

产品价涨提升业绩，乙二醇等新项目将提高估值

2011年8月9日

强烈推荐/首次

华鲁恒升

财报点评

——华鲁恒升（002140）2011年中报点评

杨若木	基础化工行业分析师		执业证书编号：S1480209110083	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032		
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034		

事件：

公司发布2011年半年度报告，1-6月实现营业收入27.78亿，同比增长21.68%，净利润2.61亿，同比增长87.13%，基本每股收益0.41元。二季度净利润153.6亿，环比增长42.99%，比去年二季度增长251.57%。

公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	1111.62	1146.94	1136.29	1073.66	1380.86	1363.53	1414.68
增长率（%）	31.27%	32.67%	10.96%	7.61%	24.22%	18.88%	24.50%
毛利率（%）	17.41%	16.76%	11.72%	8.16%	15.56%	14.53%	18.48%
期间费用率（%）	7.49%	6.83%	6.86%	7.61%	6.79%	5.21%	5.58%
营业利润率（%）	9.86%	9.82%	4.50%	0.40%	8.85%	9.22%	12.73%
净利润（百万元）	93.55	95.80	43.69	6.03	108.62	107.42	153.60
增长率（%）	400.84%	2.50%	-68.19%	-94.01%	16.11%	12.13%	251.56%
每股盈利（季度，元）	0.189	0.193	0.088	0.012	0.171	0.169	0.242
资产负债率（%）	55.35%	55.24%	58.14%	60.84%	47.10%	48.46%	47.87%
净资产收益率（%）	3.39%	3.36%	1.53%	0.21%	2.27%	2.20%	3.05%
总资产收益率（%）	1.51%	1.50%	0.64%	0.08%	1.20%	1.13%	1.59%

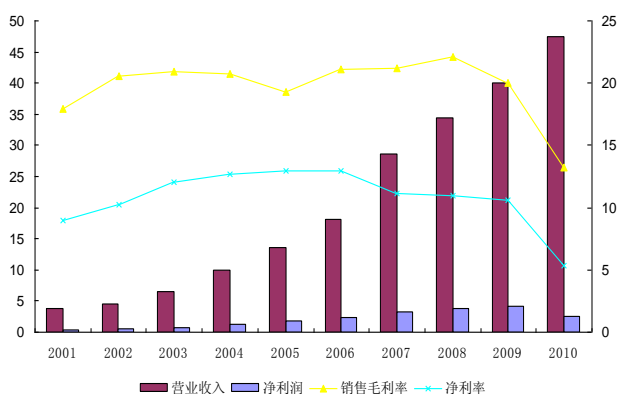
评论：

积极因素：

- 尿素、DMF等公司传统产品价格持续上涨，显著提升业绩。尿素、DMF、醋酸在营业收入中分别占比40.35%、23.65%、18.37%。尿素价格在进入二季度后开始持续上涨，DMF价格延续了10年底的高位运行态势，保持在6100元/吨以上，醋酸价格则在4月达到5200元/吨的高点。尿素、DMF、醋酸今年上半年毛利率分别为18.48%、18.24%、18.91%，均高出去年同期的17.02%、14.36%、13.82%。

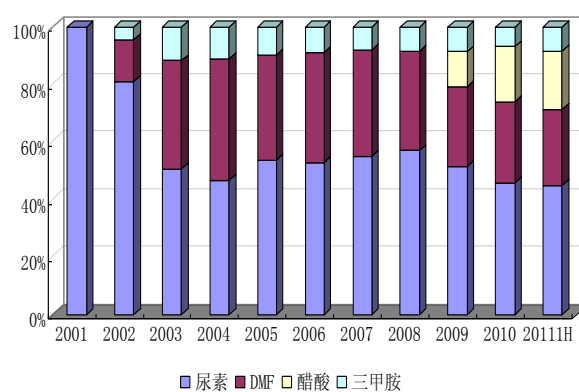
公司目前主营产品产能包括150万吨尿素、25万吨DMF、35万吨醋酸，还包括醋酐、三甲胺、热力、氩气等产品衍生物或副产品，今年年底公司新项目5万吨乙二醇与16万吨己二酸将投产，醋酸产能明年将扩至80万吨，今年年底建成一期。公司主要以神华烟煤作为原料，相比竞争对手有明显成本优势。未来公司煤气化能力将翻倍，依托煤气化优势平台，发展高端煤化工；尿素与DMF产能基本保持不变，重点发展乙二醇、己二酸、醋酸下游产品及其它煤化工衍生品。

图 1：公司近十年营业收入与利润率（亿元，%）



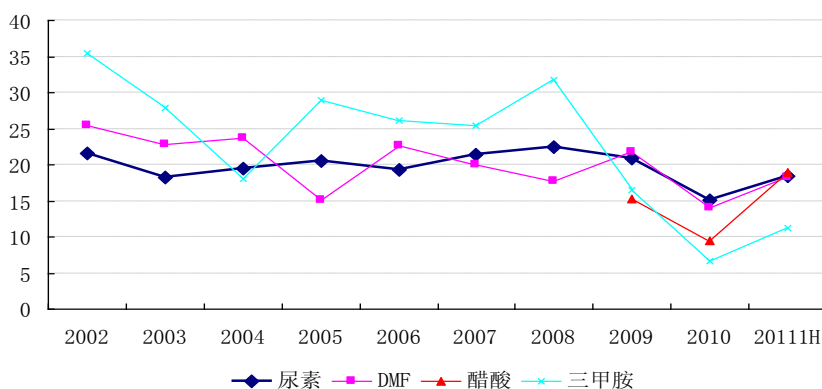
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：产品构成趋于多元化



资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：尿素与醋酸毛利率已反弹至 09 年水平（%）



资料来源：wind，东兴证券整理

➤ 公司看点主要体现在新增的乙二醇与己二酸项目，以及醋酸募投项目明年将达到80万吨产能。

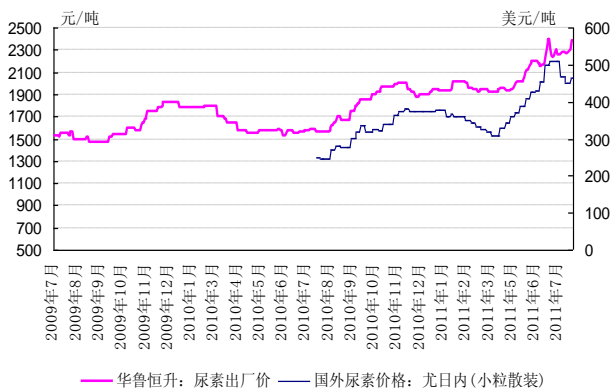
表 1：公司主要产品的产能变化情况（万吨）

产品	尿素	醋酸	DMF	乙二醇	己二酸
2011 年	150	35	25	-	-
2012 年	150	80	25	5	16

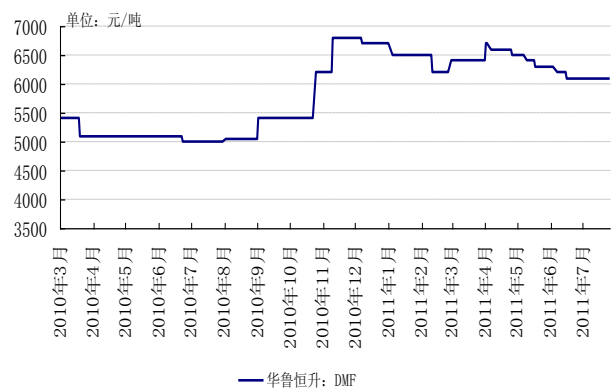
资料来源：公司公告，东兴证券整理

尿素受煤气化平台限制，产能未能完全发挥，预计150万吨产能只能产出110万吨。吨尿素成本为1600元左右，目前出厂含税价为每吨2260元，相比较于竞争对手有明显成本优势。尿素价格受煤炭价格上涨、供给减少、气头公司原料供应严重紧缺影响，在进入二季度后开始持续上涨，11年一、二季度尿素均价分别为1957、2077元/吨，比10年上半年尿素均价1957元/吨有明显上涨。

公司DMF产能在国内排名第一，竞争优势主要体现在成本及产品质量上，公司有为杜邦公司合作生产DMF的经历，产品优质质量使得公司产品可被广泛应用于电子、纺织、医药等领域，在国内市场中价格一般也要高于同业公司每吨300-400元。公司25万吨DMF产能中，每年有3-4万吨，即15%左右需出口国外，因为国内DMF具备产能80万吨，而市场需求只有60万吨，过剩形势已十分明显。吨产品生产成本在4400-4500元左右，今年上半年DMF价格延续了10年底的高位运行态势，保持在6100元/吨以上，4月初高点增至6700元/吨。

图 4：今年二季度以来公司尿素价格持续上涨


资料来源：隆众石化资讯，东兴证券整理

图 5：DMF 价格延续去年年底高位运行态势


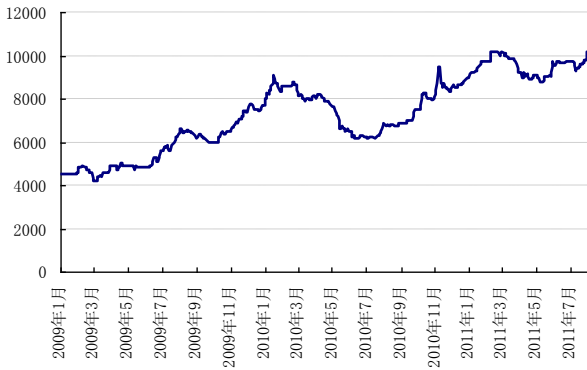
资料来源：隆众石化资讯，东兴证券整理

醋酸募投项目一期将在今年年底建成，12年产能达到80万吨，公司醋酸装置所采用的催化剂已开发至第三代，竞争对手尚停留在第一代或第二代，公司有很大优势。装置负荷弹性大，一般每天产量1000吨左右，但最高可产出每天1400吨。公司醋酸生产成本在每吨2600元左右，4月份受南京塞拉尼斯60万吨醋酸装置停产影响，醋酸价格最高曾至5200元/吨，目前已回归到合理价格3500元/吨，但今年公司醋酸出厂均价为3600元/吨，仍然显著高出去年同期。

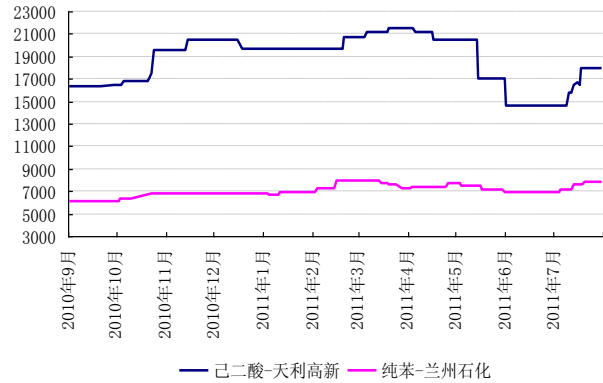
5万吨合成气制乙二醇项目已建设85%，工艺上采用CO羰基合成两步法，吨耗折1.5吨甲醇，加1300-1400元其它固定成本，吨成本在5000元左右。我国乙二醇装置除丹化在运行一套煤制乙二醇装置外。其余均为石油路线，产量增长慢，严重依赖进口，近十年进口依存度维持在70%以上，10年进口量为664万吨。

新建的16万吨己二酸装置计划于10月份试车，原料中苯占比最高，为60%左右，氢气与硝酸公司可自供，苯一般购自齐鲁石化等地理位置距离公司近的炼厂。己二酸吨生产成本在11000元左右。我国10年己二酸产能为58.5万吨，下游需求结构中聚氨酯占57.7%、尼龙66占17.6%，增塑剂占4.5%，需求量一般在60万吨左右，供需已基本饱和，公司未来有开发下游产品的计划。

图 6：乙二醇价格走势（抚顺石化，元/吨）
图 7：供需紧张致己二酸价格上涨（元/吨）



资料来源：隆众石化资讯，东兴证券整理



资料来源：隆众石化资讯，东兴证券整理

消极因素：

- 传统产品在经历二季度价格上涨期后，三季度开始价格有所下降。尿素出厂价目前2260元/吨，短期呈下降趋势；DMF价格已降至6100元/吨，与上半年均价6380元/吨相比降幅明显；醋酸价格在供需情况重新恢复后目前出厂价为3700元/吨，下半年不会重现4月下旬5200元/吨的年内峰值。

业务展望：

- 尿素等传统产品价格短期小幅下调，但原料高成本将支撑产品价格维持高位。目前尿素出厂价2250元/吨已较上周高点2380元/吨明显回落，近期玉米等农作物追肥期已过，用肥需求减少；同时今年出口期缩短为4个月，预计出口量将低于去年，将造成国内尿素供大于求，尿素价格将继续小幅回落。但是，今年以来原料煤与天然气涨价致尿素生产成本增加，其中化肥用天然气自6月份以来价格上涨40%，严重影响气头尿素企业开工率，高生产成本将支撑尿素价格维持高位。醋酸近期受下游需求疲软影响，价格已开始下调，但仍然高于一季度均价。
- 5万吨/年合成尾气制乙二醇项目虽然延期，但顺利投产问题不大，未来极具发展空间。全球尚无煤基乙二醇商业化项目成功运行先例，建设原因与催化剂导致项目未能如期投产，考虑到创新类工业化项目存在的困难，预计该项目将于今年年底或明年春季投产。
- 己二酸供给紧张导致提价，即将在10-11月投产的16万吨己二酸项目将贡献突出业绩。据统计，今年1-5月我国共出口己二酸1.47万吨，同比提高48%，中石油、山东洪业等企业也减少了国内供应；下游聚氨酯与尼龙66等对己二酸需求则逐步增强，近期聚氨酯浆料厂家采购量提升，供需矛盾推高己二酸价格。目前华东地区己二酸价格18200元/吨，比6月份价格低点14600元/吨有明显上涨，短期内供需格局不会改变，预计下半年己二酸价格仍将高企。公司16万吨己二酸项目预计年内能够投产，吨产品成本在11000元左右，该项目将成为公司利润又一增长点。

表 2：公司在建项目进展情况

项目	项目进度	预计投产时间
5万吨/年合成尾气制乙二醇项目	85%	2011年年底
16万吨/年己二酸项目	48%	2011年10-11月

15万吨/年硝酸项目	28.8%	2012年
醋酸装置节能新工艺改造项目	51.5%	2011年年底建成一期, 2012年达到80万吨产能

资料来源：公司公告，东兴证券整理

盈利预测与投资建议：

公司拥有国内最好的煤气化平台，“一头多线”的发展战略将最大程度提高业绩。尿素、DMF、醋酸等传统产品二季度价格上涨显著提升业绩，预计下半年产品价格仍将维持高位。今年年底将投产的乙二醇与己二酸项目属高毛利率、高技术含量，将成为公司新的利润增长点，并提升公司估值。我们预计11-13年EPS分别为0.78元、1.27元、1.81元，对应PE为22倍、14倍、10倍。鉴于公司传统产品毛利率稳中有升，年底乙二醇与己二酸项目的投产带来新的利润增长点，未来公司向高端煤化工转型值得期待，给予公司11年25倍PE，未来6个月目标价19.5元，首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

传统产品下游需求减少导致价跌的风险；乙二醇与己二酸项目投产时间可能低于预期

公司财务指标预测

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3997.89	4737.75	5540.40	7313.76	9073.20
营业成本	3197.61	4109.86	4546.69	5895.56	7206.56
营业费用	87.64	100.99	116.35	146.28	172.39
管理费用	77.01	78.45	88.65	109.71	127.02
财务费用	129.60	152.20	209.70	207.95	208.08
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	499.87	290.24	571.26	944.03	1346.44
利润总额	501.73	299.69	581.76	954.53	1356.94
所得税	76.62	45.55	88.43	145.09	206.25
净利润	425.10	254.14	493.33	809.44	1150.68

归属母公司所有者的净利润	425.10	254.14	493.33	809.44	1150.68
NOPLAT	533.34	375.20	662.25	976.87	1318.23
每股收益	0.86	0.51	0.78	1.27	1.81

资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	599.06	2349.80	2113.67	2194.13	2721.96
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	18.17	15.08	21.25	28.05	34.80
预付款项	315.08	842.85	1297.52	1887.08	2607.74
存货	240.82	389.42	435.98	565.33	691.04
流动资产合计	1181.61	3769.34	3975.00	4815.27	6230.06
非流动资产	4997.32	5265.80	5186.67	5006.58	4308.50
资产总计	6178.93	9035.14	9161.67	9821.85	10538.56
短期借款	130.00	190.00	0.00	105.49	105.96
应付帐款	362.33	385.75	460.90	597.63	730.53
预收款项	174.40	161.34	150.26	135.64	117.49
流动负债合计	752.64	1022.49	902.36	1157.82	1299.18
非流动负债	2667.33	3233.16	3233.16	3233.16	3233.16
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	2758.96	4779.49	5026.16	5430.88	6006.22

净营运资本	428.97	2746.85	3072.64	3657.45	4930.88
投入资本 IC	5007.24	6012.85	6305.64	6735.39	6783.37

现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	425.10	254.14	493.33	809.44	1150.68
折旧摊销	352.76	416.59	884.08	980.08	998.08
净营运资金增加	300.46	2317.88	325.79	584.80	1273.43
经营活动产生现金流	509.02	257.34	1210.25	1387.64	1610.78
投资活动产生现金流	(602.08)	(866.04)	(800.00)	(800.00)	(300.00)
融资活动产生现金流	111.64	2359.43	(646.37)	(507.18)	(782.95)
现金净增（减）	18.58	1750.74	(236.12)	80.45	527.83

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。