



买入

26%↑

目标价格: 人民币 12.20

600426.SS 原先目标价格: 人民币 14.30

价格: 人民币 9.68

目标价格基础: 20倍12年市盈率

板块评级: 中立

华鲁恒升

新型化工品进入收获期

由于尿素、醋酸景气度的提升, 华鲁恒升 2011 年实现净利同比增长 40% 至 3.55 亿元。展望 2012 年, 我们预计公司主要产品仍有望维持去年的较好光景(醋酸略有所下降), 同时得益于新增己二酸产能释放, 我们预计其净利仍有望高速增长。考虑公司未来 2-3 年新型化工品进入收获期, 成为利润持续提升的动力, 并且目前估值较低, 我们维持买入评级, 目标价格下调至 12.20 元。

支撑评级的要点

- 2011 年公司主营收入和净利同比分别增长 10% 和 40%, 基本符合我们预期。利润实现大幅增长主要得益于尿素和醋酸景气度同比提升所致, 另一主营产品 DMF 利润较为平稳。
- 公司 2012 年增长来自于新建 16 万吨己二酸和 5 万吨乙二醇的投产贡献, 以及醋酸产销量将从 2011 年 35 万吨提升至 50 万吨左右。尽管己二酸面临多套装置投产的压力, 但考虑公司前端合成气的成本优势, 我们预计其仍有望实现 15% 左右的毛利率。公司 2012 年净利预计同比将增长 66%。
- 2013 年得益于新建 10 万吨三聚氰胺、己二酸产销量的持续提升, 我们预计公司利润仍有望维持 25% 的增长。

评级面临的主要风险

- 己二酸如果产能集中投放, 公司 2012 年净利增长将受到影响。

估值

- 考虑公司未来 2-3 年净利仍有望维持 30% 以上增长, 目前其 2012 年预期市盈率仅为 16 倍, 我们认为估值较低。给予其 20 倍 2012 年预期市盈率, 目标价由 14.30 元下调至 12.20 元, 维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35	7	3	(17)
相对新华富时 A50 指数	22	5	(3)	(1)

发行股数(百万)	954
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9,234.7
3 个月日均交易额(人民币 百万)	63
净负债比率(%) (2012E)	74
主要股东(%)	
华鲁恒升集团	30.63

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 9 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	4,738	5,195	7,450	8,472	9,815
变动(%)	19	10	43	14	16
净利润(人民币 百万)	254	355	580	727	886
全面摊薄每股收益(人民币)	0.387	0.366	0.608	0.762	0.930
变动(%)	(42.0)	(5.6)	66.3	25.3	27.9
先前预测每股收益(人民币)			1.359	1.579	
调整幅度(%)	-	-	(55.2)	(51.7)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	25.0	26.5	15.9	12.7	10.4
每股现金流量(人民币)	0.10	0.61	1.31	1.49	1.76
价格/每股现金流量(倍)	92.6	16.0	7.4	6.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	12.5	9.2	7.4	5.8
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.100	0.100
股息率(%)	1.0	0.0	0.8	1.0	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

考虑华鲁恒升在合成气的成本优势，以及未来化工新产品线的丰富和产能扩充，公司未来2-3年净利仍有望维持30%以上增长，目前其2012年预期市盈率仅为16倍，我们认为估值较低。给予其20倍2012年预期市盈率，目标价由14.30元下调至12.20元，维持**买入**评级。

2011年公司净利增长40%，基本符合预期

华鲁恒升2011年实现主营收入52亿元，净利3.55亿元，同比分别增长10%和40%，基本符合我们预期。报告期内公司净利实现大幅增长主要得益于尿素和醋酸景气度同比提升所致，另一主营产品DMF利润较为平稳。尽管尿素和醋酸2011年产销量同比没有大幅变化，分别在110万吨和35万吨上下，但尿素均价同比提升14%至1,950元/吨，醋酸均价同比上涨5.5%至税前3,120元/吨，使得这两种产品毛利率分别提升2.5个百分点至17.7%，5.5个百分点至15%，带动公司整体产品毛利率增长1.2个百分点至14.3%。同时得益于有效的费用控制，以及公司在2010年增发大大降低了其长期负债，使得其财务费用不增反降，最终提升公司整体净利增长达到40%。

同时公司考虑2012年在建项目对资金需求量较大，本年度不实行利润分配，未分配利润将用于公司生产再投入。

图表 1.2011 年业绩摘要

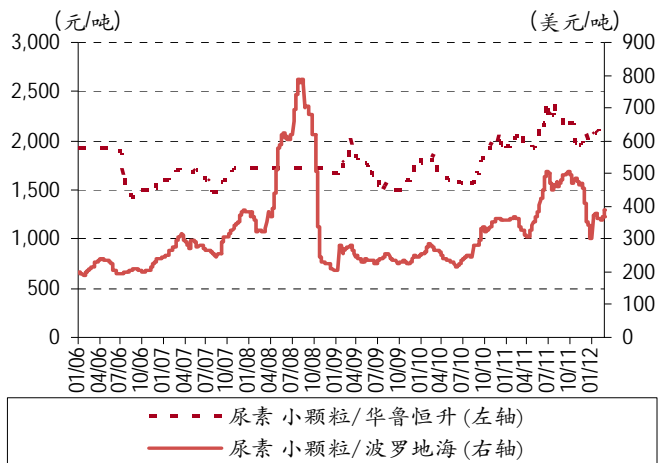
(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动%
营业额	4,738	5,196	10
销售税金	(6)	(8)	28
净销售额	4,731	5,187	10
销售成本	(4,110)	(4,444)	8
毛利润	622	744	20
销售费用	(101)	(95)	(6)
管理费用	(78)	(85)	8
经营利润	442	563	27
投资收益	0	0	
财务费用	(152)	(151)	(1)
资产减值	0	(1)	
其它	9	7	
税前利润	300	419	40
所得税	(46)	(64)	40
少数股东权益	0	0	
净利润	254	355	40
主要比率 (%)			
毛利率	13.1	14.3	
经营利润率	9.3	10.8	
净利率	5.4	6.8	

资料来源：公司数据

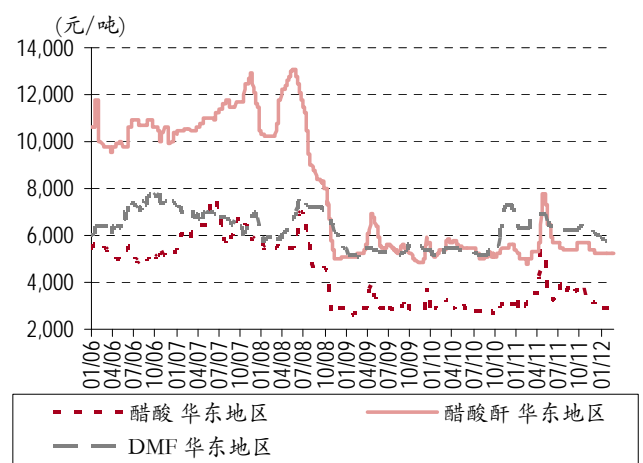
己二酸项目成为公司2012年利润潜在增长点

公司经过近10年的发展，已形成洁净煤气化及“一头多线”循环经济多联产优势，目前已拥有尿素产能120万吨、DMF产能25万吨、醋酸产能80万吨的生产能力。预计在2012年两套各8万吨，共16万吨的己二酸将投产运行，同时5万吨煤制乙二醇也可能增加新的增长点。另外，公司在建的10万吨三聚氰胺、20万吨聚醚多元醇有望在2013年投产，为持续发展奠定了基础。

随着春耕旺季的到来，以及聚氨酯下游开工率的逐渐恢复，尿素、DMF 价格目前都保持稳中小幅上涨格局，加之煤炭成本的高企，我们预计 2012 年尿素、DMF 将维持去年的景气度。醋酸虽然一直面临产能过剩的压力，但由于成本的支撑，目前 2,800 元/吨的价格基本跌无可跌。如果没有去年二季度海外供应紧张的局面出现，我们预计今年醋酸景气度较去年将略有下滑，公司醋酸毛利率可能从 2011 年 15% 小幅下滑至 13% 左右。

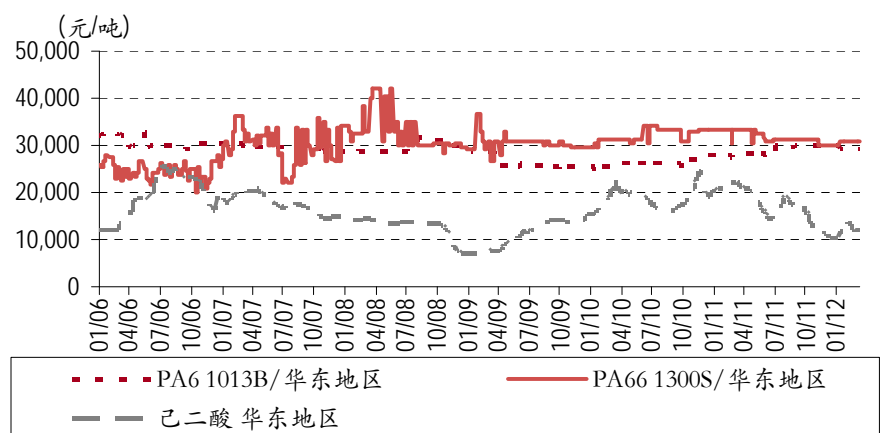
图表 2. 尿素价格走势


资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 3. DMF 和醋酸价格走势


资料来源：百川资讯及中银国际研究

目前公司已二酸装置已在试运行，公司计划在市场需求较好的二季度投产运行。虽然面临 2012 年国内多套己二酸装置投产、扩产的压力，但考虑公司前端合成气的成本优势，我们预计其仍有望实现 15% 左右的毛利率。在不考虑乙二醇装置的贡献下，我们预计公司 2012 年主要增长点来自于醋酸产量由 35 万吨增加至 50 万吨，己二酸有望实现 10 万吨左右的增量。全年净利可实现 66% 的增长至 5.8 亿元。在己二酸产销量进一步提升和新增三聚氰胺的贡献，我们预计 2013 年公司净利仍有望保持 25% 的增长至 8.55 亿元。

图表 4. 己二酸价格走势


资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 5. 公司盈利假设

	2011	2012E	2013E
尿素销量 (万吨)	108	130	135
尿素价格 (元/吨)	1,950	2,050	2,050
尿素毛利率 (%)	17.7	18	18
DMF 销量 (万吨)	24	25	25
DMF 税后价格 (元/吨)	5,158	5,128	5,128
DMF 毛利率 (%)	15	16	16
醋酸销量 (万吨)	32	50	58
醋酸税后价格 (元/吨)	2,915	2,696	2,696
醋酸毛利率 (%)	15	13	13
己二酸销量(万吨)		10	13
己二酸税后价格 (元/吨)		12,000	12,000
己二酸毛利率 (%)		18	18
三聚氰胺销量 (万吨)			4
三聚氰胺税后价格 (元/吨)			7,692
三聚氰胺毛利率 (%)			18
主营业务收入 (百万元)	5,195	7,450	8,472
综合产品毛利率 (%)	14.3	15.7	16
净利润 (百万元)	355	580	727
每股盈利 (元)	0.37	0.61	0.76

资料来源: 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,738	5,195	7,450	8,472	9,815
销售成本	(4,116)	(4,452)	(6,283)	(7,122)	(8,231)
经营费用	(248)	(257)	(285)	(392)	(444)
息税折旧前利润	869	1,001	1,452	1,741	2,028
折旧及摊销	(427)	(438)	(544)	(686)	(785)
经营利润(息税前利润)	442	563	908	1,056	1,243
净利息收入/(费用)	(152)	(151)	(225)	(200)	(200)
其他收益/(损失)	9	7	0	0	0
税前利润	299	418	683	855	1,043
所得税	(45)	(64)	(102)	(128)	(156)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	254	355	580	727	886
每股收益(人民币)	0.387	0.366	0.608	0.762	0.930
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.100	0.100
收入增长(%)	19	10	43	14	16
息税前利润增长(%)	(30)	27	61	16	18
息税折旧前利润增长(%)	(12)	15	45	20	16
每股收益增长(%)	(40)	(7)	64	25	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,350	1,176	1,114	1,156	1,938
应收帐款	187	233	334	380	440
库存	389	591	745	847	982
其他流动资产	843	860	661	767	768
流动资产总计	3,769	2,860	2,853	3,150	4,128
固定资产	4,911	7,368	8,774	8,903	8,633
无形资产	43	95	26	26	26
其他长期资产	312	310	459	289	262
长期资产总计	5,266	7,773	9,259	9,219	8,921
总资产	9,036	10,633	12,113	12,369	13,049
应付帐款	469	932	1,066	1,208	1,397
短期债务	350	1,768	1,800	1,800	1,800
其他流动负债	203	222	96	59	60
流动负债总计	1,022	2,922	2,962	3,067	3,256
长期借款	3,233	2,640	3,500	3,000	2,700
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	636	954	954	954	954
储备	4,144	4,117	4,697	5,348	6,139
股东权益	4,780	5,071	5,651	6,302	7,093
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	9,035	10,633	12,113	12,369	13,049
每股帐面价值(人民币)	7.52	5.32	5.93	6.61	7.44
每股有形资产(人民币)	7.45	5.22	5.90	6.58	7.41
每股净负债/(现金)(人民币)	1.94	3.39	4.39	3.82	2.69

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	299	418	683	855	1,043
折旧与摊销	427	438	544	686	785
净利息费用	152	151	225	200	200
运营资本变动	(582)	(215)	121	6	6
税金	(45)	(64)	(102)	(128)	(156)
其他经营现金流	(152)	(151)	(225)	(200)	(200)
经营活动产生的现金流	100	577	1,246	1,419	1,677
购买固定资产净值	(866)	(2,133)	(2,200)	(800)	(500)
投资减少/增加	1,812	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	946	(2,133)	(2,200)	(800)	(500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	736	825	892	(500)	(300)
支付股息	(186)	(225)	0	(76)	(95)
其他融资现金流	155	(218)	0	0	0
融资活动产生的现金流	705	382	892	(576)	(395)
现金变动	1,751	(1,174)	(62)	42	782
期初现金	599	2,350	1,176	1,114	1,156
公司自由现金流	1,046	(1,556)	(954)	619	1,177
权益自由现金流	1,782	(731)	(62)	119	877

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.4	19.3	19.5	20.6	20.7
息税前利润率(%)	9.3	10.8	12.2	12.5	12.7
税前利润率(%)	6.3	8.1	9.2	10.1	10.6
净利率(%)	5.4	6.8	7.8	8.6	9.0
流动性					
流动比率(倍)	3.7	1.0	1.0	1.0	1.3
利息覆盖率(倍)	2.9	3.7	4.0	5.3	6.2
净权益负债率(%)	25.8	63.7	74.1	57.8	36.1
速动比率(倍)	3.3	0.8	0.7	0.8	1.0
估值					
市盈率(倍)	24.2	26.0	15.9	12.7	10.4
市净率(倍)	1.3	1.8	1.6	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	92.6	16.0	7.4	6.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	12.5	9.2	7.4	5.8
周转率					
存货周转天数	27.9	34.4	32.7	34.3	34.0
应收帐款周转天数	8.2	14.7	13.9	15.4	15.2
应付帐款周转天数	32.0	49.2	49.0	49.0	48.4
回报率					
股息支付率(%)	25.0	0.0	13.2	13.1	10.8
净资产收益率(%)	6.7	7.2	10.8	12.2	13.2
资产收益率(%)	4.9	4.9	6.8	7.3	8.3
已运用资本收益率(%)	6.3	6.3	8.9	9.6	11.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371