



上市公司调研简报

基础化工—农药

买入 维持

华星化工（002018）

2010 年 1 月 11 日

主业继续向好

基础化工造纸行业高级分析师：刘金
liujin@htsec.com
021-23219421

事件：近期我们再次调研了草甘膦重点企业华星化工。

我们对今年草甘膦的均价仍看好。有乐观的预测认为 2010 年的均价会达到 30000 元/吨，我们判断这一价格至少在 25000 元/吨以上。另外，公司与 UCPA 的合作有望在下半年取得新突破，从而进一步延伸公司草甘膦主业向下游产业链的延伸。2009 年底公司再次获得 123 亩土地，增强了房地产业务盈利的可持续性。再者，公司一期 10 万吨烧碱项目有望提前投产。

出于谨慎考虑，我们暂时维持公司 2010-2011 年的盈利预测。预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.30 元、0.71 元和 1.29 元。考虑到公司的技术优势和行业地位，我们提高公司 12 个月目标价到 19.35 元。综合考虑，我们维持对华星化工的“买入”评级。

1. 草甘膦价格走势分析

近 1 个月来草甘膦价格一直维持在 22000 元/吨左右。有乐观的预测认为 2010 年的均价会达到 30000 元/吨，我们判断这一价格至少在 25000 元/吨以上。这主要是从需求、成本和供给三方面考虑的。从需求看，我们判断，油价在 2010 年稳步上扬已经是市场共识、美国中西部农场主的种植意愿会随着农产品价格的回升而提高，加上国内市场需求依然较为旺盛。从成本看，原材料成本正在逐步上涨（三氯化磷占草甘膦的生产成本达到 15%左右，其他原材料价格也在逐步上涨）。从供给看，由于小厂的生产工艺落后，没有一体化生产，成本普遍偏高，今年年原药价格在 25000-30000 元/吨左右不足以支撑大部分小厂复工。短期看，受春耕影响，草甘膦价格会有所上扬。

华星化工在国内销售以制剂为主，相应的售价要高于原药 20%以上。公司出口比例在 50%左右。我们预计公司今年的草甘膦销售均价会达到 30000 元/吨，乐观的话能够达到 33000 元/吨。在做盈利预测时，我们按照 30000 元/吨计算。

2. 向下游的一体化进程有望年内获得突破

为稳定提高主业的收益率，华星不仅积极向上游（如三氯化磷等）拓展，也在不断向下游产业链（主要是草甘膦制剂的产销上）延伸。

公司半年报披露，经 2009 年 4 月 2 日召开的总经理办公会审议通过，并于 2009 年 4 月 4 日与美国 Universal Crop Protection Alliance 签订了《协议书》，双方共同投资设立艾格瑞，该公司注册资本为 50 万美元，华星化工持有其 50%的股权，注册地在美国特拉华州，主要从事农药产品的销售。

UCPA 公司为孟山都在北美的重要分销商。目前，世界草甘膦的产销格局基本可以表述如下：发展中国家（主要是中国）生产草甘膦的原药，将原药销售给孟山都，在北美和东南亚、印度等地由孟山都制成制剂通过分销商批发给各地的批发商，最终再通过零售商达到最终用户手中。这其中，制剂的利润率远大于原药的利润率。前期，孟山都将草甘膦制剂的价格下调 50%后依然有丰厚的毛利率。正因为此，如何在制剂上获得突破是草甘膦原药公司应对金融危机、提高收益率的重要环节。

艾格瑞公司正式运作后，华星化工就可以在北美等地直接销售制剂，不仅有助于提升在北美市场的市场份额，也有助于大大提高草甘膦产品的毛利率。2009年，我们判断华星化工在北美市场的销售金额折合人民币为7000-8000万元。我们认为，如果艾格瑞公司运转顺利的话，华星化工对北美的出口再此基础上大幅提升应在预料之中。

从目前情况看，这一进程有望在下半年7-8月取得突破。

3. 房地产业务可持续性增强

此前，为了对华星搬迁实施补偿，和县政府除了提供1500亩土地用于公司建设新厂区外，还给予公司一定的土地用于房地产开发。为此，公司专门成立了全资子公司和县华星房地产开发有限公司（后改名为安徽华星建设投资有限公司）进行房产开发。仅此一项，华星化工2009年就获得营业外净收入4351.2万元。

2009年11月6日，公司再次公告，将安徽华星建设投资有限公司49%的股权转让给绿港置业。2009年12月26日，公司公告，华星化工控股51%的子公司安徽华星建设投资有限公司以9969万元购得和县经济开发区石跋河路北侧地块。该地块面积为82000平方米（约合123亩），用途为住宅开发。这一地块与原有的150亩土地仅仅相邻。这一地块的获得为公司未来几年房地产业务的可持续发展奠定了基础。

需要说明的是，尽管目前市场对政策调控房地产市场的预期在增强，但具体到华星在巢湖的房产项目，由于购买需求旺盛，预计销售会尽臻较为顺利。

4. 氯碱项目有望提前投产

公司为进一步完善产业链，实现规模经济，2009年上马了30万吨离子膜烧碱（片碱）项目（一期为10万吨）。该项目一方面着眼于自身的生产需求，另一方面服务于当地精细化工基地。原来计划一期10万吨烧碱项目在2010年底投产，目前看2010年中期应能投产，第四季度有望产生收益。

5. 盈利预测与投资建议

此前，公司曾公告，由于草甘膦价格不佳，2009年公司业绩预计下降60-80%。我们调降公司2009年归属于母公司的净利润到7285.04万元，折合EPS为0.30元。

此次调研，再次加深了我们对华星化工等了解。出于谨慎考虑，我们暂时不调整对2010-2011年的业绩预测。即2010-2011年华星化工归属于母公司的净利润为17428.27万元和31796.15万元。需要说明的是，我们仍然假定公司一期股权激励全部在2010年行权，这样从2010年开始公司的总股本由24488万股增加到24706万股；另外，我们未考虑明年可能的再融资情况。这样，公司2010-2011年EPS分别为0.71元和1.29元。

考虑到公司的技术优势和行业地位，我们提高公司12个月目标价到19.35元。综合考虑，我们维持对华星化工的“买入”评级。

6. 主要不确定因素。

产品价格和产销量的变化；增发实施情况；股权激励实施情况。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘金：基础化工及造纸行业高级分析师

重点研究上市公司：广东榕泰、金发科技、三爱富、巨化股份、新安股份、蓝星新材、烟台万华、红宝丽、中国玻纤、瑞贝卡、风神股份、黔轮胎、扬农化工、红太阳、华星化工、丹化科技、威远生化、远兴能源、广汇股份、英力特、亿利能源、上海家化、青岛金王、华泰股份、晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。