

华星化工 (002018.SZ/002018 CH)

迅速崛起的农药企业

**Rmb17.7
9**

**增持
首次评级**

公司拜访

张琼钢
86.21.6237.2631 分机 119
zhangqq@kgish.com

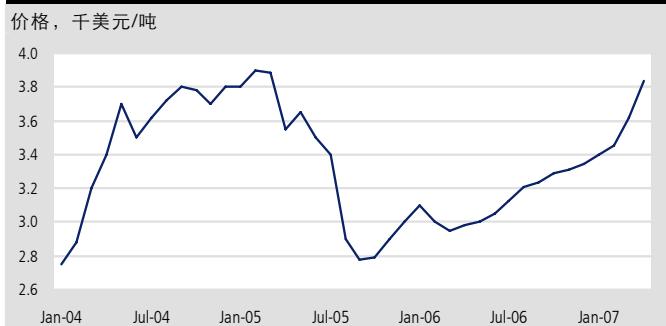
李玥
86.21.6237.1828 分机 122
sabrina@kgish.com

- 公司主营产品之一草甘膦得益于销售价格持续攀升和产能扩张，是未来公司最主要利润增长点
- 正在筹划中的“天然气路线生产草甘膦”项目，将使公司草甘膦成本降低 13%，毛利率提高 10%以上，极大提高公司的盈利能力
- 刚刚建成和正在建设的 11 个项目，全部投产后将每年给公司贡献收入 12.87 亿，相当于 06 年主营收入的 3 倍。12 个月目标价为 21.6 元，首次评级为「增持」

需求旺盛和产能扩张使草甘膦成为公司最主要的业绩增长点

草甘膦是一种广谱灭生性除草剂，由于全球转基因作物的扩大种植，以及全球农业特别是发展中国家农业的复苏和现代化发展，草甘膦的需求增长迅速，我们判断未来几年全球草甘膦市场保持 14%左右的增长，2010 年，全球需求量将达到 90 万吨。而供给上，目前最大的草甘膦生产商孟山都并没有扩产计划，供给的缺口主要由本国提供。根据我们目前了解情况，草甘膦目前货源紧张，现货价格已经 3.4 万元/吨左右。我们判断，草甘膦在未来 2 年内供给继续偏紧，价格将保持高位。

图一：草甘膦出口价格走势图



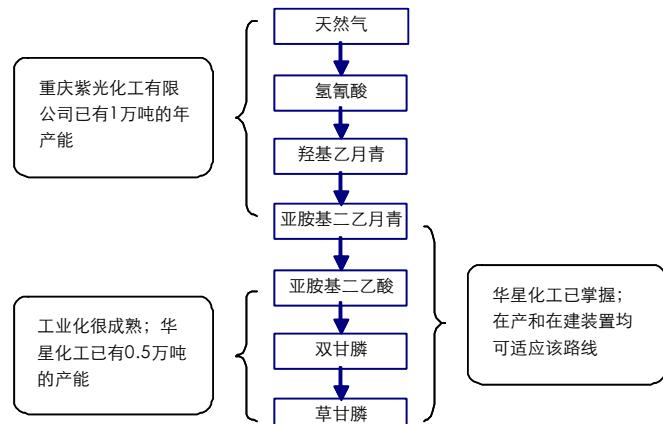
资料来源：2006.6 月前数据来自五矿化工；近期数据根据市场价格推测

华星化工从 2004 年才开始生产草甘膦，经过这几年的生产实践，其生产工艺不断进步，产品收率、品质、成本控制等方面在全国处于领先地位。毛利率从 2004 年的 5.4% 迅速提高到 2006 年的 19%，基本达到行业龙头新安股份的水准，在草甘膦价格高位运行的情况下，我们预计未来草甘膦的毛利率将提高到 25% 左右。而不断扩张的产能更为业绩的增长提供了有力的保证，根据公司目前的规划，到 2008 年中期，包括合资公司，产能将达到 1.5 万吨草甘膦、4 万吨双甘膦（通过氧化可直接得到草甘膦，合 2.4 万吨草甘膦），较 06 年增加 6.8 倍。

正在筹划的“天然气路线生产草甘膦”项目，成功之后将极大地提高草甘膦产品的竞争力

采用天然气合成亚胺基二乙腈再合成草甘膦则可以极大的降低成本，据了解，用天然气合成亚胺基二乙腈，加上重庆到华星化工本部的运费，每吨草甘膦成本可降低约 3,000 元/吨，也就是说相当于二乙醇胺路线成本的 87% 左右，相当于毛利率提高 10 个百分点。成功之后，公司草甘膦的毛利率至少可以提高到 30%，产品的竞争力大大加强。

图二：天然气制备草甘膦工艺路线



资料来源：凯基证券集团

技术方面，通过多年的研究攻关，我国已经打通了天然气到草甘膦的生产工艺路线，重庆紫光化工厂 1 万吨/年的亚胺基二乙腈生产装置已经正常运转；目前华星化工在产和在建的生产装置可以直接利用亚胺基二乙腈生产草甘膦，因此整个路线的工业化生产基本不存在技术上的问题。



通过多年的研究试验，目前，公司已经掌握了天然气到草甘膦生产的整个工艺技术，并在重庆化工园区注册成立了独资子公司，得到安徽和重庆发改委的大力支持，获得了天然气指标，工厂的建设正在积极地筹划中，目前处于土地平整及工业设计规划中。整个项目规划规模是年产 5 万吨亚胺基二乙腈，一期 1.67 万吨，预计将于 2008 年中期建成第一条 5,000 吨生产线（由于项目有可能会出现工业放大和生产调试的问题，我们没有将该项目计算入公司的主营业务收入中）。

以公司年产 2.7 万吨（合资部分按 50% 计算）草甘膦测算，每年可为公司增加利润 0.96 亿，每股盈利增加约 0.24 元。因此，在公司打通上游（天然气）到下游（草甘膦）整个产业链，并建成投产之后，公司的盈利能力将得到极大的提高。

多达 11 个新建和在建项目将极大推动公司业绩增长

公司一直通过不断扩大产能来增加收入，提高公司规模。特别是近两年，有大量的新项目已经或者即将建成。这些项目包括吡虫啉、啶虫脒、高效氟氯氰菊酯等三项高毒农药替代产品，一项杀菌剂（苯氧菌酯），四项除草剂（草甘膦精喹禾灵、烟嘧磺隆、精恶唑禾草灵），以及三项合资项目（两期双甘膦、2, 4-D 酸）。

图三：公司新项目陆续投产

项目名称	产能 (吨/年)	进展情况	全部投产后对业绩贡献 预测(百万元/年)
杀虫剂	口比虫口林	300	2006.10投产
	啶虫月米	300	2006.10投产
	高效氟氯氰菊酯	150	2006.12投产
灭菌剂	苯氧菌酯	250	2006.11投产
除草剂	精口奎禾灵	500	2006.11投产
	烟嘧磺隆	200	2007.11投产
	精恶唑禾草灵	150	2007.7投产
	草甘膦	10,000	2007.4投产
合资	2, 4-D酸	10,000	2008年中投产
	双甘膦一期	20,000	2008年初投产
	双甘膦二期	20,000	2008年中投产

注：* 合资项目，占 50% 股权

资料来源：公司调研及凯基预估

这些项目陆续建成投产，将使公司未来几年的业绩得到爆发性的增长，2006 年到 2009 年复合增长率将达到 42%。而合资项目将在 2008 年以后陆续给公司贡献可观的投资收益，据测算全部建成投产后，合资公司（上市公司占 50% 股权）销售额可达到 9.1 亿人民币，是上市公司 2006 年主营收入的 2 倍。

图四：公司销售收入将大幅增长



注：* 没有计入合资项目；新增项目是指上表所列除草甘膦和合资项目以外的其它项目

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

公司简介

华星化工是一家非常具有竞争力的农药研发、生产和销售企业，是安徽省最大的农药生产企业、长江流域主要的农药供货商。产品包括杀虫剂、除草剂、杀菌剂三大系列 20 多个原药 60 多个品种。公司的农药产品均为高效、低残留、无公害农药，符合国家农药产业政策，不存在产品淘汰，设备报废的情况。公司最大的卖点是草甘膦产能扩张和正在积极进行中的生产新技术将使公司的业绩发生飞跃，另外大量项目的建成投产不仅丰富了公司的产品结构，增加抗风险能力，也极大地推动了业绩增长。

公司评价与投资建议

我们给予初次评级的华星化工「增持」评级。不考虑天然气工艺带来的贡献，我们预估公司 07-09 年每股盈利分别为 0.42、0.72、0.96 元。参照 A 股上市公司中的农药企业，我们给予公司 08 年 EPS 30 倍估值，目标价位 21.6 元，上涨空间 21.4%，首次评级为「增持」。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2006A	438	97	50	62	31	0.32
2007F	766	163	87	111	52	0.42
2008F	1,092	226	122	154	91	0.72
2009F	1,276	259	145	184	120	0.96
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2006A	1.6	13.9	11.1	19.4	1.3	10.7
2007F	3.1	27.5	21.4	42.8	3.0	12.8
2008F	2.1	18.8	11.9	24.6	2.8	16.7
2009F	1.7	15.1	14.9	18.6	2.4	19.6
产业	化工	52周股价(低/高):				6.0 - 17.8
12个月目标价(人民币元)	21.6	市值(十亿元/美金百万):				2/286
上涨/下跌空间(%)	21.4	流通在外股数(百万股):				13
上涨空间排名(percentile, %)	99	不受大股东掌控股数(百万股):				60
股利收益率-12/07估(%)	0.5	外资持有股数(百万股):				N/A
每股净值-12/07估(人民币元)	4.1	3个月平均日成交量(百万股):				1.5
价格每股净值比-12/07估(X)	4.3	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	52.6; 156.4; 181.3			
净负债比率-12/07估(%)	27.9	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-9.2; -4.3; -8.5			



资产负债表

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
资产总额	559	775	1,193	1,412	1,577
流动资产	258	298	500	730	930
现金及短期投资	79	86	122	188	295
存货	118	132	241	346	406
应收帐款及票据	41	55	94	135	157
其它流动资产	20	25	43	61	71
非流动资产	301	477	693	683	648
长期投资	2	35	60	65	67
固定资产	297	440	631	616	579
什项资产	2	2	2	2	2
负债总额	286	478	674	841	923
流动负债	242	371	510	682	798
应付帐款及票据	104	155	264	380	445
短期借款	78	140	107	103	121
什项负债	60	76	139	199	232
长期负债	44	107	164	159	125
长期借款	40	103	160	155	121
其它负债及准备	4	4	4	4	4
股东权益总额	273	297	519	572	654
普通股本	65	78	126	126	126
资本公积	133	124	252	252	252
保留盈余	76	96	141	194	277

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务比率

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
年成长率(%)					
营业收入	41.5	23.2	75.0	42.6	16.8
营业利益	13.9	31.8	73.7	41.5	18.1
EBITDA	18.5	26.3	78.8	39.1	19.0
税后纯益	67.4	28.3	70.7	73.9	32.3
每股盈余	67.4	28.3	30.3	73.9	32.3
获利能力分析(%)					
营业毛利率	22.2	22.2	21.3	20.7	20.3
营业利益率	10.6	11.4	11.3	11.2	11.3
EBITDA 利益率	13.8	14.2	14.5	14.1	14.4
税后纯益率	6.7	7.0	6.8	8.3	9.4
平均资产报酬率	5.0	4.6	5.3	7.0	8.0
平均净值报酬率	9.0	10.7	12.8	16.7	19.6
稳定性\偿债能力分析					
毛负债比率(%)	43.1	81.8	51.5	45.2	37.0
净负债比率(%)	14.1	53.0	27.9	12.4	Net cash
利息保障倍数(X)	8.1	5.5	5.7	8.5	11.4
利息及短期债保障倍数(X)	0.5	0.3	0.7	1.1	1.3
Cash Flow Int. Coverage (X)	8.7	8.0	5.4	7.9	9.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.5	0.5	0.7	1.0	1.0
流动比率(X)	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2
速动比率(X)	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
净负债(Rmb百万)	(29.0)	98.1	151.1	107.6	8.7
每股资料分析(人民币元)					
每股盈余	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0
每股现金盈余	0.4	0.4	0.6	1.0	1.3
每股净值	2.9	3.1	4.1	4.6	5.2
每股营收	3.7	4.6	6.1	8.7	10.2
EBITDA/shr	0.4	0.5	0.7	1.0	1.2
每股股利	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3
资产运用状况					
资产周转率(X)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
应收帐款周转天数	42.3	46.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	121.3	110.1	114.9	115.8	116.3
应付帐款周转天数	107.1	129.3	125.9	126.9	127.5
现金转换循环天数	56.5	27.0	34.0	33.9	33.8

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
营业收入	355	438	766	1,092	1,276
营业成本	277	340	603	866	1,016
营业毛利	79	97	163	226	259
营业费用	41	47	77	104	115
营业利益	38	50	87	122	145
利息收入净额	(2)	(8)	(14)	(13)	(11)
利息收入	3	1	2	2	4
利息支出	5	10	15	16	15
投资收益净额	0	(0)	1	10	24
其它营业外收入净额	(1)	1	(1)	(1)	(1)
税前纯益	35	42	73	118	156
所得税费用	11	12	20	27	36
非常项目前税后利润	24	31	52	91	120
非常项目(包括少数股东权益)	0	0	0	0	0
税后纯益	24	31	52	91	120
EBITDA	49	62	111	154	184
每股盈余(人民币元)	0.25	0.32	0.42	0.72	0.96

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
营运活动之现金流量	43	77	83	124	141
本期纯益	24	31	52	91	120
折旧及摊提	11	12	24	32	39
本期运用资金变动	7	34	7	11	6
其它营业资产及负债变动	0	0	(1)	(10)	(24)
投资活动之现金流量	(172)	(189)	(239)	(12)	20
资本支出净额	(176)	(154)	(213)	(15)	0
本期长期投资变动	(2)	(34)	(24)	5	22
其它资产变动	6	(1)	(2)	(2)	(2)
Free Cash Flow	(129)	(112)	(156)	112	161
融资活动之现金流量	65	119	193	(46)	(54)
现金增资	(10)	(7)	169	(38)	(38)
本期负债变动	71	125	24	(8)	(17)
其它长期负债变动	4	0	(0)	0	0
本期产生现金流量	(64)	6	37	66	107

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - $\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}}$ + $\frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}}$ + $\frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}}$ = 营业利润率
2005A	74.6% 3.2% 11.5% 10.6%
2006A	75.0% 2.8% 10.8% 11.4%
2007F	75.5% 3.2% 10.0% 11.3%
2008F	76.4% 2.9% 9.5% 11.2%
2009F	76.6% 3.1% 9.0% 11.3%
至12月31日	1 / $\frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}}$ + $\frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}}$ + $\frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}}$ = 资本周转率
2005A	0.1 0.8 0.0 1.1
2006A	0.0 1.0 0.0 1.0
2007F	0.0 0.8 0.0 1.2
2008F	0.0 0.6 0.0 1.7
2009F	0.0 0.5 0.0 2.1
至12月31日	营业利润率 x 资本周转率 x 1 - 有效现金税率 = 税后 ROIC
2005A	10.6% 1.1 68.5% 7.8%
2006A	11.4% 1.0 72.1% 8.1%
2007F	11.3% 1.2 72.0% 9.7%
2008F	11.2% 1.7 77.0% 14.8%
2009F	11.3% 2.1 77.0% 18.5%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估