.40 元
平均持仓成本:	18.63 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	20,113
流通 A 股 (万股):	20,113
每股收益 (元):	(0.44)
每股净资产 (元):	6.55
每股经营现金流 (元):	1.08
市净率:	2.74

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

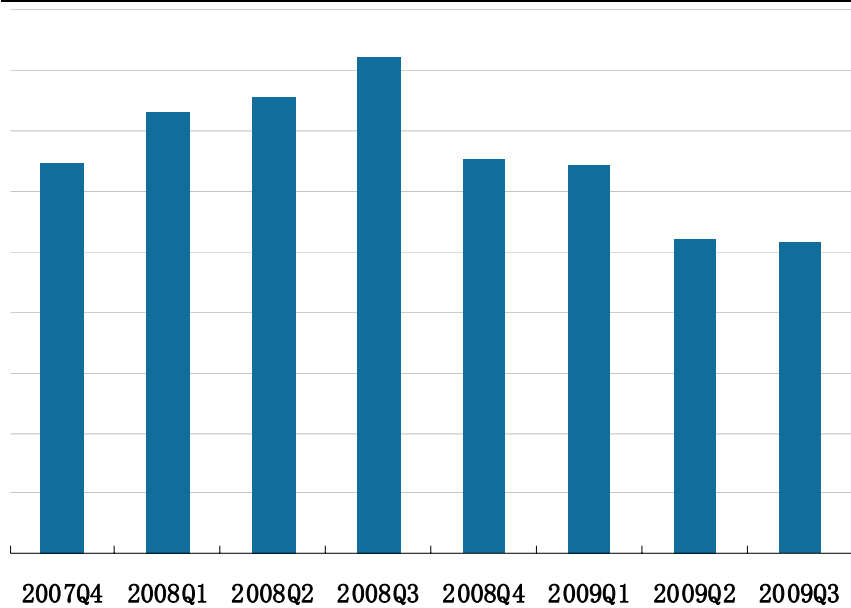
Email: shao_zhenhua@hotmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

从公司单季收入来看，基本与产品价格走势同步，即在下降周期中，公司的销售仍然通畅，销量变化不大，公司 2009 年纯碱销量同比还有增长。

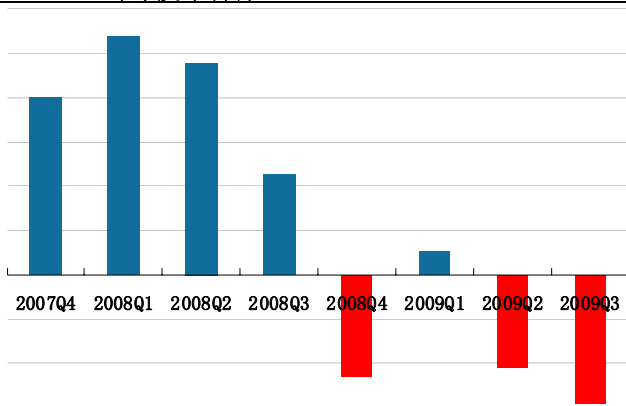
单季度收入



数据来源：Wind

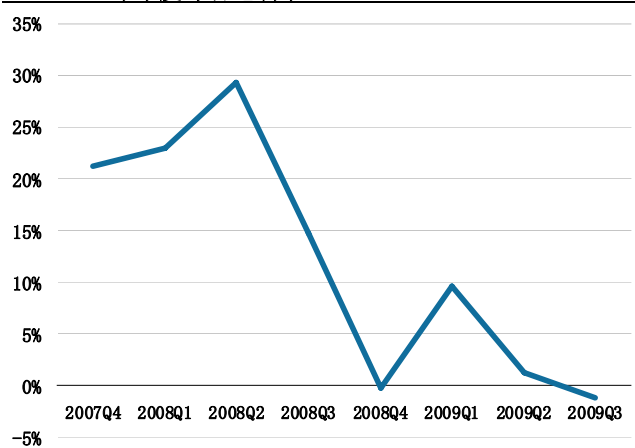
季度继续亏损。单季度毛利率在 2009 年一季度转正，二三季度一直下滑。结合公司的主营业务不难理解，纯碱价格自 2008 年四季度以来价格一直处于低位，化肥业务（尿素、氯化铵和复合肥）的盈利能力决定了公司总体的盈利。

单季度净利润



数据来源：Wind

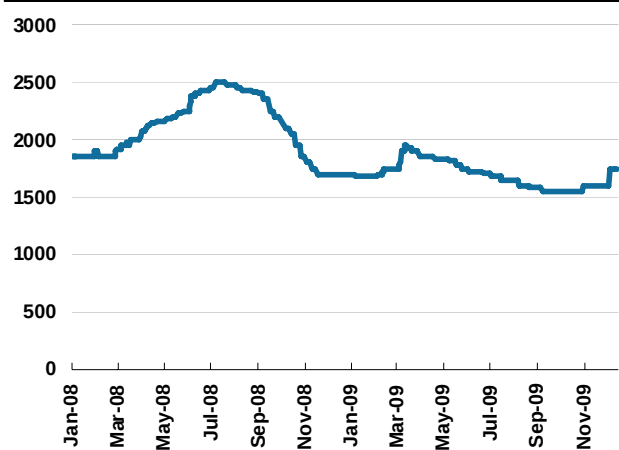
单季度综合毛利率



数据来源：Wind

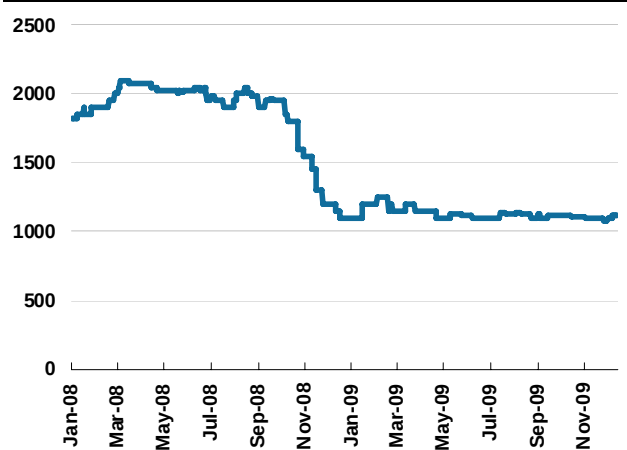
尿素价格近期有所反弹，纯碱价格仍处于底部。行业基本面已经差无可差，未来向好的预期非常明确。

尿素价格



数据来源：化工在线

纯碱价格



数据来源：化工在线

华昌化工有尿素和纯碱两大业务，选取了 2 家纯碱上市公司和 3 家尿素上市公司进行对比，华昌化工的估值相对便宜。

	TTM PE	2010E PE	PB
双环科技	(70.4)	44.2	2.7
山东海化	(9.1)	38.7	2.2
华昌化工	(26.7)	17.7	2.7
湖北宜化	370.7	21.1	5.4
华鲁恒升	33.2	20.1	4.4
鲁西化工	62.5	25.6	2.8

注：2010PE 直接来自 wind

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。