

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 86.2.2181.8730

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

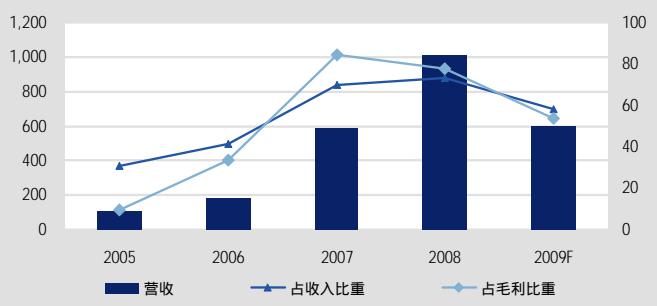
2008 年华星化工实现营业收入 13.8 亿元，同比增长 63%，基本符合我们的预期，实现净利润 1.82 亿元，同比增长 167%，每股收益 1.12 元，远低于我们之前每股 1.48 元的预期，主要是由于 2008 年下半年草甘膦价格大幅下跌，公司计提了 0.9 亿元的存货跌价损失。

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

草甘膦销售收入，百万元（左轴）；占全公司的比重，百分比（右轴）



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，上涨空间不大，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	草甘膦中间体，可生产 2.4 万吨草甘膦
	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
营业收入	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
稳定性\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
利息及短期债务保障倍数(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
非常项目前税后利润	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 - $\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}} = \text{营业利润率}$
2007A	72.9%
2008A	65.2%
2009F	74.5%
2010F	73.2%
2011F	73.3%
至12月31日	1 / $\frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}} = \text{资本周转率}$
2007A	0.1
2008A	0.1
2009F	0.1
2010F	0.1
2011F	0.2
至12月31日	$\text{营业利润率} \times \text{资本周转率} \times 1 - \text{有效现金税率} = \text{税后 ROIC}$
2007A	13.7% \times 1.4 \times 85.3% = 16.6%
2008A	17.9% \times 1.7 \times 87.8% = 27.0%
2009F	13.2% \times 1.1 \times 87.0% = 12.2%
2010F	14.6% \times 1.1 \times 87.0% = 13.7%
2011F	15.0% \times 1.1 \times 87.0% = 15.0%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估