

**宏源证券**
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/华星化工(002018)/公司中报简评

2013年08月25日

主营扭亏为赢, 经营渐入正轨

增持 维持

目标价格: 9.50 元

投资要点:

- 上半年收入 7.13 亿元同比增长 38%, 净利润 0.13 亿元同比增长 342%
- 主营业务扭亏为盈, 但是主营业务盈利能力相对较差
- 新任大股东业务体量较大, 潜在的资产注入是最大的看点

报告摘要:

- 中报收入 7.13 亿元增长 38%, 净利润 0.13 亿元增长 342%。其中杀虫剂收入 2.2 亿元增长 7.3%, 毛利率 6.62% 上升 0.5 个百分点; 除草剂收入 2.5 亿元增长 3.37%, 毛利率 17.2% 上升 11.6 个百分点; 杀菌剂收入 0.33 亿元增长 77%, 毛利率 28% 上升 0.6 个百分点。
- 公司农药业务的盈利能力不强。今年上半年以草甘膦和百草枯为代表的农药品种出现了价格的持续上涨, 农药企业的盈利能力普遍增强, 行业景气度快速上升。然而, 公司虽然实现主营扭亏, 净利润大涨 342%, 但是这主要得益于去年较低的基数, 公司 15% 的毛利率和 1.9% 的净利润率仍然处于行业中落后的位置。
- 公司经营能力为募投项目的盈利能力蒙上阴影。公司增发项目中预计 30 万吨的离子膜烧碱项目净利润率为 16%, “年年富” 配送中心项目净利润率为 7.6%, 大大高于公司主营业务目前的盈利能力。考虑到, 公司主营的农药产品目前处于行业高景气之中, 而募投项目产品的市场前景较为一般, 所以募投项目盈利不达预期的风险有所增加。
- 公司乌鸡变凤凰的关键是大股东的支撑。公司新任大股东华信石油的业务规模体量大, 涉及石油化工原料及添加剂的国际国内贸易, 在海南拥有 1200 万立方石油储备基地, 新疆大型煤化工项目也与客户达成初步合作意向, 未来存在将合适资产注入上市公司的可能。
- 盈利预测与估值。我们谨慎看好公司未来的发展前景, 预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.15/0.20/0.27 元, 维持增持评级, 目标价 9.50 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	908.25	942.66	1328.80	1711.40	2103.20
增长率(%)	5.64	3.79	40.96%	28.79%	22.89%
归母净利润(百万)	3.86	111.91	180.49	241.79	323.40
增长率(%)	-103.02	2799.79	61.28	33.96	33.75
每股收益	0.01	0.38	0.15	0.20	0.27
市盈率	2705.41	93.30	58.12	43.38	32.43

中小市值公司研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

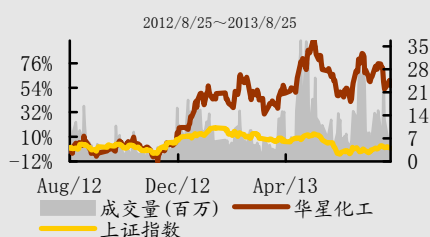
研究助理:

邓锐

电话: 010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



基础数据

当前价格(元)	7.16
6个月最高/低(元)	9.01/5.99
总市值(亿元)	85.84
流通市值(亿元)	30.49
大股东持股(%)	60.78
十大流通股东(%)	4.92

相关研究

《华星化工: 增发换主, 脱胎换骨》

2013/7/22

《中小市值周报 20130818: 乌龙指打乱节奏, 市场面临多维冲击》

2013/8/17

《中小市值周报 20130811: 循着行业政策, 走精选个股路线》

2013/8/12

《中小市值周报 20130804: “微刺激”下的明天会更好》

2013/8/4

表 1: 公司盈利预测及估值

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	943	1329	1711	2103	经营活动现金流				
YoY	4%	41%	29%	23%	净利润	111	180	242	323
营业成本	804	1034	1308	1563	折旧与摊销	42	94	150	197
营业税金及附加	0	1	2	2	财务费用	29	10	10	10
销售费用	49	53	68	84	非经常性/非经营性损益	-101	-50	-50	-50
管理费用	53	40	51	63	营运资金的减少	8	-158	-109	-114
EBITDA	79	295	432	589	长期经营性负债的增加	0	1750	0	0
YoY	10732%	273%	47%	36%	经营活动现金流净额	89	1826	242	367
EBIT	37	201	282	391	投资活动现金流				
财务费用	32	10	10	10	固定资产购建	-70	-310	-310	-310
非经营性/经常性损益	114	50	50	50	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	119	241	322	431	非经常性或非经营性损益	73	50	50	50
所得税费用	7	60	81	108	非核心资产的减少	4	-336	0	0
净利润	111	180	242	323	投资活动现金流量净额	7	-606	-270	-270
YoY	4283%	62%	34%	34%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(0)	0	0	0	短期借款增加	-32	-114	-47	-15
归属母公司所有者净利润	112	180	242	323	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	2800%	61%	34%	34%	股本及资本公积增加	0	2086	0	0
					财务费用及红利等	-30	-10	-10	-10
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	-62	1962	-57	-25
资产					现金及现金等价物净增加额	34	3183	-85	72
货币资金	184	3367	3282	3354	现金及现金等价物期末余额	184	3367	3282	3354
应收款项	213	292	394	505					
预付款项	51	23	28	33	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	241	376	463	546	盈利能力				
其他流动资产	28	0	0	0	ROE	16.9%	6.2%	7.6%	9.3%
流动资产合计	719	4058	4166	4437	净利率	11.8%	13.6%	14.1%	15.4%
固定资产	466	732	926	1062	毛利率	14.7%	22.2%	23.6%	25.7%
在建工程	85	53	36	28	营业费用率	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	171	164	157	152	管理费用率	5.6%	3.0%	3.0%	3.0%
非核心资产	64	400	400	400	财务费用率	3.4%	0.8%	0.6%	0.5%
非流动资产合计	787	1349	1519	1642	资本结构				
资产总计	1506	5407	5686	6079	资产负债率	53.6%	45.2%	43.6%	41.9%
负债					权益乘数	2.29	1.85	1.80	1.74
短期借款	310	196	149	135	流动资产/总资产	47.7%	75.1%	73.3%	73.0%
应付款项	312	117	145	171	流动负债/总负债	89.1%	24.7%	25.9%	27.9%
预收款项	71	199	257	315	偿债能力				
其他应付款	26	90	90	90	流动比率	1.00	6.72	6.49	6.24
其他流动负债	0	1	1	1	速动比率	0.66	6.09	5.77	5.47
流动负债合计	719	604	641	712	产权比率	1.23	0.84	0.78	0.73
长期借款	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	0.80	1.19	1.27	1.36
长期经营性负债	64	1772	1772	1772	营运能力				
其他非流动负债	24	66	66	66	存货周转率	2.25	3.35	3.12	3.10
非流动负债合计	88	1838	1838	1838	应收账款周转率	5.07	5.26	4.99	4.68
负债合计	808	2442	2479	2550	流动资产周转率	1.14	0.56	0.42	0.49
股本	294	1199	1199	1199	固定资产周转率	1.95	2.22	2.06	2.12
资本公积金	57	1238	1238	1238	总资产周转率	0.60	0.38	0.31	0.36
留存收益	292	473	714	1038	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	643	2909	3151	3475	EPS(元)	0.38	0.15	0.20	0.27
少数股东权益	15	15	15	15	BPS(元)	2.19	2.43	2.63	2.90
股东权益合计	658	2924	3166	3489	P/E(x)	22.98	58.12	43.39	32.44
负债和股东权益合计	1465	5366	5645	6039	P/B(x)	4.00	3.61	3.33	3.02

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012 年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 华星化工、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、山大华特等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。