

增 持 首次

华昌化工（002274）

2010 年 1 月 13 日

业绩弹性大

石化与基础化工行业分析师：邓勇
dengyong@htsec.com
021-23219404

2010 年 1 月 12 日收盘于 20.37 元
6 个月目标价：24.00 元

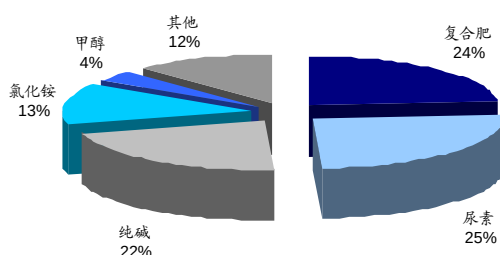
化工小组助理分析师：曹小飞
caoxf@htsec.com
021-23219267

1. 华昌化工：各种产品产能近 180 万吨

公司主要从事化肥和纯碱的生产与销售。目前公司具备的产能情况为：合成氨 30 万吨、尿素 30 万吨、纯碱 30 万吨、氯化铵 33 万吨、复合肥 80 万吨、甲醇 5 万吨、硼氢化钠 0.1 万吨（预计今年中期建成）。

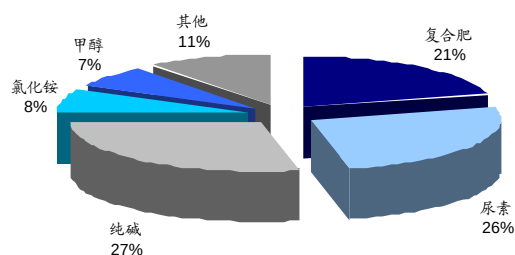
复合肥和联碱（纯碱和氯化铵）是公司主要利润来源。今年上半年，复合肥、氯化铵分别实现毛利 4489 和 6649 万元，但由于纯碱和甲醇出现较大亏损，从而导致公司整体经营状况不理想。

图 1 华昌化工收入构成（1H09）



资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

图 2 华昌化工成本构成（1H09）



资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

2. 业绩对产品价格弹性大

虽然公司目前所经营的产品盈利能力并不是同行业中最强的，且规模也不算大，但由于公司股本在同行业中偏小，因而公司业绩对产品价格弹性较大。

表 1 华昌化工业绩弹性分析

	每股所含产能（吨）	提价 100 元/吨对 EPS 的贡献（元）
尿素	0.0015	0.1119
纯碱	0.0015	0.1119
氯化铵	0.0016	0.1231
复合肥	0.0040	0.2983
甲醇	0.0002	0.0186
合计	0.0088	0.6637

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

分析结果显示，在静态情况下，产品价格如果上涨 100 元/吨，公司 EPS 将增厚 0.66 元以上，其中由于复合肥产能较大，因而其对业绩贡献的弹性大。

通过对化肥、纯碱行业上市公司的业绩弹性进行分析，可以发现：华昌化工目前的业绩弹性是最大的。除了华昌化工外，化肥行业中业绩弹性最大的是湖北宜化（化肥价格上涨 100 元/吨，EPS 增厚 0.44 元）；纯碱行业中业绩弹性最大的是双环科技（产品价格上涨 100 元/吨，业绩增厚 0.35 元）。

需要说明的是，我们是按照静态情况下的产能数据进行统计的，统一按照 25% 所得税率计算所得税的影响。

表 2 产品价格上涨 100 元/吨对 EPS 的影响

股票名称	权益产能（万吨）	EPS 增厚（元）
华昌化工	173	0.65
化肥行业		
辽通化工	150	0.09
川化股份	62	0.10
湖北宜化	320	0.44
四川美丰	150	0.23
鲁西化工	230	0.16
泸天化	160	0.21
云天化	76.2	0.10
赤天化	63	0.13
沧州大化	52	0.15
柳化股份	30	0.08
华鲁恒升	150	0.23
盐湖钾肥	110	0.11
冠农股份	32	0.07
六国化工	100	0.33
兴化股份	80	0.17
纯碱行业		
山东海化	280	0.23
三友化工	200	0.16
双环科技	218	0.35

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

3. 未来将重点发展精细化工产品

现有基础化工产业将以稳为主，暂无产能扩张计划。目前公司主要产品为化肥和纯碱，贴近消费市场是公司生产这些产品的优势，但原料需要从外省采购（公司化肥和纯碱生产需要的原材料是煤炭，目前公司每年的煤炭需求量在 2000 吨左右，基本都从山西采购然后运至公司，进行生产）。原料运输成本高以及生产装置规模小，使得公司化肥和纯碱产品在华东市场的竞争优势并不明显。因而公司未来发展重点将是高附加值的精细化工产品。

硼氢化钠是公司进军精细化工产业的第一步。固体硼氢化钠（ NaBH_4 ）为络合型氢化物，是高贮氢密度材料，还原性极强。作为还原剂，硼氢化钠广泛应用于医药及农药中间体的合成、有机化学品的纯化、纸浆漂白脱墨、贵金属与重金属的回收及工业废水处理等诸多领域；作为贮氢材料，硼氢化钠单位质量释氢量非常高，储运使用安全，是最有可能作为氢燃料电池的即时供应氢源，在乘客安全及公共安全、有效容积及整体设计方面比其它贮氢方法具备更大的优势。随着应用范围不断的拓展，我国硼氢化钠需求将逐年提高，根据资料，我们预计，2010 年我国硼氢化钠市场容量将在 5000

吨左右。

公司 2008 年 IPO 募投项目“1000 吨/年固体硼氢化钠生产线技术改造项目”，将于 2010 年 6 月份投产，项目建成后，公司将成为我国最大的硼氢化钠生产企业之一。公司硼氢化钠生产技术来源于天津大学，采用先进的连续化生产技术，质量有望达到国际领先水平。

华昌化工生产硼氢化钠具有以下优势：首先，公司具有多年成功生产加氢产品的经验，而且硼氢化钠生产将充分利用公司化肥生产过程中产生的氢资源，实现循环经济；其次，公司硼氢化钠生产工艺先进，产品质量将得到保证；最后，通过先进的生产技术以及资源的循环利用，公司原材料、综合能耗等生产成本较同行业厂家要低。

4. 盈利预测与投资评级

在上述分析的基础上，我们编制了华昌化工未来三年预测报表，2009-2011 年公司每股收益预计为-0.52、0.55 和 0.95 元。

表 3 华昌化工盈利预测基本假设

销量（万吨）							
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
复合肥	27.19	34.59	46.8	41.29	40.00	40.00	40.00
尿素	7.91	19.14	37.8	32.66	35.00	35.00	35.00
纯碱	26.63	28.91	40.3	49.03	45.00	45.00	45.00
氯化铵	18.68	20.97	28.27	39.1	40.00	40.00	40.00
甲醇	0.53	3.02	5.53	5.63	5.50	5.50	5.50
硼氢化钠					0.00	0.10	0.10
单价（元/吨）							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
复合肥	1487.78	1466.16	1741.61	2395.68	1850.00	1850.00	1850.00
尿素	1513.91	1590.66	1618.95	1721.27	1700.00	1750.00	1750.00
纯碱	1253.15	1139.75	1277.46	1488.50	1000.00	1050.00	1100.00
氯化铵	758.39	486.05	579.42	939.58	600.00	650.00	700.00
甲醇	1689.72	2272.75	2420.42	2623.01	1800.00	1850.00	1900.00
硼氢化钠					150000.00	150000.00	150000.00
毛利率							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
复合肥	16.63%	8.83%	9.52%	18.16%	5.00%	12.00%	16.00%
尿素	14.27%	16.91%	19.90%	3.90%	4.00%	8.00%	10.00%
纯碱	28.57%	21.36%	22.77%	8.61%	3.00%	6.00%	10.00%
氯化铵	51.37%	22.56%	39.78%	62.50%	25.00%	35.00%	45.00%
甲醇	-50.66%	17.69%	22.87%	4.64%	2.00%	10.00%	15.00%
硼氢化钠					40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

业绩弹性大。上文介绍到，产品价格的波动对公司业绩影响很大，在我们的模型中，如果将公司营业利润率上调一个百分点，那么公司 EPS 将增厚 0.11 元。因而未来两年如果化肥或纯碱价格有大的波动，将会对我们的预测结果产生较大影响。

我们给予公司“增持”的投资评级。2009 年预计大幅亏损将使公司在未来的发展中轻装前行，化肥、纯碱价格的上涨将帮助公司 2010 年实现扭亏；另外硼氢化钠等精细化工产品的开发生产将成为公司未来利润增长新的动力。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	20.28	-39.17	36.88	21.45
P/B	2.81	3.03	2.78	2.48
P/S	1.38	1.76	1.58	1.53
EV/EBITDA	9.39	32.72	11.35	8.08

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	1.18	1.27	1.18	1.06
借款/股东权益	0.72	0.80	0.74	0.67
已获利息倍数	3.55	-0.44	2.88	4.34
流动比率	0.76	0.61	0.76	1.00
速动比率	0.49	0.44	0.59	0.83
现金比率	0.30	0.28	0.41	0.65

盈利能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	17.28	6.29	13.43	16.81
息税摊销折旧利润率	17.05	6.34	15.85	20.05
净利率	6.82	-4.50	4.30	7.13
净资产收益率	13.84	-7.72	7.52	11.53
资产回报率	6.34	-3.41	3.45	5.60
投资回报率	8.03	-4.29	4.32	6.91

经营效率指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	32.76	26.50	30.10	29.09
存货周转率	9.39	7.55	10.14	9.98
总资产周转率	1.50	0.74	0.82	0.81
固定资产周转率	3.31	1.35	1.44	1.44

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	30.43	-21.59	11.31	3.68
营业利润增长率	30.98	-145.21	-219.36	75.04
EBIT 增长率	24.24	-110.06	-696.95	48.60
EBITDA 增长率	24.54	-70.84	178.28	31.12
净利润增长率	24.32	-151.78	-206.19	71.96

利润表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	296391	232400	258675	268200
营业成本	245163	217772	223943	223118
营业利润	24442	-11051	13191	23089
营业费用	7499	6972	6467	6705
管理费用	9739	10458	7760	8046
利润总额	25005	-10487	13755	23653
EBIT	33635	-3383	20195	30010
折旧摊销	16909	18120	20815	23764
EBITDA	50544	14737	41010	53774
投资收益	59	0	0	0
营业外收支净额	564	564	564	564
所得税	4758	0	2613	4494
少数股东损益	34	-21	28	47
净利润	20213	-10466	11114	19112
基本每股收益（元）	1.00	-0.52	0.55	0.95

资产负债表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	40623	35925	53742	85706
应收款项	9010	7617	8478	8790
存货	35922	21777	22394	22312
流动资产	101852	78938	99206	131661
固定资产	201557	212999	207754	194533
总资产	318701	307230	322253	341486
应付帐款	18296	15244	15676	15618
长期借款	36000	38700	40000	41000
总负债	172668	171684	174519	175705
少数股东权益	220	199	226	274
股东权益	146033	135546	147734	165782
付息负债	105500	108200	109500	110500
每股净资产（元）	7.25	6.73	7.33	8.23

现金流量表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	20213	-10466	11114	19112
折旧摊销	16909	18120	20815	23764
营运资金变动	15475	10011	10637	12620
经营活动现金流	7948	29833	38044	49539
固定资产投资	220356	29562	15570	10543
无形资产投资	-287	0	0	0
资本支出	236807	29562	15570	10543
投资活动现金流	-28526	-29562	-15570	-10543
公司自由现金流	-208139	228497	442227	557688
股权自由现金流	-222810	237741	443620	557931
债务变化	-18000	2700	1300	1000
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	31169	-4968	-4658	-7032
现金净流量	21217	35925	53742	85706
每股经营性现金流（元）	0.40	1.48	1.89	2.46

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

曹小飞：基础化工行业

重点研究上市公司：烟台氨纶、华峰氨纶、江南高纤、山东海龙、新乡化纤、中泰化学、新疆天业

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。