

2012年02月28日

徐莹
XY_Cherry@e-capital.com.cn
目标价(元) 11.3

公司基本信息

产业别	化工
A 股价 (12/02/27)	9.60
上证综合指数 (12/02/27)	2447.06
股价 12 个月高/低	12.29/6.77
总发行股数 (百万)	953.63
A 股数 (百万)	953.63
A 市值 (亿元)	91.55
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (30.40%)
每股净值 (元)	5.24
股价/账面净值	1.83
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	17.36 -4.10 -13.04

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-08-10	16.97	买入

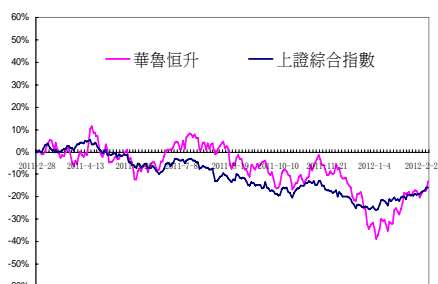
产品组合

尿素	40.35%
DMF	23.65%
醋酸	18.38%
三甲胺	7.51%
其它产品	9.59%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.01%
券商集合理财	0.07%

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

**产能稳步扩张
结论与建议:**

华鲁恒升化工股份有限公司是国内煤化工龙头企业，目前拥有尿素 150 万吨、DMF 23 万吨、醋酸 35 万吨、醋酐 3 万吨及三甲胺 6 万吨等产能。短期看，醋酸 80 万吨扩产、16 万吨己二酸和 5 万吨煤制乙二醇 2012 年投产在即；长期有 20 万吨丁辛醇、10 万吨三聚氰胺项目延伸产业链加强规模优势、协同效应，成长性有保障。预计 11-13 年 EPS 分别为 0.38、0.57 和 0.81 元；股价对应 11-13 年 PE 分别为 23.7 倍、16 倍、11.2 倍，给予买入的投资建议。

- 2011 年 1-3Q 公司实现营收 38.45 亿元，YoY 增长 15%，实现净利 2.77 亿元，YoY 增长 91%；每股收益 0.29 元；其中 3Q 实现营收 10.67 亿元，QoQ 减少 25%，实现净利 1625 万元，QoQ 下滑较大，每股收益 0.017 元。8 月生产线检修是 3Q 业绩受影响的主要原因，装置停车时间达 34 天，导致公司产销量降低；期内折旧、人工和期间费用仍计入、毛利亦受降低。预计 4Q 产量、毛利将恢复正常。
- 尿素生产装置平稳运行，预计 11、12 年产量分别达 110 万吨和 130 万吨。公司目前核算完全成本在 1700-1800 元/吨，随着气温恢复春季用肥启动，下游需求转好，尿素市场价格缓步回升，目前市场价格约 2100 元/吨左右，预计未来待春耕全面展开价格有进一步上升空间。
- 公司现拥有醋酸产能 35 万吨，正在建设 80 万吨扩产项目，2012 年中期计划扩产至 50 万吨，2013 年初达到 80 万吨，分别同比增 40%和 60%。产能扩张后将有利于生产成本的降低，预计 11、12 年产量分别为 30 万吨和 36 万吨，为公司未来盈利的重要增长点。
- 公司 16 万吨己二酸、5 万吨乙二醇分别有望于一季度末进行投产和试车。己二酸通过公司自有煤气化平台提供合成氨制硝酸和氢气，外购苯，完全成本预计在 11,000 元/吨以内。乙二醇 2010 年表观消费量 904 万吨，国产量仅为 240 万吨，进口依存度达 70%，供需缺口明显；公司煤制乙二醇核算成本约 4000 元/吨，大幅低于乙烯法近 7000 元/吨的成本，目前市场价格 8000 元/吨，盈利能力可观。
- 预计公司 11-13 年分别实现营业收入 48.7、66.4 和 93.8 亿元，YoY 增长 3%、36%和 41%；净利润为 3.66、5.44、7.76 亿元，YoY 增长 44%、49%和 43%；EPS 分别为 0.38、0.57 和 0.81 元。

..... 接续下页

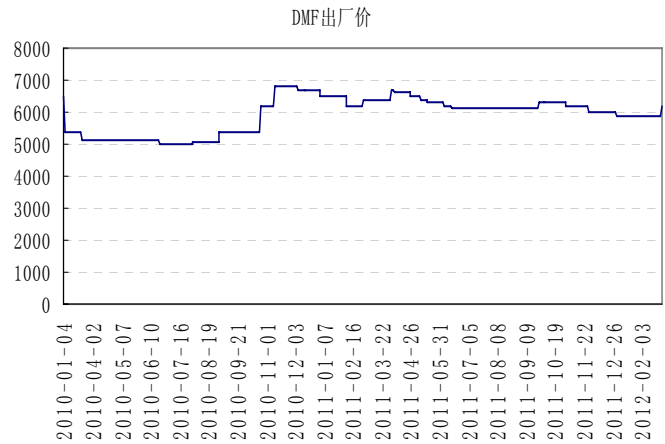
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011 F	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	425	254	366	544	776
同比增减	%	12.79%	-40.22%	43.83%	48.77%	42.66%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.857	0.400	0.383	0.570	0.814
同比增减	%	12.79%	-53.38%	-4.11%	48.77%	42.66%
A 股市盈率(P/E)	X	10.6	22.8	23.7	16.0	11.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	1.10%	2.20%	3.30%	3.30%	3.30%

图 1: 公司尿素产品出厂价走势



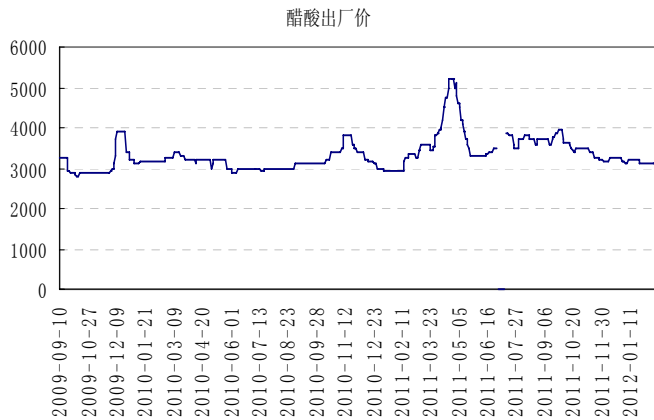
资料来源: 隆众化工、群益证券整理

图 2、公司 DMF 出厂价格走势



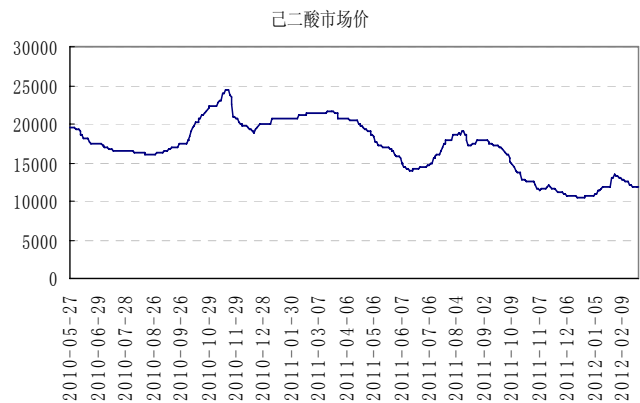
资料来源: 隆众化工、群益证券整理

图 3、公司醋酸出厂价格走势



资料来源: 隆众化工、群益证券整理

图 5、己二酸产品市场价格走势



资料来源: 隆众化工、群益证券整理

图 5、乙二醇产品市场价格走势



资料来源: 隆众化工、群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)
中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3998	4738	4868	6637	9383
经营成本	3198	4110	4116	5499	7740
营业税金及附加	5	6	10	28	45
销售费用	88	101	91	143	216
管理费用	77	78	78	137	199
财务费用	130	152	144	189	267
投资收益	0	0	3	0	0
营业利润	500	290	429	641	915
利润总额	502	300	430	640	913
所得税	77	46	65	96	137
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	425	254	366	544	776

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	599	2350	2044	1840	2208
应收票据	8	172	151	166	146
存货	241	389	545	731	950
流动资产合计	1182	3769	3689	3898	4726
固定资产	4290	4521	5425	5968	6565
在建工程	428	389	413	437	464
非流动资产合计	4997	5266	6219	6820	7480
资产总计	6179	9035	9909	10718	12205
流动负债合计	753	1022	1881	1712	2175
非流动负债合计	2667	3233	2587	3156	3692
负债合计	3420	4256	4468	4868	5867
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2759	4779	5441	5850	6338
负债及股东权益合计	6179	9035	9909	10718	12205

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	509	732	915	1190	1427
投资活动产生的现金流量净额	-602	-625	-719	-626	-751
筹资活动产生的现金流量净额	112	1644	-501	-768	-309
现金及现金等价物净增加额	19	1751	-305	-204	368

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。