

分析师：于姝丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel：010-59355991
Email：yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

华鲁恒升 (600426. SH)

产业链拓展降低经营风险

投资要点

● 业绩略低于预期。华鲁恒升 2012 年实现营业收入 70.03 亿元，同比增长 34.79%，归属上市公司净利润 4.51 亿元，同比增长 27.31%，每股收益 0.47 元。公司收入增长主要是由于尿素产量的增长及 16 万吨己二酸项目、15 万吨硝酸项目投产贡献收入。

● 尿素产品是 2012 年公司业绩增长的主要推动力。公司通过调整产品结构将尿素产能提升至 150 万吨，今年产量 137 万吨，同比增长 31.73%，销量 139 万吨。同时煤炭价格从去年年中起持续走弱，公司尿素原料山东枣庄动力煤价格从去年同期的 880 下跌至 690 元/吨，山西晋城无烟煤从 1350 元/吨下跌至 1175 元/吨，而春耕需求带动尿素价格起稳回升，尿素行业整体盈利水平同比提升较为明显。且我们预计未来天然气及无烟煤价格总体趋涨，带动尿素价格维持较高水平，公司业绩有望持续增长。

● 化工品盈利总体改善。受 2012 年国内外经济衰退的影响，多数化工产品价格下跌幅度较大，目前公司的化工品盈利偏弱，尤其是醋酸产品毛利为-0.99，比 2011 年下降 16.01%。但受益于煤炭价格下降，DMF、醋酸等产品盈利能力有所改善。

● 公司乙二醇项目进展顺利，项目建成投产后将成为公司新的利润增长点。因此，我们预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元、0.96 元，给予“增持”评级。

● 风险提示：气候异常影响化肥施用；乙二醇项目产能释放进度低于预期。

化工

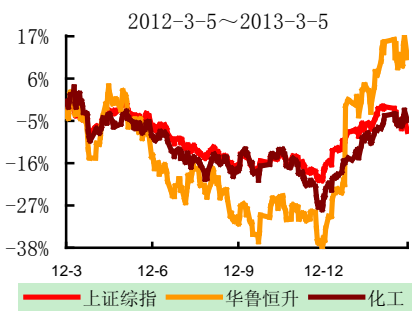
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	
目标价格：	

市场数据

市价(元)	8.59
上市的流通 A 股(亿股)	6.64
总股本(亿股)	9.54
52 周股价最高最低(元)	5.75-9.93
上证指数/深证成指	2273.40/9139.75
2012 年股息率	0.93%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测				
项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7003.12	8595	10445	11924
增长率(%)	34.79	22.73	21.52	14.16
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	451.57	635	769	920
增长率(%)	27.31	40.64	21.09	19.58
毛利率(%)	14.54	16.67	16.05	16.10
净资产收益率(%)	8.18	8.64	9.50	10.43
EPS(元)	0.47	0.67	0.81	0.96
P/E(倍)	18.14	12.9	10.7	8.9
P/B(倍)	0.00	1.4	1.4	1.3

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2773	3147	3593	3946
现金	1102	1142	1220	1068
应收账款	780	957	1163	1327
存货	548	667	817	932
其他	343	381	394	618
非流动资产	9256	9826	6372	6388
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8928	9507	9965	10334
无形资产	286	277	267	258
其他	42	42	42	42
资产总计	12029	12973	13868	14579
流动负债	2017	2782	3460	3912
短期借款	822	1328	1679	1879
应付账款	936	1139	1395	1593
其他	258	315	386	441
非流动负债	4490	4490	4490	4490
长期借款	4490	4490	4490	4490
其他	(0)	(0)	(0)	(0)
负债合计	6507	7272	7950	8402
少数股东权益	0	0	0	0
股本	136	272	272	272
资本公积金	381	372	386	402
留存收益	139	145	156	171
归属母公司股东权益	5522	5701	5918	6177
负债和股东权益	12029	12973	13868	14579

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1073	1082	1332	1591
净利润	452	635	769	920
资产减值准备	3	(4)	0	0
折旧摊销	557	561	679	768
公允价值变动损失	4	4	4	4
财务费用	260	383	406	421
营运资本变动	60	(118)	(119)	(100)
其它	(3)	4	0	0
投资活动现金流	(2014)	(1131)	(1131)	(1131)
资本支出	(2014)	(1131)	(1131)	(1131)
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	868	49	(201)	(460)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	1850	0	0	0
支付股利、利息	(355)	(456)	(552)	(660)
其它融资现金流	(2122)	505	351	200
现金净增加额	(40)	40	118	(34)

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7003	8595	10445	11924
营业成本	5984	7153	8757	9991
营业税金及附加	2	9	11	13
营业费用	141	172	208	238
管理费用	82	129	155	175
财务费用	260	383	406	421
资产减值损失	(4)	(4)	(4)	(4)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	529	745	903	1081
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	532	749	907	1085
所得税	81	114	138	165
净利润	452	635	769	920
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	452	635	769	920
EBITDA	1350	1693	1992	2274
EPS (元)	0.47	0.67	0.81	0.96

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	34.79%	22.73%	21.52%	14.16%
EBITDA	40.62%	42.71%	15.90%	14.57%
归属母公司净利润	27.31%	40.64%	21.09%	19.58%
获利能力				
毛利率	14.52%	16.67%	16.05%	16.10%
净利率	6.45%	7.39%	7.36%	7.71%
ROE	8.18%	11.14%	12.99%	14.89%
ROIC	6.68%	8.64%	9.50%	10.43%
偿债能力				
资产负债率	54.09%	56.05%	57.33%	57.63%
流动比率	1.37	1.13	1.04	1.01
速动比率	1.10	0.89	0.80	0.77
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.66	0.75	0.82
应收帐款周转率	8.98	8.98	8.98	8.98
应付帐款周转率	6.39	6.28	6.28	6.27
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.67	0.81	0.96
每股经营现金	1.12	1.13	1.40	1.67
每股净资产	5.79	5.98	6.21	6.48
估值比率				
P/E	18.1	12.9	10.7	8.9
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.9	9.1	8.1	7.3

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。