

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

吕 王志霖

☎ 886.2.2181.8730

✉ stephen.wang@kgi.com.tw

吕 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%

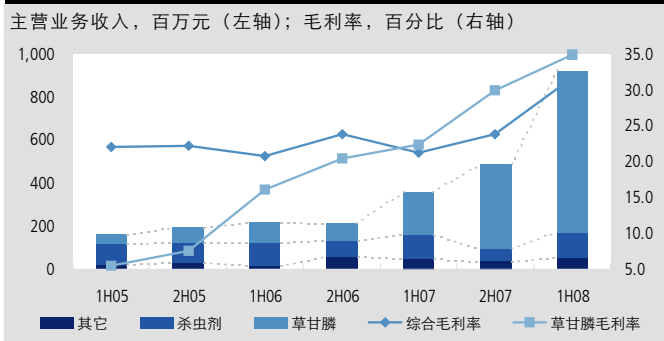
■ 草甘膦价格大幅回落，公司业绩下滑不可避免

■ 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

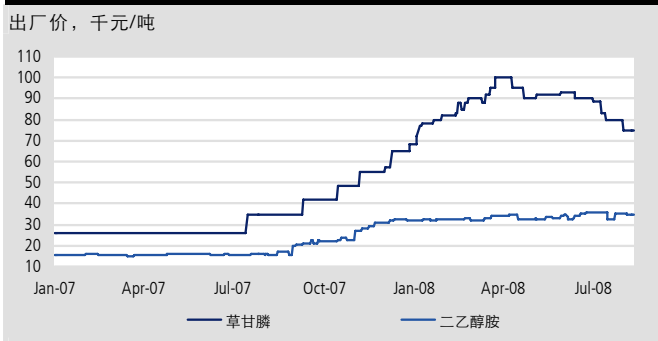


资料来源：公司公告

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，吸引了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



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 |
| 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 |
| | | 草甘膦中间体，可生产2.4万吨草甘膦 |
| | | 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 | | |
| 12个月目标价(人民币元) | | | | 52周股价(低/高): | | |
| 19.8 | | | | 12.8 - 37.7 | | |
| 上涨/下跌空间(%) | | | | 市值(十亿元/美金百万): | | |
| (1.4) | | | | 3 / 456 | | |
| 流通在外股数(百万股): | | | | 163 | | |
| 不受大股东掌控股数(百万股): | | | | 121 | | |
| 股利收益率-12/08估(%) | | | | N.A. | | |
| 每股净值-12/08估(人民币元) | | | | 3个月平均日成交量(百万股): | | |
| 4.8 | | | | 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 | | |