

精细化工助推企业成长

华昌化工 (002274)

尚无评级

基础化工行业

股价:11.74元

公司调研

2010年 9月 20日 星期一

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人:刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

投资要点

q 产品价格上涨和成本降低将有助于改善公司业绩

9月份以来,公司主营产品尿素和复合肥价格上涨趋势明显,公司基本明显改善。公司通过改造合成氨生产工艺提高型煤制气比例,将明显降低合成氨吨生产成本。同时公司动力结构国债调整项目预计明年能够投入运营,将为公司节省 3-4万吨燃料煤,合计节省成本 1464-1952万元。

q 硼氢化钠项目近期投产提升企业盈利能力

公司募投的硼氢化钠项目将在年内投产,由于公司生产工艺领先,单位生产成本比行业平均水平低大约 10%,具有明显的成本优势,同时硼氢化钠下游需求强烈,该项目具有较高的盈利前景。我们估计今明两年将增厚公司 EPS0.02元, 0.1元。

q 多元化经营,涉足医药化工和环保领域

公司积极发展多元化经营战略,通过收购华昌药业,参股江苏艾克沃环保能源公司进军医药化工和环保领域,培育公司新的利润增长点。

q 盈利预测

我们认为公司募投项目近期投产,将能改善公司盈利能力,预计公司 2011年将扭亏为盈,2010和 2011年 EPS分别为 -0.30元和 0.13元。鉴于公司募投项目尚未投产,我们对公司暂不评级。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	2351	3116	3575	3584
主营收入增长率	-20.69%	32.5%	14.7%	0.2%
净利润(百万)	-99	-60	25	54
净利润增长率	-149.37%	-39.76%	--	114.40%
EPS(元)	-0.49	-0.30	0.13	0.27

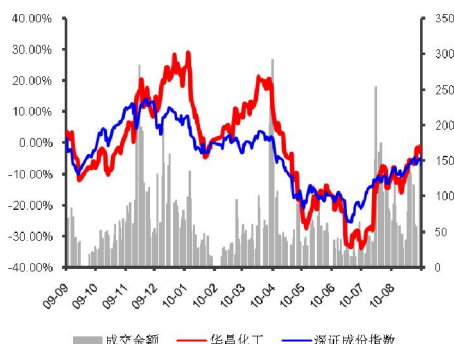
重要数据

总股本(亿股)	2.61
流通股份(亿股)	1.03
总市值(亿元)	30.64
流通市值(亿元)	12.09

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	5.90	5.91
3个月	11.59	2.56
6个月	-12.67	-6.11

个股相对深证成指走势图

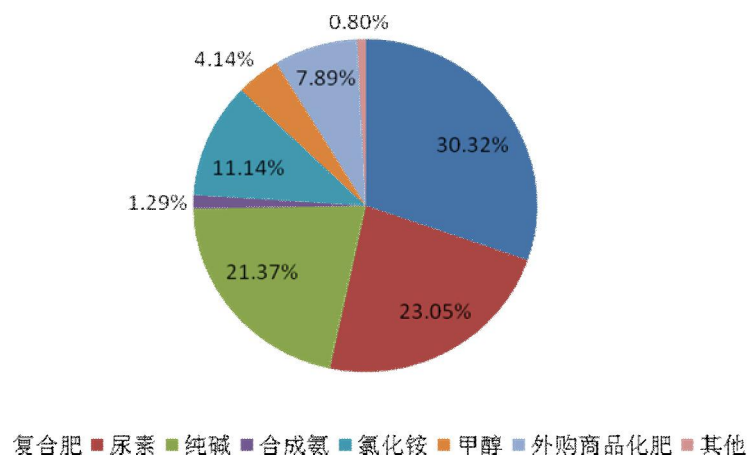


1 稳固主营业务，提升盈利能力

1.1 公司主营业务

公司位于江苏省张家港市，是长三角地区大型化肥生产企业，主营产品为尿素、复合肥、纯碱、氯化铵等，目前公司拥有合成氨 40 万吨 / 年，尿素 40 万吨 / 年，复合肥 80 万吨 / 年，纯碱 60 万吨 / 年，氯化铵 60 万吨 / 年。产品主要销往江苏，浙江，上海。

图 1 公司 2009 年主营收入分布



资料来源：公司年报，东海证券研究所

1.2 公司业绩弹性大，将受益产品价格上涨

我们认为进入八月份后由于粮食价格上涨和国家秋播补贴政策刺激了农业用肥需求，同时由于国际尿素价格持续上扬，国内尿素出口量明显增加，截止到 8 月份出口量累积比去年同期上涨了 74.95%，另外由于国内天然气价格上涨使气头尿素成本上涨近 200 元，而气头尿素占全部尿素产能的 30% 左右。在需求、出口和成本三重因素影响下尿素价格在 8 月份后即开始上涨，比 7 月份价格高 120 元。我们预计随着 10 月份以后淡季储备开始和经销商备货时间提前的影响，尿素价格在四季度将维持在较高水平。

由于江浙地区尿素产能不足，公司的尿素销售价格高出全国平均水平 50-100 元。目前由于前期尿素价格疲软，公司尿素产能利用率有所下降，我们预计随着尿素价格上升，尿素产能利用率将随之上升。

图 2 尿素价格持续上升

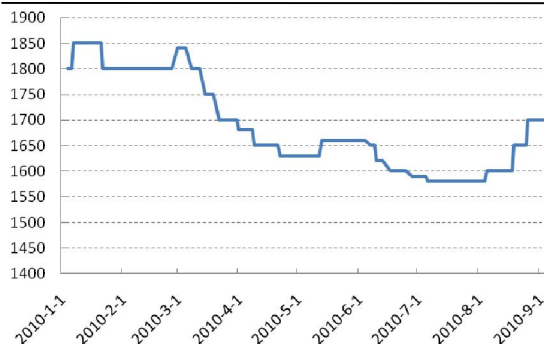
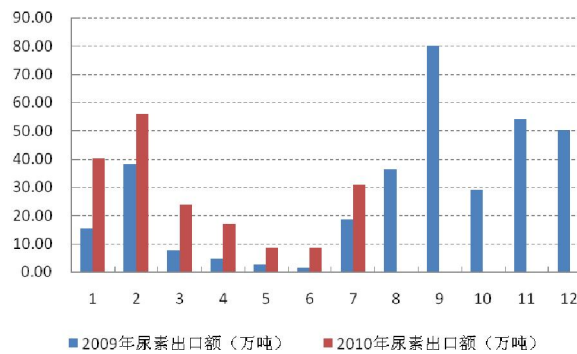


图 3 尿素出口数据同比大幅增加



资料来源：化工在线，wind，东海证券研究所

而复合肥在秋播需求和成本推动下价格持续上涨，同时国家节能减排政策也有效推高纯碱价格，我们认为下半年化肥价和纯碱价格相比于上半年将能保持相对高位。公司由于各项产品产能较大，相比于同类化肥类上市公司具备更高的业绩弹性，我们认为产品价格上升时公司能够更大程度的享受价格上涨带来的盈利增加。随着公司主营产品价格的回升，将能较大幅度的提升公司业绩。

表 1 公司业绩弹性较大

	尿素	复合肥	纯碱	氯化铵	甲醇
产能 (万吨)	40	80	60	60	5
价格上涨 (元)	100	100	100	100	100
EPS增加值	0.13	0.30	0.19	0.09	0.02

资料来源：东海证券研究所

图 3 纯碱价格触底反弹



资料来源：化工在线，东海证券研究所

1.3 技术改造和动力调整国债改造项目将有效降低产品生产成本

为了降低合成氨生产成本，提高产品盈利能力，公司去年通过技术改造提高型煤比例，逐步利用型煤代替块煤制备水煤气。最高掺混比例能够达到 50%。目前公司型煤掺混比例已达到 40%以上。按照目前山西阳泉无烟中块 841元(税

后), 无烟末煤 608元(税后), 若完全采用型煤代替块煤, 公司技术改造项目将每吨合成氨节约成本 97元, 按每吨尿素和纯碱分别需要 0.6吨和 0.36吨合成氨计算, 尿素生产成本将节约 58元, 纯碱生产成本节约 35元。

动力调整国债改造项目目前已经基本准备就绪, 但是受制于国家节能减排需要, 目前尚未运营, 我们认为随着“十一五”规划完成, 该项目将在明年发挥效益, 有效减少生产成本。我们预计明年正式运营后, 该项目将能够满足公司接近 10%的用电需求, 节省燃料煤 3-4万吨, 同时由于该项目可以利用生产过程产生的白粉末等废弃物, 既可实现废物循环利用, 还可减少公司环保处理成本, 按照目前动力煤 488 元的税后价格, 明年该项目投产后将能节省成本 1464-1952万元。

1.4 刚性成本制约企业毛利率提升

由于公司的尿素、纯碱生产的主要原料是煤制合成氨, 而公司所用的煤炭主要来自于山西阳泉和晋城的块煤, 采购成本较高, 同时由于江苏地区人工和电力等刚性成本明显高于其他地区, 所以相比于其他煤头尿素企业, 企业的毛利率一直较低。虽然目前公司通过技术改造和动力调整国债改造项目的顺利运营有效降低生产成本, 但是煤制化工产品由于刚性成本等因素仍处于劣势, 毛利率提升空间较小。

2 涉足精细化工, 充分利用技术优势

公司硼氢化钠项目目前进展顺利, 已经进入试生产阶段, 产品技术指标比中试优异, 预计在九月底或十月初正式投产, 保守估计产量为 200-250吨, 明年能够达到规划产能 1000 吨, 并且公司所采用的硼氢化钠生产技术为独家转让, 生产成本相比于传统技术能够节省约 10%, 明显提升产品竞争优势。我们预计该项目明年完全投产后将贡献净利润 2500万元, 增厚 EPS0.1元。

目前国内硼氢化钠年产量在 2000-3000吨, 进口 800吨左右, 接近 90%的需求用于作为合成医药中间体的还原剂, 目前医药中间体年复合增长率达到 20-30%, 市场空间较为广阔。公司募投项目投产后, 将能有效替代进口需求, 不会明显挤占国内厂商的市场份额, 市场开拓阻力较小。目前国际上硼氢化钠主要应用于高档纸张的漂白, 达到总需求量的一半以上, 但是由于国内尚无厂家完全掌握硼氢化钠漂白技术, 高档纸张仍需从国外进口, 造纸领域对硼氢化钠需求较少, 若高档纸张漂白技术上能够突破, 将极大刺激硼氢化钠需求。

3 发力多元化经营, 进军生物化工和环保领域

公司目前公告收购华昌药业 49%的股权并增资 2500万元实施华昌药业生物

医药技术改造项目，投资期 16个月，投产后预计每年贡献净利润 2000万元。华昌药业目前主要生产糖类、肽类、氨基酸及衍生物，通过了药品 GMP体系认证，运行 ISO9001 ISO14001 OSHAS18001体系，获得国际食品 HACCP 穆斯林 HALAL及犹太 Kosher等认证。但受制于规模瓶颈，不能有效拓展业务，公司盈利水平较差。我们认为通过本次增资扩大生产规模，华昌药业将作为公司重点发展的生物化工产业平台，利用自身技术优势，积极发展生物医药，培育公司新的利润增长点。

同时公司还参股江苏艾克沃环保能源公司，股权占比 30%，该公司主要生产污水污泥处理装置，预计在今年年底将会生产出首台装置，用于示范性企业的运营。我们认为随着国家增强对污泥处理的重视和相关政策的出台，该企业有望在明后年开始贡献业绩。

附注：

一、行业评级

- 推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122