

华昌化工(002274.SZ)

底部已经探明，但估值仍然偏高

——华昌化工调研报告

张延明

86-22-2845 1653

Zhangym@bhqz.com

核心观点:

- 业绩增长与估值不具有吸引力
- 未来看点在硼氢化钠投产

投资要点:

● 公司主营以煤化工为主

公司主要生产尿素、甲醇、纯碱，公司所需原料主要为煤炭和电力，以煤化工为主线。

● 公司原料采购不具有优势

公司所需的煤炭主要来自山西，如国阳新能等煤企，吨煤炭运费需加价 200 元左右，电力采购也是市场采购，由于享受对化肥企业用电的优惠政策，电价为 0.34 元左右。但总体来看，和同行业公司相比，公司原料采购不具有优势。

● 底部已经探明，但上涨幅度有限

2009 年，公司甲醇、尿素、纯碱的毛利率分别为-60%、2%和-28%，底部已经探明，但我们认为 2010 年上涨幅度比较有限，仍然处于盈利恢复期。

● 2010 年看点在硼氢化钠

公司预计在 2010 年中将投产硼氢化钠，届时可以关注。

● 投资建议

我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为-0.51、0.24、0.47 元/股，2010 年动态 PE 为 69X，我们认为在货币紧缩环境下，该估值偏高。

公司主营业务中的纯碱和化肥行业均处于底部区域，未来盈利将缓慢上涨，上涨幅度有限，在考虑基本面改善的情况下，公司的估值仍然偏高，给予公司中性的投资评级。2010 年公司的看点在于硼氢化钠的投产，届时可予以关注。

评级: 中性

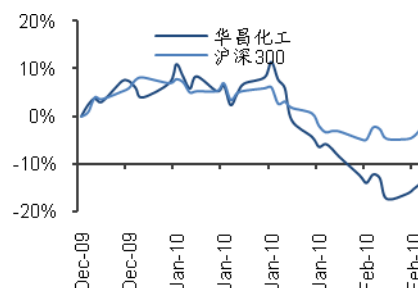
上次评级:

目标价格: ¥

上次预测:

当前价格: ¥16.61

2010.2.22



公司简介

公司主营化工原料、化工产品、化肥等，目前公司已形成合成氨 30 万吨/年、尿素 30 万吨/年、纯碱 30 万吨/年、氯化铵 33 万吨/年、复合肥 80 万吨/年、甲醇 5 万吨/年的生产能力。

公司深度研究

财务摘要 (百万元)	2007A	2008	2009E	2010E	2010E
主营收入	2272.46	2963.91	2267.21	2704.14	2923.36
(+/-)%	52%	30%	-24%	19%	8%
经营利润 (EBIT)	27073.50	33634.75	-5590.31	14244.25	21757.59
(+/-)%	114%	24%	-117%	-355%	53%
净利润	16270.24	20247.28	-10216.82	4922.22	9555.54
(+/-)%	157%	24%	-150%	-148%	94%
每股净收益 (元)	1.08	1.00	-0.51	0.24	0.47
利润率和估值指标					
销售毛利率 (%)	18.25%	17.28%	3.47%	11.20%	13.38%
ROE (%)	21.06%	13.84%	-7.51%	3.49%	6.35%
ROIC (%)	11.12%	9.83%	-1.55%	3.47%	5.01%
PE	15.34	16.53	-32.75	68.00	35.03
PB	3.23	2.29	2.46	2.37	2.22
EV/EBITDA	23.72	11.73	18.75	12.18	9.17

相关报告

首次报告

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	160.2	406.2	310.7	585.1	681.1	营业收入	2272.5	2963.9	2267.2	2704.1	2923.4
应收票据	57.2	97.7	74.7	89.2	96.4	营业成本	1857.7	2451.6	2188.5	2401.2	2532.3
应收账款	75.3	86.0	65.8	78.5	84.9	营业税金及附加	2.8	3.5	2.7	3.2	3.5
预付款项	94.0	64.1	37.5	8.3	-22.5	销售费用	69.7	75.0	57.4	68.4	74.0
其他应收款	1.8	4.1	3.1	3.7	4.0	管理费用	71.5	97.4	74.5	88.9	96.1
存货	163.1	359.2	320.7	351.8	371.0	财务费用	83.7	94.7	64.3	76.8	90.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.4	-2.2	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	11.5	15.1	15.1	15.1	15.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1861.8	1790.0	295.7	413.9	513.1	投资收益	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
在建工程	58.2	225.6	187.8	168.9	159.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	186.6	244.4	-120.2	65.6	127.4
无形资产	137.9	135.0	107.7	80.4	53.1	营业外收支净额	-2.5	5.6	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	184.1	250.1	-120.2	65.6	127.4
资产总计	2624.0	3187.0	1421.7	1797.7	1958.4	减：所得税	21.4	47.6	-18.0	16.4	31.9
短期借款	690.0	695.0	671.2	0.0	0.0	净利润	162.7	202.5	-102.2	49.2	95.6
应付票据	120.0	114.2	101.9	111.8	117.9	归属于母公司的净利润	162.6	202.1	-102.0	49.1	95.4
应付账款	172.5	183.0	161.1	176.7	186.4	少数股东损益	0.1	0.3	-0.2	0.1	0.2
预收款项	109.4	77.7	53.4	24.4	-6.9	基本每股收益	1.08	1.00	-0.51	0.24	0.47
应付职工薪酬	19.8	15.3	15.3	15.3	15.3	稀释每股收益	1.08	1.00	-0.51	0.24	0.47
应交税费	2.5	-22.2	-22.2	-22.2	-22.2	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	3.5	2.1	2.1	2.1	2.1	成长性					
其他流动负债	19.2	22.0	22.0	22.0	22.0	营收增长率	51.7%	30.4%	-23.5%	19.3%	8.1%
长期借款	545.0	360.0	420.0	1420.0	1500.0	EBIT 增长率	113.9%	24.2%	-116.6%	-354.8%	52.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	156.5%	24.3%	-150.5%	-148.2%	94.1%
负债合计	1851.8	1726.7	1702.2	2029.0	2094.2	盈利性					
股东权益合计	772.2	1460.3	1358.2	1407.4	1502.9	销售毛利率	18.3%	17.3%	3.5%	11.2%	13.4%
现金流量表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	7.2%	6.8%	-4.5%	1.8%	3.3%
净利润	163	202	-102	49	96	ROE	21.1%	13.8%	-7.5%	3.5%	6.3%
折旧与摊销	135	169	68	78	88	ROIC	11.12%	9.83%	-1.55%	3.47%	5.01%
经营活动现金流	321	79	83	172	256	估值倍数					
投资活动现金流	-298	-285	-150	-150	-150	PE	15.3	16.5	-32.8	68.0	35.0
融资活动现金流	40	312	-28	252	-10	P/S	1.1	1.1	1.5	1.2	1.1
现金净变动	63	106	-95	274	96	P/B	3.2	2.3	2.5	2.4	2.2
期初现金余额	226	160	406	311	585	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	289	266	311	585	681	EV/EBITDA	9.1	8.4	365.3	20.1	14.4

目 录

1.公司基本情况	5
1.1 主营化肥与纯碱，以煤化工为主	5
1.2 股权结构	5
2.公司盈利路线	5
2.1 盈利模式	5
2.2 合成氨与甲醇	5
2.3 纯碱	6
2.4 尿素	8
3.盈利预测	9
3.1 盈利预测假设	9
3.2 盈利预测表	9
4.估值与投资建议	10
4.1PE 估值	10
4.2 投资建议	10

图目录

图 1: 产业链	5
图 2: 甲醇产量及毛利率	6
图 3: 甲醇价格走势	6
图 4: 纯碱价格走势	7
图 5: 纯碱价差走势	7
图 6: 公司纯碱产量与毛利率预测	7
图 7: 尿素价格走势	8
图 8: 尿素价差走势	8
图 9: 公司尿素产量与毛利率预测	8

表目录

表 1: 公司股权结构	5
表 2: 公司合成氨供需缺口分析	6
表 3: 盈利预测假设	9
表 4: 盈利预测表	9

1. 公司基本情况

1.1 主营化肥与纯碱，以煤化工为主

公司主营化工原料、化工产品、化肥等，目前公司已形成合成氨 30 万吨/年、尿素 30 万吨/年、纯碱 30 万吨/年、氯化铵 33 万吨/年、复合肥 80 万吨/年、甲醇 5 万吨/年的生产能力。

1.2 股权结构

公司的控股公司是苏州华纳，占其股权的比例为 41.25%。

表 1: 公司股权结构

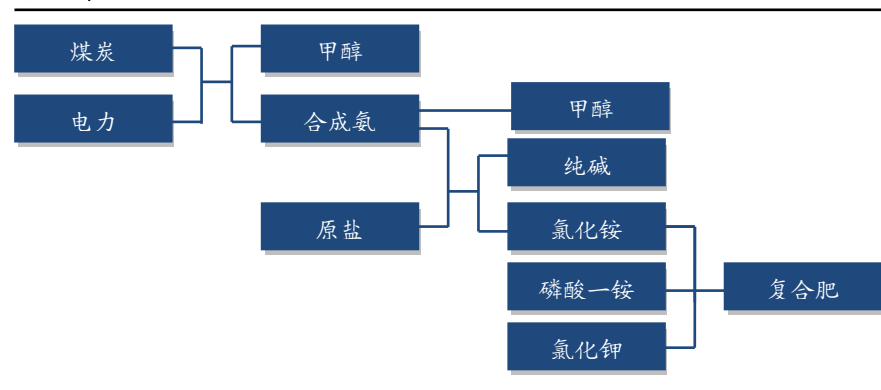
股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
苏州华纳投资股份有限公司	8297	41.25%
江苏华昌(集团)有限公司	3905	19.41%
江苏瑞华投资发展有限公司	1406	6.99%
其他	6505	32.35%
合计	20113	100.00%

资料来源: Wind

2. 公司盈利路线

2.1 盈利模式

图 1: 产业链



资料来源: 渤海证券研究所

2.2 合成氨与甲醇

目前公司总氨产能 40 万吨，其中合成氨 34 万吨，甲醇 6 万吨。公司合成氨主要供给纯碱和尿

素生产所需，经测算，公司在 2009 年以后将基本实现供需平衡。

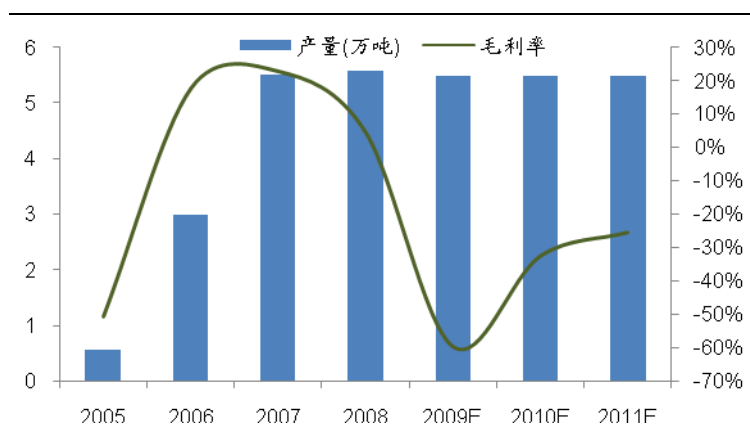
表 2：公司合成氨供需缺口分析

	2008	2009E	2010E	2011E
纯碱产量	49.52	50.00	53.00	53.00
吨耗合成氨	0.34	0.34	0.34	0.34
尿素产量	28.50	37.00	40.00	40.00
吨耗合成氨	0.60	0.60	0.60	0.60
总需求量	33.93	39.20	42.02	42.02
合成氨产量	32.00	40.00	42.40	42.40
供需缺口	1.93	-0.80	-0.38	-0.38

资料来源：渤海证券研究所

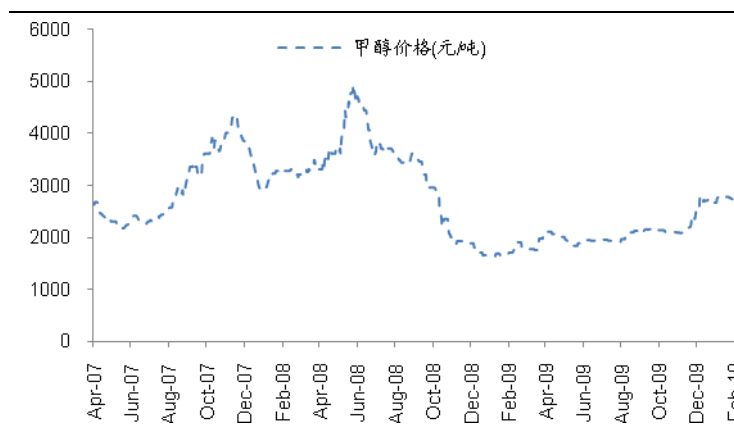
公司甲醇产量约 5.5 万吨，未来产能也不会有扩大，2009 年毛利率为-60%，预计 2010-2011 年将恢复性上涨。

图 2：甲醇产量及毛利率



资料来源：渤海证券研究所

图 3：甲醇价格走势

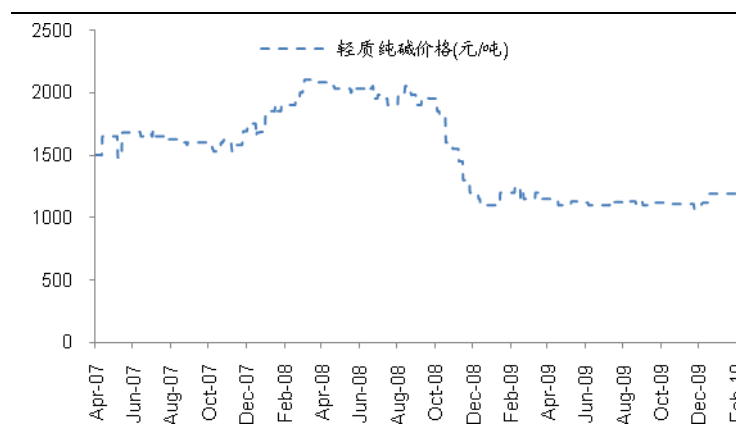


资料来源：化工在线

2.3 纯碱

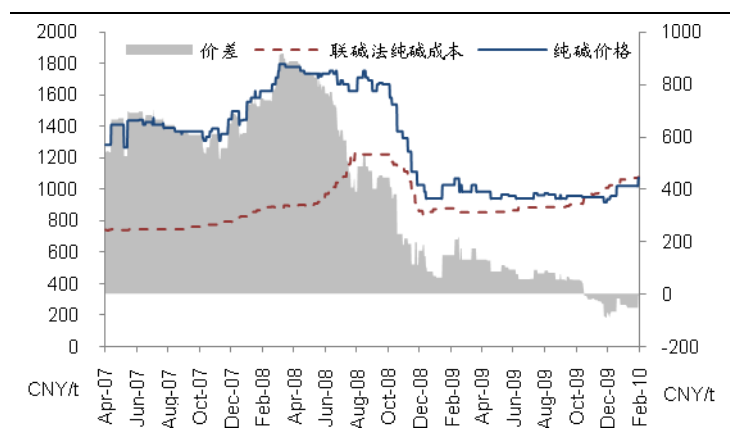
公司拥有联碱法纯碱产能 50 万吨，与甲醇情况类似，纯碱在 2009 年处于底部，毛利率为-28%，预计 2010-2011 年将恢复性上涨。

图 4：纯碱价格走势



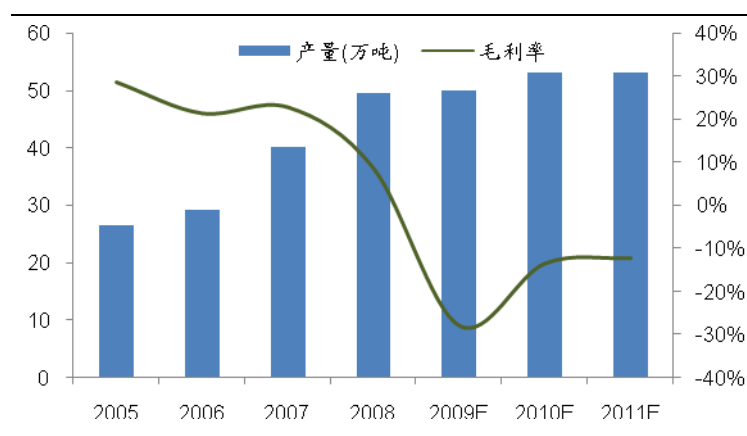
资料来源：化工在线

图 5：纯碱价差走势



资料来源：化工在线，渤海证券研究所

图 6：公司纯碱产量与毛利率预测

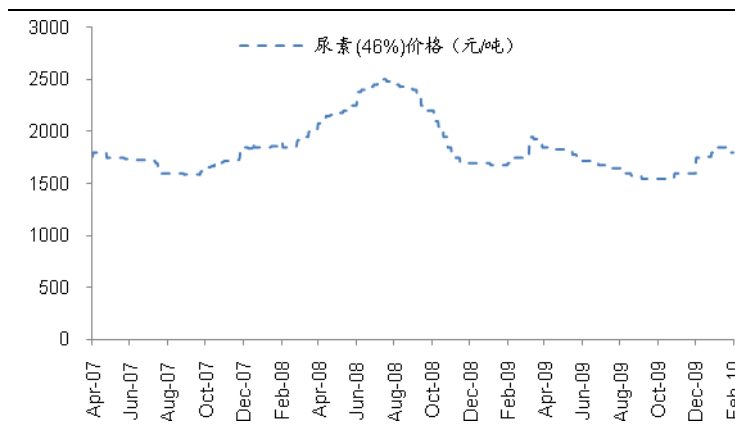


资料来源：渤海证券研究所

2.4 尿素

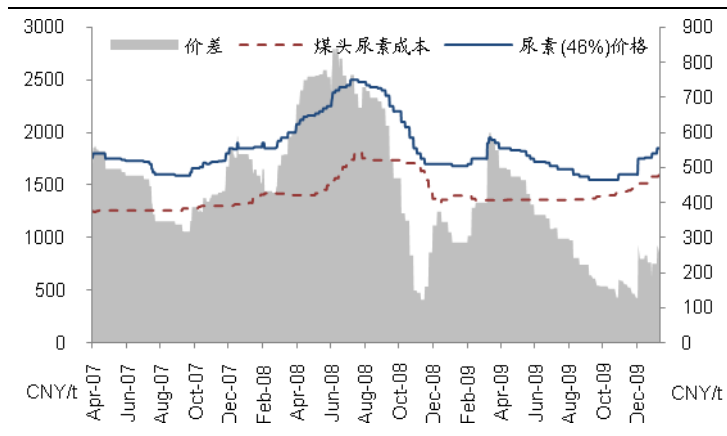
公司拥有尿素产能为 30 万吨，我们预测公司的尿素产量从 2009 年的 38 万吨增加到 2010 年的 40 万吨。公司尿素的毛利率也将缓慢上涨。

图 7：尿素价格走势



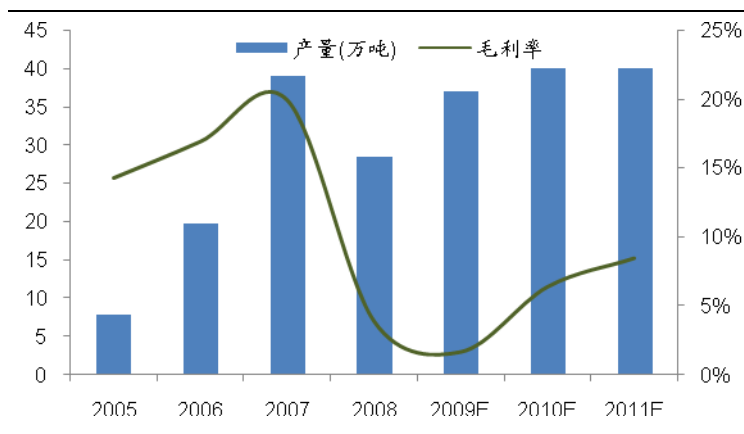
资料来源：化工在线

图 8：尿素价差走势



资料来源：化工在线，渤海证券研究所

图 9：公司尿素产量与毛利率预测



资料来源：公司各年年报，渤海证券研究所

3. 盈利预测

3.1 盈利预测假设

表 3：盈利预测假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
复合肥					
收入('0000Rmb)	81507	98918	73308	94869	106585
成本('0000Rmb)	73750	80954	62242	77219	85691
毛利率	9.52%	18.16%	15.09%	18.60%	19.60%
纯碱					
收入('0000Rmb)	51482	72986	48333	55293	59175
成本('0000Rmb)	39757	66701	61783	62710	66376
毛利率	22.77%	8.61%	-27.83%	-13.41%	-12.17%
尿素					
收入('0000Rmb)	61196	56224	62863	70000	72000
成本('0000Rmb)	49016	54031	61816	65531	65910
毛利率	19.90%	3.90%	1.67%	6.38%	8.46%
甲醇					
收入('0000Rmb)	13385	14779	9030	10836	11919
成本('0000Rmb)	10324	14093	14417	14363	14953
毛利率	22.87%	4.64%	-59.66%	-32.55%	-25.45%
氯化铵					
收入('0000Rmb)	16380	36738	28187	32416	35657
成本('0000Rmb)	9864	13778	14095	14095	14095
毛利率	39.78%	62.50%	49.99%	56.52%	60.47%

资料来源：渤海证券研究所

3.2 盈利预测表

表 4：盈利预测表

利润表（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1498.2	2272.5	2963.9	2267.2	2704.1	2923.4
营业成本	1265.6	1857.7	2451.6	2188.5	2401.2	2532.3
营业税金及附加	2.3	2.8	3.5	2.7	3.2	3.5
销售费用	47.7	69.7	75.0	57.4	68.4	74.0
管理费用	56.1	71.5	97.4	74.5	88.9	96.1
财务费用	32.9	83.7	94.7	64.3	68.3	70.8
资产减值损失	0.9	0.4	-2.2	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	3.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	95.8	186.6	244.4	-120.2	74.1	146.7

营业外收支净额	-1.4	-2.5	5.6	0.0	0.0	0.0
税前利润	94.4	184.1	250.1	-120.2	74.1	146.7
减：所得税	31.1	21.4	47.6	-18.0	18.5	36.7
净利润	63.3	162.7	202.5	-102.2	55.6	110.1
归属于母公司的净利润	63.4	162.6	202.1	-102.0	55.5	109.9
少数股东损益	-0.1	0.1	0.3	-0.2	0.1	0.2
基本每股收益	0.42	1.08	1.00	-0.51	0.28	0.55
稀释每股收益	0.42	1.08	1.00	-0.51	0.28	0.55

资料来源：渤海证券研究所

4.估值与投资建议

4.1PE 估值

我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为-0.51、0.24、0.47 元/股，2010 年动态 PE 为 69X，我们认为在货币紧缩环境下，该估值偏高。

4.2 投资建议

公司主营业务中的纯碱和化肥行业均处于底部区域，未来盈利将缓慢上涨，上涨幅度有限，在考虑基本面改善的情况下，公司的估值仍然偏高，给予公司中性的投资评级。2010 年公司的看点在于硼氢化钠的投产，届时可予以关注。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券有限责任公司研究所

所长
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长
马静如
+86 22 2845 1665

副所长
房振明
+86 22 8837 0816

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

计算机行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

通信/传媒/家电行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

钢铁行业研究
刘勇
+86 10 5836 2789

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

新能源行业研究
江艳
+86 10 5836 2783

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

医药行业研究
吴洋
+86 10 5836 2785

套利策略和产品设计研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

基金与产品设计研究
章辉
+86 22 2845 1977

绝对收益产品与策略研究
徐华
+86 22 2845 1137

策略与行业比较研究
周喜
+86 22 2845 1972

国际与国内宏观研究
张雷
+86 22 2845 1705

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

机构销售
黄锋
+86 22 2845 1131

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn