

尿素量价齐增保增长, 业绩估值有望双提升

2013年3月5日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

年报点评

——华鲁恒升（600426）2012 年年报点评

杨伟

基础化工行业分析师

执业证书编号: S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66554034

事件:

公司发布 2012 年年报, 实现营业收入 70.03 亿元, 同比增长 34.79%, 归属于上市公司股东的净利润 4.52 亿元, 同比增长 27.31%, EPS0.47 元。公司拟以 9.54 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 1.5 元。

公司同时公告将投资 9.8 亿元建设年产 60 万吨硝酸装置和原料供应装置、投资 5.1 亿元新增 10 万吨环己酮产能。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	1414.68	1066.97	1350.29	1351.14	1703.12	1965.20	1983.66
增长率(%)	24.50%	-0.62%	-2.21%	-0.91%	20.39%	84.18%	46.91%
毛利率(%)	18.48%	10.33%	13.47%	13.00%	16.67%	13.45%	14.87%
期间费用率(%)	5.58%	8.34%	6.87%	6.19%	6.85%	6.92%	7.44%
营业利润率(%)	12.73%	1.81%	6.37%	6.81%	9.67%	6.48%	7.30%
净利润(百万元)	153.60	16.26	77.42	79.26	139.33	108.40	124.57
增长率(%)	251.56%	169.54%	-28.72%	-26.21%	-9.29%	566.84%	60.90%
每股盈利(季度, 元)	0.242	0.017	0.081	0.083	0.146	0.114	0.131
资产负债率(%)	47.87%	49.91%	52.31%	56.24%	57.90%	57.71%	54.09%
净资产收益率(%)	3.05%	0.33%	1.53%	1.54%	2.63%	2.01%	2.26%
总资产收益率(%)	1.59%	0.16%	0.73%	0.67%	1.11%	0.85%	1.04%

评论:

积极因素:

- 12 年业绩增长较快的主要原因为尿素量价齐增, 且毛利率水平明显提升。在公司主营收入中尿素仍占比最大, 达 41.74%, 12 年销量 139 万吨, 同比 11 年的 102 万吨提升 35.87%(11 年 Q3 检修 1 个月); 受国内外需求景气影响, 12 年上半年尿素价格连续大幅上涨, 尽管下半年有所回落, 但全年均价 2135 元/吨, 仍较 11 年 2099 元/吨有所增长; 同时, 其主要原料烟煤价格出现连续下跌, 由 800 元/吨跌至 620 元/吨, 弥补了下半年尿素价格跌幅较大的不利局面。以上因素使尿素毛利率由 11 年的 17.68% 提升至 27.16%。

- 5万吨合成气制乙二醇项目进展顺利。公司已打通项目工艺流程并稳步推进，如顺利解决催化剂与技术改进的问题，项目应能尽快投产。该项目将成为公司新的利润增长点，也可弥补原有化工业务周期性过强的劣势，使业绩抗风险能力更强。

消极因素：

- 财务费用大幅增长。醋酸节能改造项目及16万吨己二酸项目完工转固，导致12年财务费用2.6亿元，较11年1.5亿元增加72.07%，随着多元醇、三聚氰胺等项目逐渐投产，13年财务费用压力仍较大。

业务展望：

乙二醇试产成功的概率大，将提升公司估值。公司5万吨合成气制乙二醇项目已于12年7月打通流程，装置负荷不断提升，预计13年上半年投产的可能性大，鉴于我国乙二醇进口依存度常年维持在70%，合成气制乙二醇盈利预期良好且进口替代空间极大，是公司由传统煤化工向现代煤化工转型的关键，项目试产成功将提高公司盈利水平，并带来后续项目的巨大想象空间，估值水平将随之提升。

醋酸、己二酸供需面同比改善，13年86亿元的营收目标应能顺利实现。国内醋酸新增产能进度放缓，下游主要需求结构中醋酸乙烯需求年增约20%、PTA大量产能投放带动醋酸需求，13年中期公司醋酸将新增30万吨至80万吨，预计将扭转亏损局面；预计己二酸未来两年下游需求增速大约13%，同时13年国内几乎没有新增产能，将带来较大的价格弹性。

盈利预测与投资建议：

预计公司13-14年EPS分别为0.67元、0.90元，对应PE13倍、10倍，维持对公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

化工装置发生安全事故的风险；化工业务下游需求低迷的风险

公司财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E
营业收入（百万元）	5,195.47	7,003.12	9,187.26	10,700.51
增长率（%）	9.66%	34.79%	31.19%	16.47%
净利润（百万元）	354.70	451.57	638.07	857.17
增长率（%）	39.57%	27.31%	41.30%	34.34%
每股收益(元)	0.372	0.474	0.669	0.899
PE	24.22	19.01	13.47	10.02
ROE	7.00%	8.18%	10.92%	13.67%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005年获得工学硕士，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，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。