

华星化工 (002018.SZ/002018 CH)

09 年业绩不可避免大幅下滑，但未来发展潜力大

Rmb18.69

持有

从 减持

评级调升

财测上修

✓ 王志霖

VV 886.2.2181.8730

X stephen.wang@kgi.com.tw

✓ 张琼钢 (Coordinator)

VV 86.21.6125.8680

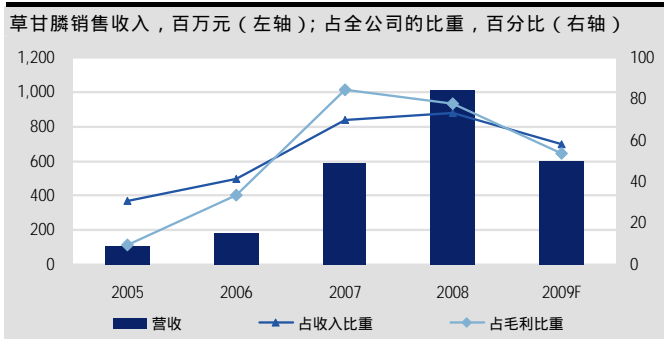
受草甘膦价格大幅下跌影响，公司计提 0.9 亿元存货跌价损失，业绩低于预期，2009 年业绩将大幅下滑。产能扩张、产业链进一步完善，未来发展潜力大。高新技术企业，享受 15% 的所得税优惠，上调盈利预测，同时上调 12 个月目标至 17.5 元和评级至「持有」。

大幅计提存货跌价损失，业绩低于预期

2008 年华星化工实现营业收入 13.8 亿元，同比增长 63%，基本符合我们的预期，实现净利润 1.82 亿元，同比增长 167%，每股收益 1.12 元，远低于我们之前每股 1.48 元的预期，主要是由于 2008 年下半年草甘膦价格大幅下跌，公司计提了 0.9 亿元的存货跌价损失。

草甘膦价格回落，09 年业绩不可避免的大幅下滑

虽然公司的产品品种丰富，但对业绩影响最大的还是草甘膦，2008 年，草甘膦的销售收入和毛利占全公司的 70% 以上，其价格目前较去年均价大幅下跌 65%，不可避免的严重拖累公司 2009 年的业绩。

图一：草甘膦对公司业绩影响很大

资料来源：公司公告；凯基证券集团

近期，草甘膦的价格从最低的 2.1 万元/吨稳步上涨至 3 万元/吨，随着农业生产的进一步活跃，对草甘膦的需求会较前期有所增加，价格还有一定上涨的空间，但由于国

内产能前两年快速扩张，导致严重过剩，上涨空前不大，预计全年均价约 3-4 万元/吨。

产能扩张和产业链的进一步完善，未来发展潜力大

目前公司的业务拓展绝大部分还是围绕着草甘膦进行，虽然全行业面临产能过剩、利润率下滑的风险，公司的业绩不可避免的会受到一定的冲击，但由于公司规划比较合理，未来将成为最具竞争力的草甘膦生产商。华星化工重庆子公司在建 3.4 万吨/年的天然气制亚胺基二乙腈项目将为公司提供主要的原料，使公司更具抗风险能力并且获取更多利润；而 4 万吨/年双甘膦合资项目，倚仗合作方阿根廷的阿丹诺公司，销售不存在问题，并且已成为公司产品出口的重要管道，年报显示，阿丹诺公司是公司第一大客户，占总销售额的 31%，而阿根廷孟山都占 24.3%，稳定的出口管道为公司未来产品销售提供了强有力的保证。

图二：公司草甘膦相关的项目情况

| 项目名称 | 计划投产时间 | 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 | 已建成，今年中期投产 |
| | 二期2万吨 | 视市场情况 |
| 重庆全资子公司5万吨亚胺基二乙腈 | 一期3.4万吨 | 2009年8月 |
| | 二期1.7万吨 | 2009年底 |

资料来源：凯基证券集团

公司评价与投资建议

我们维持今年和未来几年草甘膦 3.5 万元/吨均价的预期，由于公司年初被认定为高新技术企业，享受 15% 的所得税优惠，我们上调 09-10 年的每股收益至 0.72 元、0.97 元，给予 2011 年每股收益 1.3 元，目前化工行业的平均估值约为 10 年 15 倍 PE，但考虑到公司为中小企业，给予一定的估值溢价，目标价 17.5 元，相当于 10 年 18 倍 PE，上调评级由「减持」至「持有」。

| 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) |
|---------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|-------------|
| 2008A | 1,382 | 446 | 248 | 283 | 182 | 1.12 |
| 2009F | 1,025 | 223 | 135 | 174 | 117 | 0.72 |
| 2010F | 1,190 | 274 | 173 | 218 | 159 | 0.97 |
| 2011F | 1,524 | 351 | 229 | 285 | 212 | 1.30 |

| 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 (%) |
|---------|-----------------|----------------|------------------|------------|------------------|---------------|
| 2008A | 2.8 | 15.5 | 18.6 | 20.6 | 4.3 | 30.8 |
| 2009F | 3.2 | 23.9 | 13.6 | 26.1 | 2.9 | 15.9 |
| 2010F | 2.7 | 18.8 | 18.6 | 19.2 | 2.5 | 18.2 |
| 2011F | 2.2 | 14.4 | 18.6 | 14.4 | 2.1 | 20.1 |

| 产业 | 化学 | 52 周股价 (低/高): | 7.4 - 37.7 |
|------------------------|-------|-----------------------|-------------------|
| 12个月目标价 (人民币元) | 17.5 | 市值 (十亿元/美金百万): | 3/424 |
| 上涨/下跌空间 (%) | (6.4) | 流通在外股数 (百万股): | 163 |
| 上涨空间排名 (percentile, %) | 60 | 不受大股东掌控股数 (百万股): | 124 |
| 股利收益率-12/09估 (%) | N.A. | 外资持有股数 (百万股): | N.A. |
| 每股净值-12/09估 (人民币元) | 4.9 | 3 个月平均日成交量 (百万股): | 10 |
| 价格每股净值比-12/09估 (x) | 3.8 | 股价绝对表现 % (3, 6, 12个月) | 39.1; 30.4; -35.8 |
| 净负债比率-12/09估 (%) | 23.6 | 股价相对表现 % (3, 6, 12个月) | 15.1; 2.9; -1.2 |

资产负债表

| 至12月31日 (百万元) | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产总额 | 1,064 | 1,286 | 1,446 | 1,685 | 2,015 |
| 流动资产 | 502 | 624 | 524 | 620 | 767 |
| 现金及短期投资 | 176 | 89 | 111 | 151 | 181 |
| 存货 | 207 | 357 | 268 | 305 | 391 |
| 应收帐款及票据 | 77 | 131 | 95 | 111 | 142 |
| 其它流动资产 | 43 | 48 | 50 | 52 | 53 |
| 非流动资产 | 562 | 663 | 922 | 1,065 | 1,248 |
| 长期投资 | 33 | 62 | 83 | 120 | 169 |
| 固定资产 | 523 | 559 | 798 | 904 | 1,038 |
| 什项资产 | 6 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 负债总额 | 559 | 610 | 652 | 733 | 851 |
| 流动负债 | 487 | 594 | 610 | 685 | 795 |
| 应付帐款及票据 | 164 | 173 | 176 | 176 | 193 |
| 短期借款 | 184 | 196 | 268 | 314 | 384 |
| 什项负债 | 138 | 225 | 165 | 195 | 218 |
| 长期负债 | 72 | 16 | 43 | 48 | 56 |
| 长期借款 | 63 | 3 | 30 | 35 | 43 |
| 其它负债及准备 | 9 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 股东权益总额 | 505 | 677 | 794 | 952 | 1,164 |
| 普通股本 | 126 | 163 | 163 | 163 | 163 |
| 资本公积 | 223 | 185 | 185 | 185 | 185 |
| 保留盈余 | 157 | 328 | 445 | 604 | 816 |

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) | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 年成长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 93.9 | 62.9 | (25.8) | 16.1 | 28.0 |
| 营业利益 | 134.0 | 114.1 | (45.4) | 27.9 | 32.1 |
| EBITDA | 97.1 | 84.5 | (38.5) | 25.2 | 31.1 |
| 税后纯益 | 162.3 | 165.1 | (35.7) | 35.4 | 33.9 |
| 每股盈余 | 100.2 | 165.1 | (35.7) | 35.4 | 33.9 |

获利能力分析 (%)

| | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|
| 营业毛利率 | 22.7 | 32.3 | 21.7 | 23.1 | 23.0 |
| 营业利益率 | 13.7 | 17.9 | 13.2 | 14.6 | 15.0 |
| EBITDA 利益率 | 18.0 | 20.4 | 17.0 | 18.3 | 18.7 |
| 税后纯益率 | 8.1 | 13.2 | 11.4 | 13.3 | 13.9 |
| 平均资产报酬率 | 7.5 | 15.5 | 8.6 | 10.1 | 11.5 |
| 平均净值报酬率 | 17.1 | 30.8 | 15.9 | 18.2 | 20.1 |

稳定 \ 偿债能力分析

| | | | | | |
|------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 毛负债比率 (%) | 48.9 | 29.4 | 37.6 | 36.6 | 36.7 |
| 净负债比率 (%) | 14.1 | 16.3 | 23.6 | 20.7 | 21.1 |
| 利息保障倍数 (X) | 3.2 | 6.3 | 6.4 | 6.6 | 7.3 |
| 利息及短期债保障倍数 (X) | 0.5 | 1.0 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| Cash Flow Int. Coverage (X) | 1.8 | 2.7 | 8.1 | 4.3 | 3.7 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (X) | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.3 |
| 流动比率 (X) | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 速动比率 (X) | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 净负债 (Rmb百万) | 114.4 | 90.9 | 148.9 | 192.3 | 221.6 |

每股资料分析 (人民币元)

| | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|
| 每股盈余 | 0.4 | 1.1 | 0.7 | 1.0 | 1.3 |
| 每股现金盈余 | 0.6 | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.6 |
| 每股净值 | 3.1 | 4.1 | 4.9 | 5.8 | 7.1 |
| 每股营收 | 5.2 | 8.5 | 6.3 | 7.3 | 9.3 |
| EBITDA/shr | 0.7 | 1.5 | 0.8 | 1.1 | 1.4 |
| 每股股利 | N.D. | N.D. | N.D. | N.D. | N.D. |

资产运用状况

| | | | | | |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 资产周转率 (X) | 0.9 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 应收帐款周转天数 | 33.0 | 34.5 | 34.0 | 34.0 | 34.0 |
| 存货周转天数 | 89.1 | 94.2 | 95.2 | 93.6 | 93.7 |
| 应付帐款周转天数 | 70.7 | 45.7 | 62.6 | 53.9 | 46.2 |
| 现金转换循环天数 | 51.5 | 83.0 | 66.6 | 73.8 | 81.5 |

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) | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 848 | 1,382 | 1,025 | 1,190 | 1,524 |
| 营业成本 | 656 | 936 | 803 | 916 | 1,173 |
| 营业毛利 | 192 | 446 | 223 | 274 | 351 |
| 营业费用 | 76 | 198 | 87 | 101 | 122 |
| 营业利益 | 116 | 248 | 135 | 173 | 229 |
| 利息收入净额 | (33) | (36) | (22) | (28) | (34) |
| 利息收入 | 2 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 利息支出 | 36 | 39 | 25 | 32 | 39 |
| 投资收益净额 | (2) | (4) | 21 | 37 | 49 |
| 其它营业外收入净额 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 税前纯益 | 81 | 207 | 135 | 182 | 244 |
| 所得税费用 | 12 | 25 | 17 | 24 | 32 |
| 非常项目税前后利润 | 69 | 182 | 117 | 159 | 212 |
| 非常项目 (包括少数股东权益) | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 税后纯益 | 69 | 182 | 117 | 159 | 212 |
| EBITDA | 153 | 283 | 174 | 218 | 285 |
| 每股盈余 (人民币元) | 0.42 | 1.12 | 0.72 | 0.97 | 1.30 |

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) | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营运活动之现金流量 | 66 | 107 | 200 | 140 | 142 |
| 本期纯益 | 69 | 182 | 117 | 159 | 212 |
| 折旧及摊提 | 37 | 34 | 38 | 44 | 56 |
| 本期运用资金变动 | (42) | (114) | 66 | (26) | (78) |
| 其它营业资产及负债变动 | 2 | 4 | (21) | (37) | (49) |
| 投资活动之现金流量 | (124) | (140) | (277) | (150) | (190) |
| 资本支出净额 | (119) | (70) | (277) | (150) | (190) |
| 本期长期投资变动 | 0 | (33) | (0) | 0 | (0) |
| 其它资产变动 | (5) | (37) | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | (58) | (33) | (76) | (10) | (48) |
| 融资活动之现金流量 | 148 | (55) | 99 | 51 | 78 |
| 现金增资 | 139 | (11) | 0 | (0) | 0 |
| 本期负债变动 | 4 | (48) | 99 | 51 | 78 |
| 其它长期负债变动 | 5 | 4 | (0) | 0 | 0 |
| 本期产生现金流量 | 90 | (87) | 22 | 40 | 30 |

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 - 营业成本 / 营业收入 | + | 折旧及摊提 / 营业收入 | + | 销管费用 / 营业收入 | = | 营业利益率 |
|---------|-------------------|---|--------------|---|-------------|---|---------|
| 2007A | 72.9% | | 4.4% | | 9.0% | | 13.7% |
| 2008A | 65.2% | | 2.5% | | 14.3% | | 17.9% |
| 2009F | 74.5% | | 3.7% | | 8.5% | | 13.2% |
| 2010F | 73.2% | | 3.7% | | 8.5% | | 14.6% |
| 2011F | 73.3% | | 3.7% | | 8.0% | | 15.0% |
| 至12月31日 | 1 / 营业运用资金 / 营业收入 | + | 净固定资产 / 营业收入 | + | 什项资产 / 营业收入 | = | 资本周转率 |
| 2007A | 0.1 | | 0.6 | | 0.0 | | 1.4 |
| 2008A | 0.1 | | 0.4 | | 0.0 | | 1.7 |
| 2009F | 0.1 | | 0.8 | | 0.0 | | 1.1 |
| 2010F | 0.1 | | 0.8 | | 0.0 | | 1.1 |
| 2011F | 0.2 | | 0.7 | | 0.0 | | 1.1 |
| 至12月31日 | 营业利益率 | x | 资本周转率 | x | 1 - 有效现金税率 | = | 税后 ROIC |
| 2007A | 13.7% | | 1.4 | | 85.3% | | 16.6% |
| 2008A | 17.9% | | 1.7 | | 87.8% | | 27.0% |
| 2009F | 13.2% | | 1.1 | | 87.0% | | 12.2% |
| 2010F | 14.6% | | 1.1 | | 87.0% | | 13.7% |
| 2011F | 15.0% | | 1.1 | | 87.0% | | 15.0% |

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估