

业绩低于预期，一季度后盈利将显著回升

2012年3月13日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

年报点评

——华鲁恒升（600426）2011 年报点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034	MSN:yw831010@hotmail.com

事件：

公司发布 2011 年年报，实现营业收入 51.95 亿元，同比增长 9.66%，营业利润 4.11 亿元，同比增长 41.62%，归属于上市公司股东的净利润 3.55 亿元，同比增长 39.57%，基本每股收益 0.37 元。

公司考虑到在建项目对资金需求量较大，2011 年度不实施利润分配、不转增股本。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	1136.29	1073.66	1380.86	1363.53	1414.68	1066.97	1350.29
增长率（%）	10.96%	7.61%	24.22%	18.88%	24.50%	-0.62%	-2.21%
毛利率（%）	11.72%	8.16%	15.56%	14.53%	18.48%	10.33%	13.47%
期间费用率（%）	6.86%	7.61%	6.79%	5.21%	5.58%	8.34%	6.87%
营业利润率（%）	4.50%	0.40%	8.85%	9.22%	12.73%	1.81%	6.37%
净利润（百万元）	43.69	6.03	108.62	107.42	153.60	16.26	77.42
增长率（%）	-68.19%	-94.01%	16.11%	12.13%	251.56%	169.54%	-28.72%
每股盈利（季度，元）	0.088	0.012	0.171	0.169	0.242	0.017	0.081
资产负债率（%）	58.14%	60.84%	47.10%	48.46%	47.87%	49.91%	52.31%
净资产收益率（%）	1.53%	0.21%	2.27%	2.20%	3.05%	0.33%	1.53%
总资产收益率（%）	0.64%	0.08%	1.20%	1.13%	1.59%	0.16%	0.73%

评论：

积极因素：

- 净利润增幅较大的主要原因是尿素、醋酸、DMF、三甲胺毛利率比去年同期均有所提高。11年化肥行业景气度高，受供给下降、四川气头尿素企业原料供应紧张等利好因素影响，尿素价格淡季不淡，全年均价比10年增长21%，公司依托国内运营最佳的水煤浆煤气化平台，生产成本低于同类企业，11年尿素毛利率17.68%，高于10年的15.16%。醋酸受3月份塞拉尼斯60万吨装置停车影响，价格涨幅较大，毛利率15.02%，比10年的9.48%有显著提升。DMF、三甲胺毛利率也分别同比提高约1%、5%。

- ▶ 四季度收入与净利润分别环比增长27%、376%。四季度每股收益0.08元，比第三季度的0.02元有明显好转。公司在三季度实施停工检修，影响了业绩贡献，四季度已恢复到正常生产水平。
- ▶ 新增产能开始陆续释放，公司力争12年营收75亿。11年营收51.95亿符合公司销售目标；随着12年醋酸产能由35万吨提高至80万吨、5万吨合成气制乙二醇与16万吨己二酸项目在二季度初开始投产，公司12年实现75亿收入的计划应能顺利实现；预计公司13年底收入将达到100亿，尿素之外的煤化工产品是收入增量的主要动能。公司“一头多线”的生产模式可保证盈利水平最大化。

表 1：公司主要产品毛利率均有所提升

产品	2010 年均价	2011 年均价	2010 年毛利率	2011 年毛利率
尿素	1747	2116	15.16%	17.68%
醋酸	2850	3496	9.48%	15.02%
DMF	5590	6455	13.97%	14.93%

资料来源：公司公告，东兴证券整理

消极因素：

- ▶ 业绩低于预期；目前下游需求低迷导致醋酸与DMF价格年后下跌。由于三季度检修及四季度产品价格下跌，公司11年业绩低于我们之前0.42元的预期。目前醋酸价格2825元/吨，自1月初以来已连续下跌；DMF近三个月均价5915元/吨，低于11年均价6455元/吨。产品价格下降影响公司12年业绩。

业务展望：

一季度后盈利状况将显著提升。受制于天气原因今年春耕行情延迟，预计随着农化旺季到来，尿素价格将延续上涨态势，2月份以来华东地区已4次提高尿素批发价。醋酸价格已接近生产成本，一旦价格反弹，公司业绩弹性极大。

乙二醇与己二酸项目将于4月份开始试车，公司产品产业链将得到进一步延伸，而且纵横拓展将使得公司业绩风险降低、经营更加灵活、收益弹性更大。5万吨乙二醇项目一旦开车成功，公司将在后期建设更大规模的乙二醇生产装置，规模化效应将更加明显。

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节能项目	96.6%	2012年4月
16万吨/年己二酸项目	78.3%	2012年4月
15万吨/年硝酸项目	41.7%	2012年
10万吨/年三聚氰胺项目	2%	-
20万吨/年多元醇项目	0.2%	-
醋酸装置节能新工艺改造项目	56%	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：

公司以具备成本优势的煤气化平台为依托，向纵深发展煤化工产业链，随着乙二醇与己二酸项目4月份试车、醋酸新增产能逐步开始释放，以及考虑到醋酸、DMF的价格弹性，一季度后盈利情况将明显改观，12年将成公司向高端煤化工企业转型的重要转折点。预计公司12-14年EPS分别为0.51元、0.79元、1.02元，对应PE19倍、12倍、10倍，维持对公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

乙二醇与己二酸项目达产低于预期的风险

公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	4,737.75	5,195.47	7,101.76	9,292.20	10,584.23
增长率（%）	18.51%	9.66%	36.69%	30.84%	13.90%
净利润（百万元）	254.14	354.70	487.44	751.22	970.64
增长率（%）	-40.22%	39.57%	37.42%	54.11%	29.21%
每股收益(元)	0.513	0.372	0.511	0.788	1.018
PE	18.85	25.99	18.92	12.28	9.50
ROE	5.32%	7.00%	9.17%	13.20%	15.72%

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。

东兴证券