

氮肥

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 梁皓

S0960111010122

0755-82026836

lianghao@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 9.89元

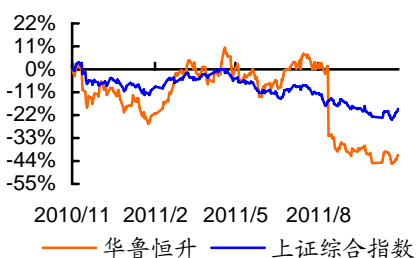
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2473.41
总股本(百万)	954
流通股本(百万)	744
流通市值(亿)	74
EPS (TTM)	0.39
每股净资产(元)	5.01
资产负债率	47.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华鲁恒升	1.75	-13.97	-8.54
上证综合指数	3.40	-8.69	-14.33



相关报告

《华鲁恒升-继续扩产煤化工, 重点关注 6 月煤制乙二醇工艺》2011-3-12

华鲁恒升

600426

强烈推荐

大修影响三季度业绩, 明年增长有保障

公司公告三季度业绩。报告期内, 公司实现营业收入 10.66 亿元, 比上年同期下降 0.65%; 营业利润 0.19 亿元, 比上年同期增长 354.23%; 归属于上市公司股东的净利润 0.16 亿元, 比上年同期增长 169.54%, 基本每股收益 0.02 元。2011 年 1-9 月, 公司实现营业收入 38.45 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 2.77 亿元, 基本每股收益 0.29 元。公司三季度业绩环比大幅下降, 主要因为 8 月全系统停产检修, 销售收入减少, 费用大幅上升。

投资要点:

- **公司 8 月份进行全系统停产检修, 三季度业绩大幅减少。**
三季度公司因为全面停产检修一个月, 生产周期只有 2 个月, 导致 3 季度营业收入仅为 2 季度的 75%, 影响了当期业绩。
当期各项费用上升, 管理费用环比上升 500 万, 管理费用率上升近 1 个百分点。同时公司本期财务费用上升了近 1000 万, 三项费用率合计为 8.34%, 环比上升 2.76 个百分点。
- **公司煤价保持相对稳定, 明年煤气化能力提升 80%, 业绩增长有保障。**
公司煤气化平台用的是神华的烟煤, 采取月度定价的协议, 目前价格为 850 元/吨, 较年初的 800 元/吨上涨较少, 价格保持基本稳定。
公司需外购部分甲醇和合成氨进行后续生产, 煤气化能力的不足制约了公司现有业务的发展。明年公司 100 万吨煤气化产能将陆续投放, 煤气化能力将提升 80%, 公司在传统业务上的竞争优势将进一步加强。
- **新项目需重点关注。**公司 16 万吨的己二酸预计 12 月开车, 煤制乙二醇项目的装置已经基本安装完成, 但催化剂的负荷较低, 目前仍在继续优化。
- **投资建议:** 煤制乙二醇技术上具有较强的不确定性, 暂不考虑这一块; 仅考虑公司煤气化平台能力明年从 120 万吨上升至 220 万吨, 在尿素、醋酸和 DMF 等传统业务上的规模扩张也将保证明年的业绩增长。预计公司 11-13 年的 eps 分别为 0.43、0.82 和 1.03 元, 给予公司强烈推荐评级。

风险提示:

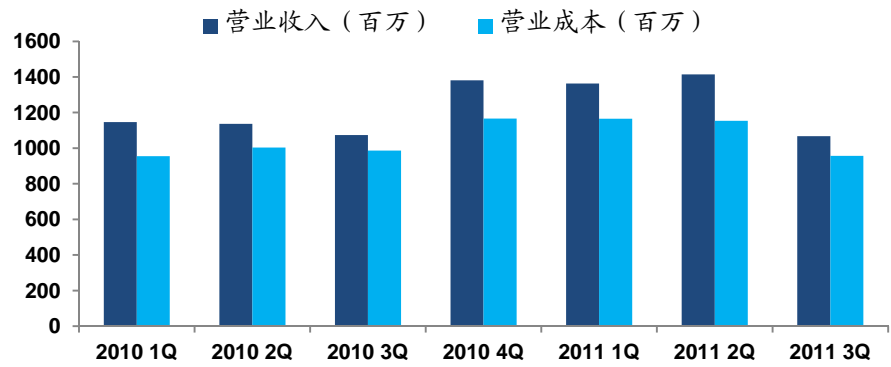
- 项目进展低于预期、原材料价格大幅上涨

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4738	5183	8124	9507
同比(%)	19%	9%	57%	17%
归属母公司净利润(百万元)	254	411	779	980
同比(%)	-40%	62%	90%	26%
毛利率(%)	13.3%	16.5%	16.8%	16.6%
ROE(%)	5.3%	8.0%	13.4%	14.6%
每股收益(元)	0.27	0.43	0.82	1.03
P/E	37.11	22.94	12.10	9.62
P/B	1.97	1.84	1.62	1.41
EV/EBITDA	12	10	7	6

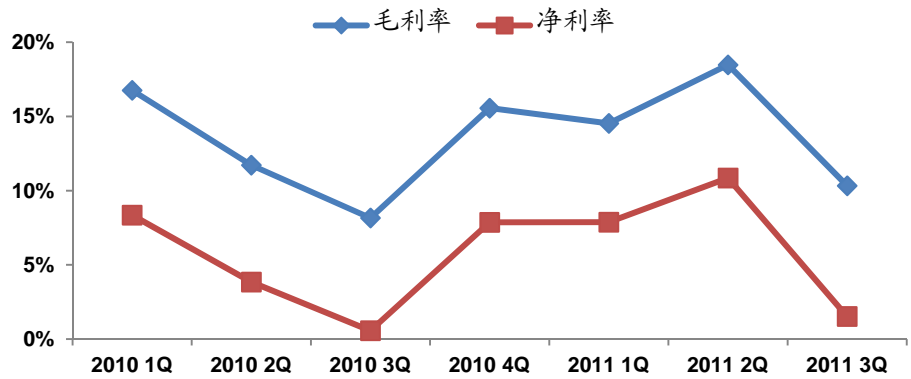
资料来源: 中投证券研究所

图 1. 公司单季度营业收入和营业成本



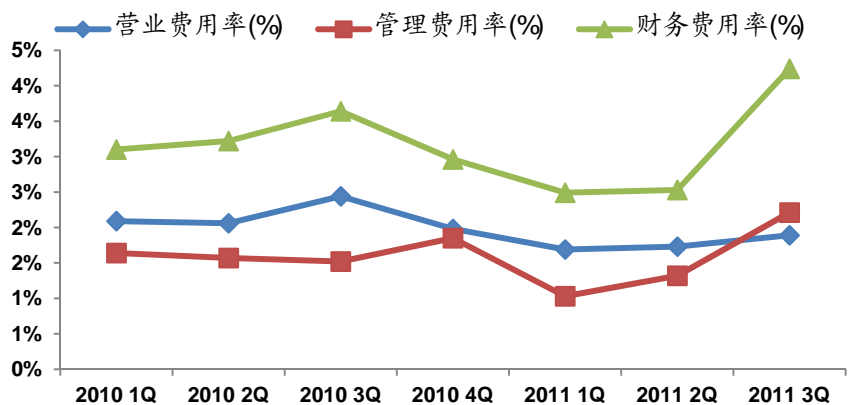
数据来源: wind、中投证券研究所

图 2. 公司单季度毛利率和净利率



数据来源: wind、中投证券研究所

图 3. 公司单季度三项费用率



数据来源: wind、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3769	2951	4218	5714
现金	2350	1471	2325	3892
应收账款	15	16	27	31
其它应收款	0	0	1	1
预付账款	843	866	1014	793
存货	389	390	608	713
其他	172	207	244	285
非流动资产	5266	6436	6098	5682
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4521	4993	4966	4687
无形资产	255	297	341	386
其他	489	1145	791	609
资产总计	9035	9387	10316	11397
流动负债	1022	1026	1272	1467
短期借款	190	121	0	0
应付账款	386	435	679	787
其他	447	470	593	680
非流动负债	3233	3233	3233	3233
长期借款	3233	3233	3233	3233
其他	0	0	0	0
负债合计	4256	4260	4505	4701
少数股东权益	0	0	0	0
股本	636	954	954	954
资本公积	2312	2312	2312	2312
留存收益	1832	1861	2545	3430
归属母公司股东权益	4779	5127	5811	6696
负债和股东权益	9035	9387	10316	11397

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	257	1064	1445	1908
净利润	254	411	779	980
折旧摊销	428	435	493	522
财务费用	152	198	192	137
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-582	20	-21	268
其它	5	-1	1	0
投资活动现金流	-866	-1608	-167	-117
资本支出	866	1553	110	58
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-55	-57	-59
筹资活动现金流	2359	-334	-424	-223
短期借款	60	-69	-121	0
长期借款	566	0	0	0
普通股增加	140	318	0	0
资本公积增加	1676	0	0	0
其他	-82	-583	-304	-223
现金净增加额	1751	-878	853	1567

利润表				
会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	4738	5183	8124	9507
营业成本	4110	4330	6759	7925
营业税金及附加	6	8	13	15
营业费用	101	91	139	163
管理费用	78	73	106	114
财务费用	152	198	192	137
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	290	483	916	1152
营业外收入	11	1	1	1
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	300	484	917	1153
所得税	46	73	138	173
净利润	254	411	779	980
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	254	411	779	980
EBITDA	870	1116	1601	1812
EPS (元)	0.40	0.43	0.82	1.03

主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	18.5	9.4%	56.8	17.0
营业利润	-41.9	66.3	89.7	25.8
归属于母公司净利润	-40.2	61.8	89.6	25.8
获利能力				
毛利率	13.3	16.5	16.8	16.6
净利率	5.4%	7.9%	9.6%	10.3
ROE	5.3%	8.0%	13.4	14.6
ROIC	6.2%	8.0%	13.6	17.6
偿债能力				
资产负债率	47.1	45.4	43.7	41.2
净负债比率	84.20	82.41	74.87	71.95
流动比率	3.69	2.87	3.32	3.89
速动比率	3.31	2.50	2.84	3.41
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.56	0.82	0.88
应收账款周转率	268	313	351	307
应付账款周转率	10.99	10.55	12.14	10.81
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.43	0.82	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	1.12	1.51	2.00
每股净资产(最新摊薄)	5.01	5.38	6.09	7.02
估值比率				
P/E	37.11	22.94	12.10	9.62
P/B	1.97	1.84	1.62	1.41
EV/EBITDA	12	10	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

梁皓: 中投证券研究所基础化工行业分析师, 南开大学理学博士, 2010年加入中投证券。

周惠敏: 中投证券研究所基础化工行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 北京航空航天大学工学学士, 2011年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434