

分析师： 李兴 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

2010 年公司业绩拐点将现

事件描述

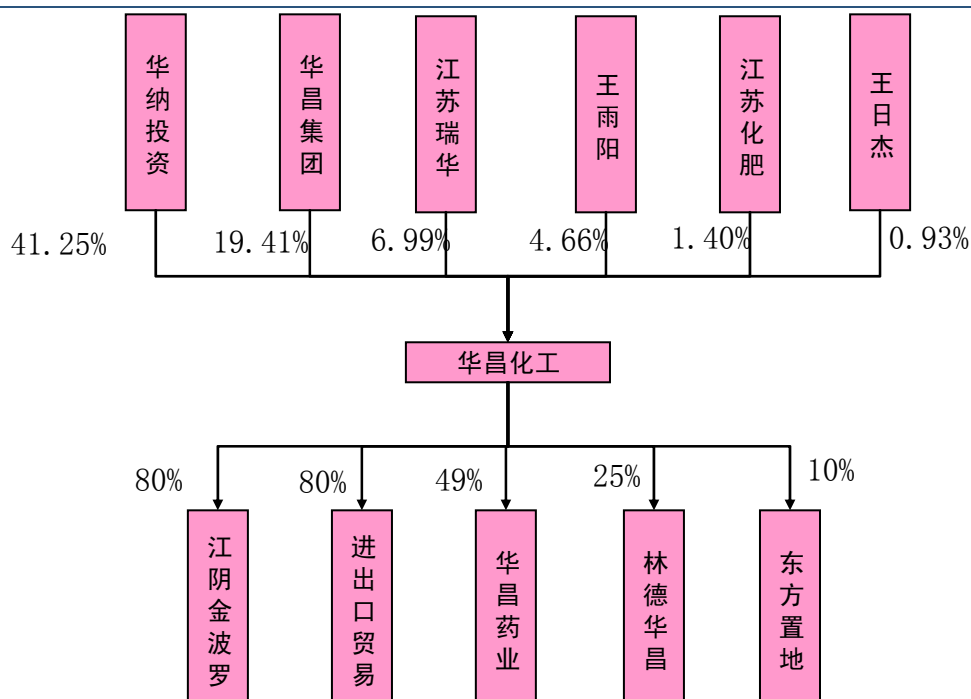
我们拜访了华昌化工，与公司高管就生产经营情况进行了交流。

事件评论

公司高管间接持有上市公司股份

公司大股东华纳投资主要从事投资业务，其股东为 167 名自然人，各股东的持股比例为 0.01%-7.35%不等。华昌化工现任董事、监事和高级管理人员不直接持有上市公司股份，但部分高管通过持有华纳投资而间接持有上市公司股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1: 公司高管及持有华纳投资股权情况

姓名	在华昌化工职务	持有华纳投资股份（万股）	占华纳投资注册资本比例（%）
朱郁健	董事长	120	5.88
胡波	董事、总经理	150	7.35
蒋晓宁	董事、副总经理、董秘	90	4.41
施仁兴	董事	90	4.41
周铭	董事	9	0.44
徐雨新	监事	60	2.94
沈国平	监事	12	0.59
周洪才	监事	5.7	0.28
范志祥	副总经理	90	4.41
张汉卿	副总经理	30	1.47
周如一	副总经理	49.2	2.41
叶伟年	财务负责人	30	1.47

资料来源：公司公告，长江证券研究部

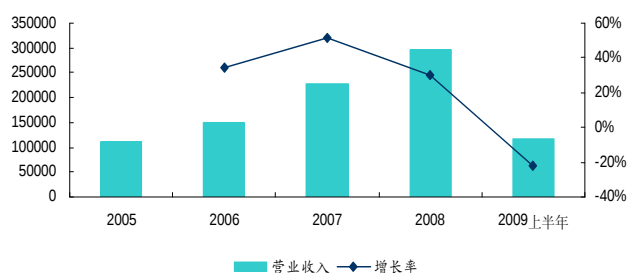
主营化肥和纯碱，未来进入精细化工领域

公司目前的主营产品包括尿素、复合肥、联碱（纯碱和氯化铵）、甲醇等。2005-2009 上半年，上述产品收入占总收入的比重一直在 90%左右。

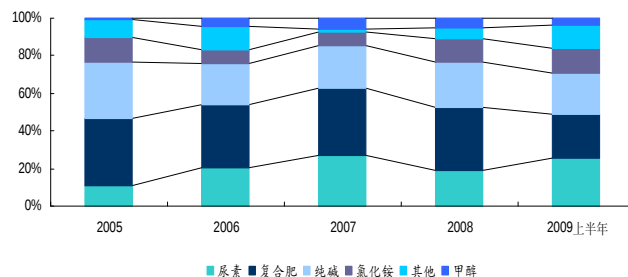
表 2: 公司主要产品产能统计（联碱实际产量可达 50 万双吨，硼氢化钠为投产后产能）

产品	合成氨	甲醇	尿素	联碱	复合肥	硼氢化钠
产能（万吨）	30	5	30	纯碱: 30 氯化铵: 33	80	1000 吨
公司股本（万股）	20113	20113	20113	20113	20113	20113
产能（吨）/万股	14.92	2.49	14.92	14.92	16.41	39.78
					0.05	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 公司营业收入（万元）以及增长率


资料来源：wind

图 3: 公司营业收入构成


资料来源：wind

公司未来有望进入精细化工领域。根据计划，公司的募投项目之一——硼氢化钠将于 2010 年上半年投产。作为性能独特的还原剂，硼氢化钠在制药等行业有广泛应用。另外，公司的 L-乳酸衍生品生产技术也已经中试完成。我们预计，未来精细化工产品将成为公司收入的重要组成部分。

2010 年公司型煤使用比例提高 合成氨和相关产品成本将下降

公司原先生产的合成氨全部采用块煤，为降低生产成本，公司目前正在逐渐提高型煤比例。我们预计，公司 2009 年型

煤的使用比例在30%-40%，2010年该比例将达到50%左右。

型煤使用比例的提高将带来公司合成氨成本的下降。如果合成氨全部采用块煤，按照1吨合成氨消耗1.2吨块煤和当前阳泉无烟中块765元/吨（不含税）计算，公司合成氨中煤炭成本为918元/吨；假设合成氨全部采用型煤，按照1吨合成氨消耗1.5吨型煤和当前阳泉无烟末煤525元/吨（不含税）计算，公司合成氨中煤炭成本为788元/吨；假设合成氨的其他成本不变，采用型煤合成氨成本将下降130元/吨左右。

公司产品成本也将随着合成氨成本下降而下降。假设每吨尿素和每双吨联碱分别耗用0.60和0.36吨合成氨，采用型煤生产合成氨后，公司每吨尿素和每双吨联碱成本分别下降78元/吨和47元/吨。假设2010年尿素和联碱销量分别为30万吨和50万吨，则公司成本将下降4690万元。

动力结构调整国债项目完工将进一步降低公司成本

作为募投项目之一，公司动力结构调整国债项目预计将于2010年5月份完工。该项目利用公司化工生产的造气炉渣、白粉末和燃料煤进行掺烧，可供热3,733,567 GJ/年，供电230,040,000kwh，该项目所产生的热和电全部提供给公司生产装置使用。综合来看，该装置的投产相当于为公司节约107158吨/年燃料煤。按照目前动力煤734.33元/吨计算，该项目将为公司节约成本7869万元/年。

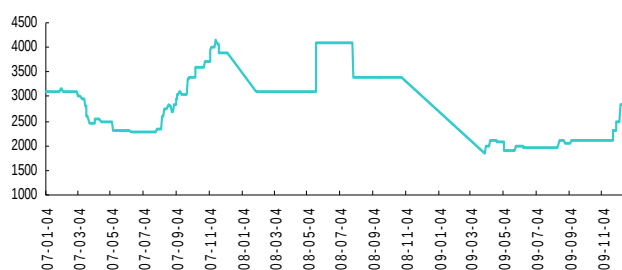
硼氢化钠项目将是公司未来2年业绩增长的助推器

根据公告，公司的硼氢化钠项目将于2010年6月建成。我们预计，2010年和2011年，公司硼氢化钠产量分别为400吨和900吨。按照16万元/吨的市场价格和9万元/吨的成本计算，2010年和2011年，硼氢化钠将为公司贡献毛利2800万元和6300万元。

盈利预测与投资建议

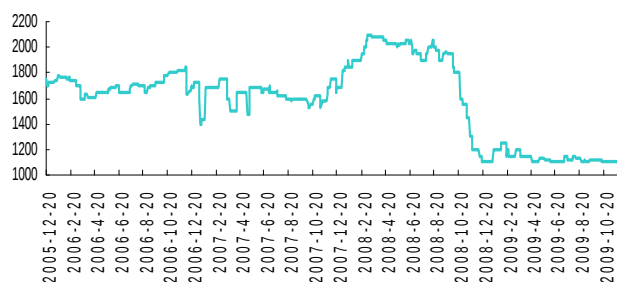
我们估计，公司2009-2011年每股收益分别为-0.51元、0.81元和1.04元。维持对公司的“推荐”评级。

图 4：公司精甲醇出厂价已经开始上涨（元/吨）



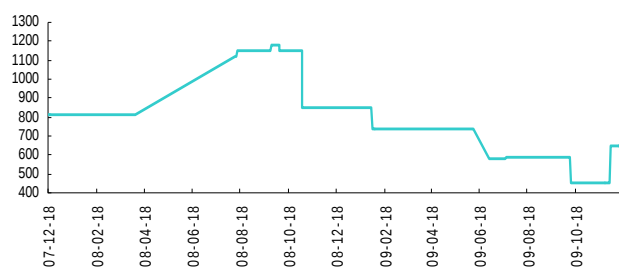
资料来源：长江证券研究部

图 5：纯碱提价刚刚开始（元/吨）



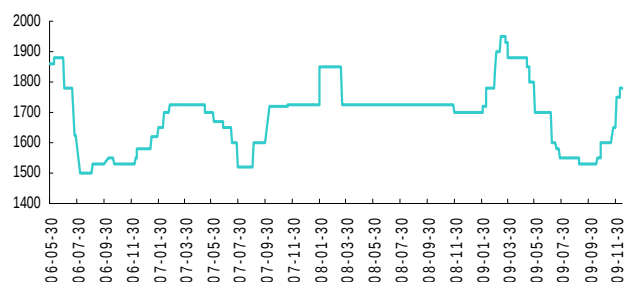
资料来源：化工在线，长江证券研究部

图 6：公司氯化铵出厂价已经走出底部（元/吨）



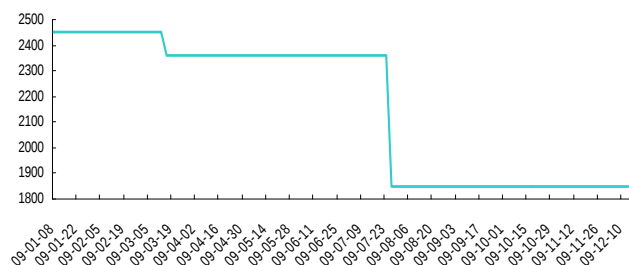
资料来源：长江证券研究部

图 7：公司尿素（小颗粒）出厂价已经接近 1800 元/吨



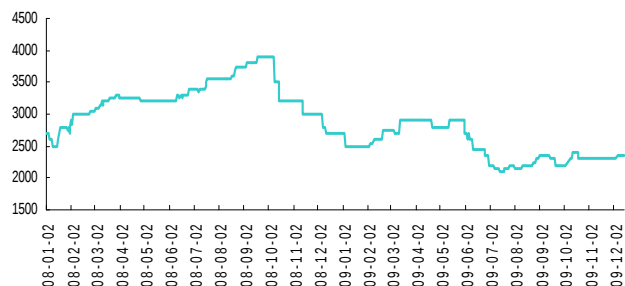
资料来源：化工在线，长江证券研究部

图 8：公司复合肥出厂价已在底部（元/吨）



资料来源：长江证券研究部

图 9：长三角液氨价格走势图（元/吨）



资料来源：化工在线，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2964	2043	2438	2552	货币资金	406	204	287	700
营业成本	2452	1941	2039	2050	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	512	102	399	501	应收账款	86	61	73	77
% 营业收入	17.3%	5.0%	16.4%	19.6%	存货	359	194	204	205
营业税金及附加	4	2	3	3	预付账款	64	68	71	72
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	103	61	72	76
销售费用	75	65	73	77	流动资产合计	1019	589	708	1128
% 营业收入	2.5%	3.2%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	97	82	98	102	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	15	15	15	15
财务费用	95	55	43	41	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	2.7%	1.8%	1.6%	固定资产合计	1790	1734	1663	1583
资产减值损失	-2	0	0	0	无形资产	135	128	122	115
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	3	3	3	3
营业利润	244	-102	182	279	其他非流动资产	226	289	307	320
% 营业收入	8.2%	-5.0%	7.5%	10.9%	资产总计	3187	2759	2817	3164
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	695	251	0	0
利润总额	250	-102	182	279	应付款项	183	155	163	164
% 营业收入	8.4%	-5.0%	7.5%	10.9%	预收账款	78	139	212	289
所得税费用	48	0	20	70	应付职工薪酬	15	16	16	16
净利润	202	-102	162	209	应交税费	-22	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	202.1	-102.4	162.3	209.1	其他流动负债	386	368	373	374
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1334	928	765	843
EPS (元/股)	1.00	-0.51	0.81	1.04	长期借款	360	440	500	560
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	79	418	467	543	其他非流动负债	32	32	32	32
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1727	1401	1297	1435
收回现金					归属于母公司	1458	1356	1518	1727
长期股权投资	15	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	135	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
固定资产投资	0	-200	-150	-150	股东权益	1460	1358	1520	1729
其他	-435	0	0	0	负债及股东权益	3187	2759	2817	3164
投资活动现金流净额	-285	-200	-150	-150	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.005	-0.509	0.807	1.040
银行贷款增加 (减少)	-75	-364	-191	60	BVPS	7.26	6.75	7.56	8.60
筹资成本	-95	-55	-43	-41	PE	18.06	-35.65	22.49	17.46
其他	481	0	0	0	PEG	16.63	-32.83	20.72	16.08
筹资活动现金流净额	312	-420	-234	19	PB	2.50	2.69	2.40	2.11
现金净流量	106	-202	83	412	EV/EBITDA	12.68	27.25	8.85	6.47
					ROE	13.9%	-7.5%	10.7%	12.1%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。