

华星化工 (002018.SZ/002018 CH)

草甘膦景气度下降，公司未来业绩将回落

Rmb20.09

减持

从增持

评级调降

财测下修

王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

张琼钢 (Coordinator)

86.21.6125.8680

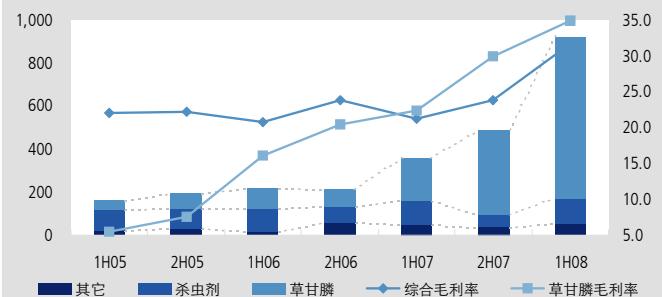
- 公司08年上半年主营业务收入和净利润同比分别增长157%、587%
- 草甘膦价格大幅回落，公司业绩下滑不可避免
- 12个月目标为19.8元，下调评级至「减持」

草甘膦价格上涨，2008年上半年业绩同比增长587%

华星化工上半年实现营业收入9.24亿元，同比增长157%，实现净利润1.68亿元，同比增长587%，每股收益1.03元，远高于我们之前全年每股收益1.12元的预估。这主要是受国际市场供需关系变化影响，草甘膦原药产品上半年销售均价约为8.21万元/吨，同比增长144%，比我们预计的5.6万元/吨的平均售价高47%。

图一：公司业绩主要来源于草甘膦

主营业务收入，百万元（左轴）；毛利率，百分比（右轴）



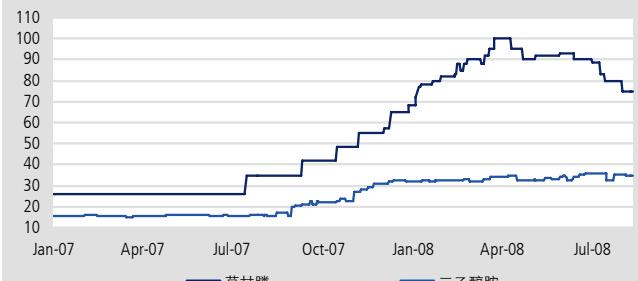
资料来源：公司公告

草甘膦的价格大幅回落，行业利润大幅下滑

由于草甘膦行业利润大幅上涨，吸引众多公司投资该行业，2007年至今国内的产能增加了7-10万吨/年，而全球最大的草甘膦生产企业孟山度也重启生产线，导致草甘膦供不应求的局面得到缓解，价格大幅回落，目前市场价最低已经达到6.5万元/吨，较最高价回落了35%。这和我们之前的风险提示基本吻合。由于未来还将有10-15万吨/年的新增产能陆续投产，草甘膦的价格将继续下滑，而主要的原材料二乙醇胺价格坚挺，行业利润不可避免的将大幅下滑。

图二：草甘膦的价格大幅下滑；二乙醇胺的价格坚挺

出厂价，千元/吨



资料来源：化工在线

公司绝大部分产能扩张围绕草甘膦，风险很大

目前，华星化工草甘膦的产能为1.5万吨/年，2007年草甘膦的收入和利润分别占全部的70%和84%，2008年上半年分别提高至81%、89%，是公司最主要的利润来源。由于公司绝大部分的产能扩张围绕草甘膦，草甘膦的价格大幅下滑必将给公司的业绩增长带来巨大的打击。

图三：公司草甘膦相关的项目情况

项目名称	投产时间	备注
2万吨草甘膦原药技改	2009年底	
与阿丹诺合资项目（50%股权）4万吨双甘膦	一期2万吨 二期2万吨 2008年8月 2008年11月	草甘膦中间体，可生产2.4万吨草甘膦
重庆全资子公司5万吨亚胺基二乙腈	一期3.4万吨 二期1.7万吨 2009年7月 2009年底	草甘膦原料，可生产约8万吨草甘膦

资料来源：凯基证券集团

公司评价与投资建议

根据目前的市场情况，我们认为草甘膦的价格将继续下滑，今年下半年均价预计为6万元/吨，2009、2010年均价维持之前5.6万元/吨的预期，08-10年的每股收益由1.12、1.22、1.38元调整至1.49、0.99、1.27元，下调09年40倍PE至20倍PE，合理股价由49元下调至19.8元，鉴于行业风险加大，下调评级由「增持」至「减持」。

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)
2007A	848	192	117	143	69	0.42
2008F	1,555	450	349	396	244	1.49
2009F	1,266	271	170	223	161	0.99
2010F	1,771	361	219	276	207	1.27
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 (%)
2007A	2.6	19.0	15.5	30.5	2.9	17.2
2008F	2.2	9.6	14.2	13.5	2.9	37.7
2009F	2.5	18.7	8.5	20.4	2.4	18.6
2010F	1.7	13.8	14.2	15.8	2.0	19.7
产业	化工	52周股价(低/高)				12.8-37.7
12个月目标价(人民币元)	19.8	市值(十亿元)美金百万:				3/456
上涨/下跌空间(%)	(1.4)	流通在外股数(百万股):				163
上涨空间排名(percentile, %)	2	不受大股东掌控股数(百万股):				121
股利收益率-12/08估(%)	N.A.	外资持有股数(百万股):				N.A.
每股净值-12/08估(人民币元)	4.8	3个月平均日成交量(百万股):				3.5
价格每股净值比-12/08估(x)	4.2	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	-46.2; -27.3; 43.1			
净负债比率-12/08估(%)	8.5	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-11.5; 42.8; 173.6			