

宋颖

执业证书编号: S0270511060002

联系人: 谢裕青

xieyuq@wlzq.com.cn

电话: 021-60883497

发布日期: 2012年03月12日

新产品打开未来成长空间

——华鲁恒升(600309)年报点评

研究报告-点评报告

买入(维持)

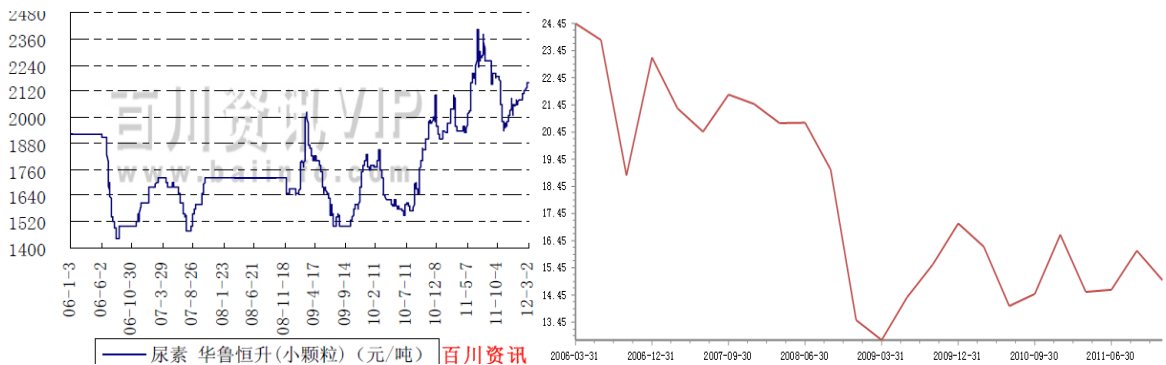
报告关键要素:

华鲁恒升发布了公司年度报告,报告显示,公司在2011年全年的主要财务指标如下:营业收入52.0亿元,同比增长9.66%,净利润3.55亿元,同比增长39.6%,每股收益0.37元。公司业绩相比市场预期略低,主要原因是公司下半年处于毛利的低谷期。我们依据公司的产业链优势以及2012年新装置投产带来的收益,维持公司评级“买入”。

点评:

- **氮肥企业整体毛利率逐年下滑:**我国氮肥行业产能过剩的情况在2011年有增无减。预计2012年尿素的总产量将超6000万吨,而实际需求仅有不到5000万吨。产能过剩推动全行业毛利率走低,令上市公司的盈利能力减弱,这一特征在2006年至2011年氮肥子行业上市公司毛利率变化趋势中可以明显看到。就华鲁恒升来说,由于公司使用烟煤而非成本更高的无烟煤作为原料,2011年全年公司氮肥业务毛利率17.7%,高于全行业平均水平,但是幅度并不大。公司将来主要的盈利成长来源于煤化工产业链的逐步完善。

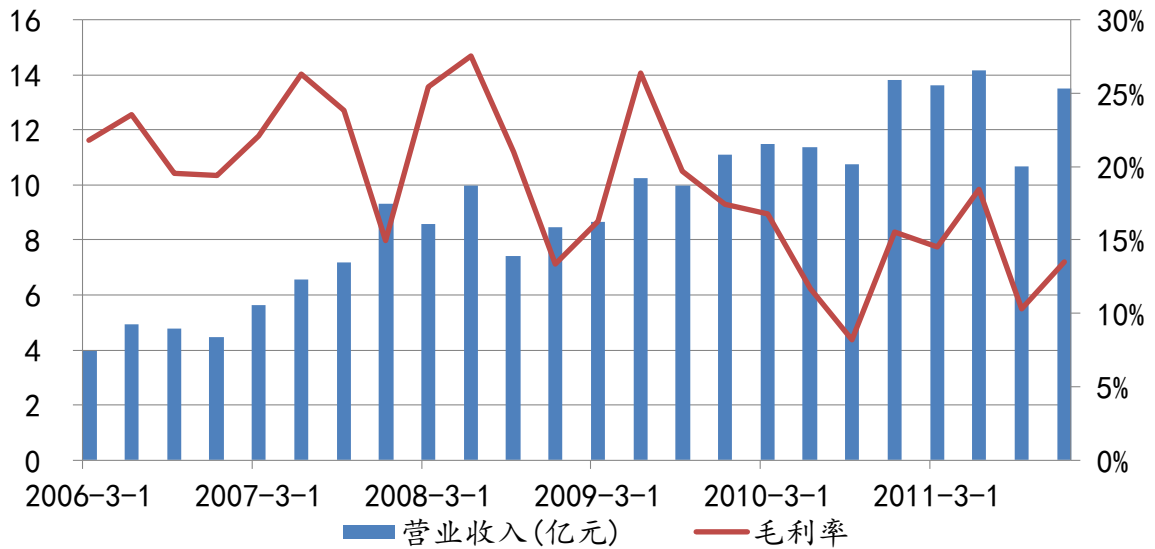
图1 2006年以来华鲁恒升尿素价格走势及国内氮肥上市公司毛利率变化



资料来源:万联证券研究所,百川资讯,同花顺

- **近期尿素价格稳中有升:**就华鲁恒升目前的主业尿素方面,长期来看我们认为公司运用水煤浆气化技术生产尿素具备成本优势,一定程度可以抵御供给过剩带来的市场风险。近期国内尿素价格在春季耕种的季节性原因下有所回升,华鲁恒升二月底的报价为2160元/吨,比上周有所上扬。尿素需求预计将随春耕逐步展开。因此我们判断尿素价格近期仍将稳步上升为主。

图2 2006年以来华鲁恒升营业收入及毛利率



资料来源:万联证券研究所, 同花顺

- **近年公司成长主要靠新产品投产:** 华鲁恒升2012年至2013年陆续有16万吨己二酸, 5万吨乙二醇和20万吨多元醇项目投产。目前而言, 煤化工路线的上述产品毛利率均高于公司现存主要三大产品尿素, DMF和醋酸。据公司年报显示, 去年年底5万吨乙二醇项目基本建设完成, 说明近期有望试车。己二酸装置近期也进行了试生产。我们认为这两套装置的投产将为公司贡献EPS0.30元/股左右, 对公司的未来发展也将有很大意义。
- **业绩预测与投资建议:** 随着华鲁恒升新产品逐步投产, 公司盈利能力有望得到大幅增强。我们预测2012, 2013年EPS分别为0.69, 0.89元, 对应于目前股价市盈率分别为14.0, 10.9倍。华鲁恒升具备化工技术优势, 主业尿素成本较行业更低, 且通过对自身产业链的延伸, 不断推出毛利较高的新产品, 达到盈利能力稳定提升的目标, 新增产能顺利投放有望成为股价上升的催化剂, 维持华鲁恒升评级“买入”。
- **风险因素:** 尿素价格下滑, 新生产装置试车不达预期

表1: 盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	47.4	52.0	65.2	78.5
增长比率(%)	18.5%	9.7%	25.4%	20.4%
净利润(亿元)	2.54	3.55	6.58	8.49
增长比率(%)	-40.2%	39.6%	85.4%	29.0%
每股收益(元)	0.51	0.37	0.69	0.89
市盈率(倍)	27.1	26.2	14.0	10.9

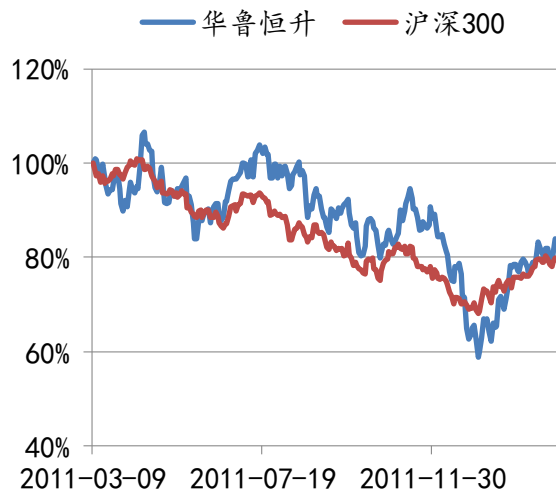
表2: 市场数据

收盘价(元)	9.68
一年内最高/最低(元)	18.99/6.68
沪深300指数	2664.30
市净率(倍)	1.82
流通市值(亿元)	92.31

表3: 基础数据

每股净资产(元)	5.32
每股经营现金流(元)	0.36
毛利率(%)	14.5%
净资产收益率(%)	7.0%
资产负债率(%)	52.3%
总股本/流通股(万股)	95363/95363
B股/H股(万股)	/

图3: 个股相对沪深300指数走势



资料来源: WIND, 万联证券研究所

相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。