

主业继续回升，但股价已被透支

中性（首次）

华星化工业绩修正预告点评

风险评级：一般风险

李隆海（SAC 执业证书编号：S0340510120006）

研究助理：杨柳波

2013 年 1 月 18 日

电话：0769-22110619 邮箱：ylb1@dgzq.com.cn

事件：

华星化工（002018）于 2013 年 1 月 17 日发布《关于转让安徽华星建设投资有限公司 51%股权对公司业绩影响及 2012 年度业绩预告修正公告》，宣布关于转让安徽华星建设投资有限公司 51%股权交易事项影响 2012 年税前利润 10513.13 万元，同时预计公司 2012 年归属于上市公司股东的净利润为 10998.72 万元-11191.68 万元，同比增长 2750%-2800%。2012 年 10 月 29 日公司曾在三季报中预计 2012 年归属于上市公司股东的净利润为 771.84 万元至 964.8 万元。

点评：

1、四季度主营继续大幅回升

根据规定，公司享受高新技术企业税率优惠，所得税率为 15%，则转让安徽华星建投的税后净利润为：8936.16 万元，扣除此项影响，公司 2012 年归属于上市公司股东的净利润约为：2062.56 万元-2255.52 万元，其中四季度为 1195.39 万元-1388.35 万元，且几乎全部为主营业务创造，对应营业利润约为 1406 万-1633 万，而 2011 年同期为亏损 5190 万元，2012 年 Q3 为亏损 243 万元，可见主营业务回升力度之大。2012 年 Q1-Q4，公司营业利润分别为：-430 万，-243 万，452 万和 1406 万-1633 万，经历了亏损减少、扭亏为盈和盈利扩大的过程，主业景气度回升的趋势十分明朗。

2、草甘膦价格持续上涨并保持高位是主业好转主因

公司草甘膦产能约为 1.5 万吨，营收占比约为 50%。2012 年以来，草甘膦价格从年初的 23500 元/吨一路飙涨至目前的 35000 元/吨左右，涨幅近 50%。上半年公司草甘膦毛利率已经从 2011 年上半年的-1.75% 上升到 10.26%，我们预计到四季度草甘膦毛利率很可能已经在 30%以上，贡献毛利润约在 3300 万左右，是四季度营业利润环比大幅增长的主要原因。我们预计草甘膦的景气度还将维持，国内小产能在环保压力下复产动力不足，而国外需求持续旺盛，预计 2013 年草甘膦价格将保持高位。

3、募投资金利用效率低，将显著稀释公司业绩

2012 年 7 月，公司公布向特定对象的非公开增发预案，拟以 4.36 元/股的价格向华信石油发行不超过 45225.37 万股，发行完成后，华信石油持股比例将达 60.61%，成为公司控股股东。预案披露，此次募集资金约 20 亿元，主要用于 30 万吨烧碱，年年富农资连锁配送中心，偿还银行贷款和补充流动资金四个方面。募投项目中仅 30 万吨烧碱和年年富农资连锁配送中心能够直接创造效益，其余资金只能取得与银行存款利息相当的回报，资金有效利用率仅为 50%，且由于发行价格低，发行股数多，如果后期没有盈利较好的项目或资产注入，对业绩的稀释效应将比较严重。

4、华信石油整体注入是市场最大期待，但应保持适度谨慎

华信石油主营业务为石油化工原料及添加剂的国内外贸易，具体产品主要是芳烃、对二甲苯和电解铜

等。我们认为：华信石油入主公司的主要目的在于获取上市公司平台，以便于实施资本运作，以便实现自身资产整体上市的目的。主要理由如下：第一，华信石油主要从事石化产品贸易，并没有农药行业生产经验，也没有化工行业生产经验；第二，华信石油 2011-2012 年曾与福建南纸接触，拟协议收购福建南纸控股权，该项目直到 2012 年 6 月才因职工安置问题宣告失败，次月华星化工便公布非公开增发预案宣布华信石油入主。几乎同时接洽收购两家行业完全不同也与自身主业毫不相关的上市公司，其意图非常明显；第三，华星化工和福建南纸在当时都属于极度绩差公司，主业多年持续亏损，表面华信石油不在乎收购对象的盈利能力，而更在乎以较低的成本取得上市平台；第四，华星化工最新公告中披露了华信石油入主后的经营计划，指出华信石油看好农药行业复苏，将支持上市公司做大做强农药主业。我们认为，该事项主要因随着草甘膦价格的飙涨，上市公司三四季度盈利状况大幅好转，并不能表明华信石油放弃了自身资产上市的愿望，只是未来资产重组的方式可能由原计划的资产置换改为资产注入。

对于华信石油的估值而言，数据显示，2011 年华信石油营业收入为 126.9 亿，净利润为 6213.4 万。由于华信石油所处的石化贸易行业毛利率较低，业绩波动大，一般采用市销率作为估值基础。参考 A 股五家石化贸易行业上市公司，与公司规模最接近的是龙宇燃油和泰山石油，其市销率分别为 0.3 倍和 0.6 倍，按最低的 0.3 倍计算，华信石油的估值应在 40 亿元以上。虽然我们认为华信石油资产注入可能性较大，且注入资产价值较高，但具体方案尚未出台，相关方面也尚未给出明确的态度，该事项风险还非常大，投资者还应保持适度谨慎。

5、目前股价已较充分反映资产注入预期，给予“中性评级”

我们假设公司年内完成非公开增发，募投项目 2014 年起贡献业绩，以增发完成后 7.46 亿的股本为基础，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为：0.15 元，0.12 元和 0.33 元，对应 67 倍，85 倍和 31 倍，仅凭现有项目和募投项目显然无法支撑目前的估值水平，显然市场对华信石油资产注入的预期已经较为充分的反应到了股价上。虽然我们认为华信石油资产注入概率较大，但其具体的注入时间和注入方案都有非常大的不确定性，鉴于上述原因，给予公司“中性”评级，建议保持谨慎。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430