

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883485

研究助理：谢裕青

电话：021-60883497

邮箱：xieyuq@wlzq.com.cn

发布日期：2013年3月8日

## 尿素维持景气，化工业务见底

——华鲁恒升(600426) 年报点评

### 公司点评报告

买入（维持）

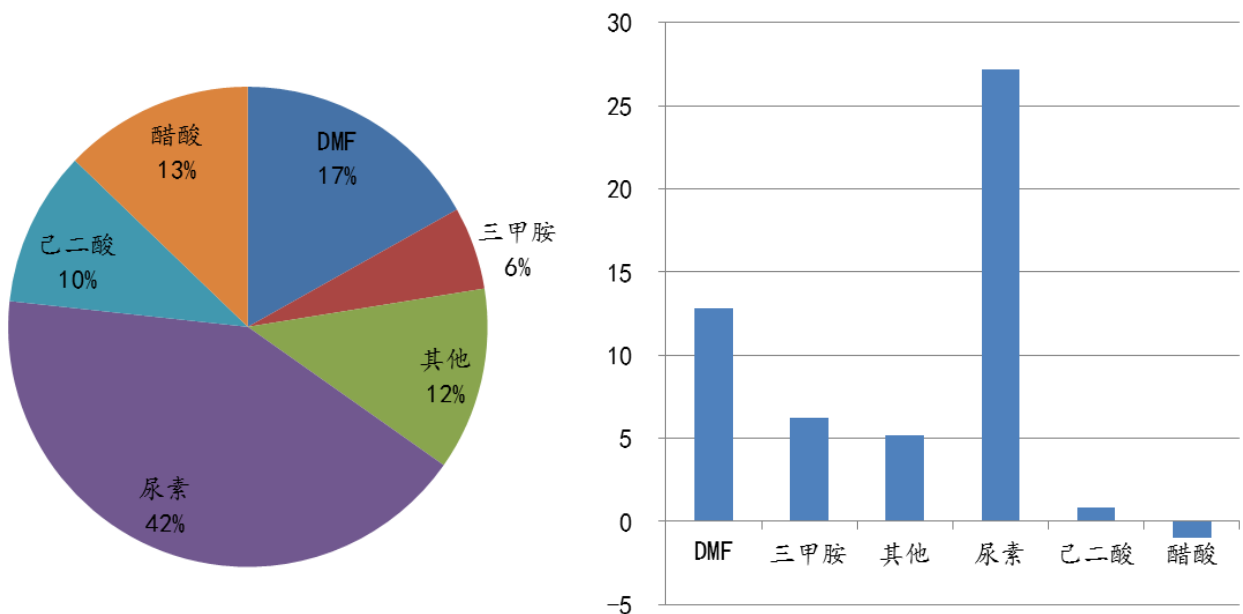
#### 事件：

华鲁恒升近日发布年报，全年实现营业收入70.0亿元，同比增长34.8%，归属于上市公司股东的净利润4.52亿元，同比增长27.3%，实现EPS0.47元，与我们此前预测0.48元基本符合。公司2012年业绩增长的主要原因是尿素产销量的增长和毛利率的提升，但是由于己二酸价格下跌，此前备受市场期待的产能投放毛利率接近于零，其他化工业务也表现不佳。我们认为今年化工产品行情有望见底回升，春季尿素市场将继续向好，维持“买入”评级。

#### 点评：

- **2012年尿素行情支撑公司业绩：** 2012年由于尿素需求增长，整体价格上涨，公司全年尿素销量达到139.23万吨，同比增长35.9%，毛利率上升9.48个百分点，达到27.2%。然而由于经济低迷，化工产品市场价格整体下跌，毛利率均有所下降，新投产的己二酸毛利率仅为0.87%。去年公司实现业绩增长主要靠化肥行情；化工产品，尤其是备受期待的16万吨/年己二酸、15万吨/年硝酸项目、醋酸节能新工艺改造部分项目尽管顺利建成投产，对业绩并未形成太多贡献。

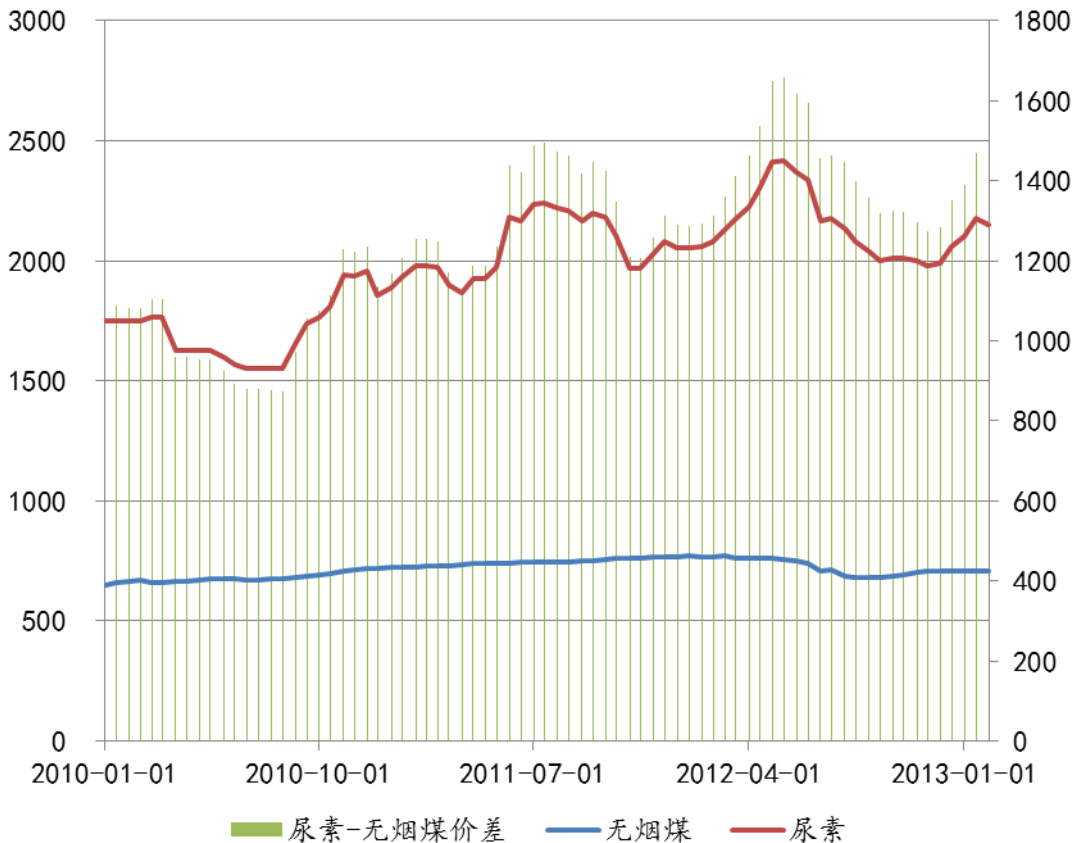
图1 华鲁恒升销售收入比例及分产品毛利率



资料来源:万联证券研究所, 同花顺

- **今年春季尿素预计继续向好：**尿素市场前景方面，目前春耕行情正在逐步启动，随着未来二个月用肥高峰的到来以及产业链中相对较少的库存，尿素价格有望持续走高。另外煤价处于低位，令尿素的生产成本下降，我们预计公司尿素业务将在2013年继续维持良好运行，全年产销量有望进一步扩大。

图2 尿素-无烟煤价格及价差



资料来源: 万联证券研究所, 同花顺

- **化工业务已经见底：**公司主要化工产品DMF，醋酸，己二酸等在2012年中均经历了毛利率的大幅下滑。市场的无序竞争难有持续性，随着行业状况正在逐步好转，我们认为2013年化工产品继续恶化的可能性较低。随着尿素，DMF，己二酸和多元醇项目的逐步投产，公司在化工行业营业收入将继续保持增长，毛利率如能随经济周期回暖将进一步提振公司盈利。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测华鲁恒升2013，2014年EPS分别为0.63，0.76元，相对于目前股价市盈率分别为13.8和11.4倍，维持“买入”评级
- **风险因素：**尿素市场价格下跌，化工产品毛利率下行

**盈利预测**

	2011年	2012年	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	52.0	70.0	84.0	96.6
增长比率 (%)	9.7%	34.8%	20.0%	15.0%
净利润 (亿元)	3.55	4.52	6.06	7.31
增长比率 (%)	39.6%	27.3%	34.0%	20.6%
每股收益 (元)	0.37	0.47	0.63	0.76
市盈率 (倍)	23.5	18.5	13.8	11.4

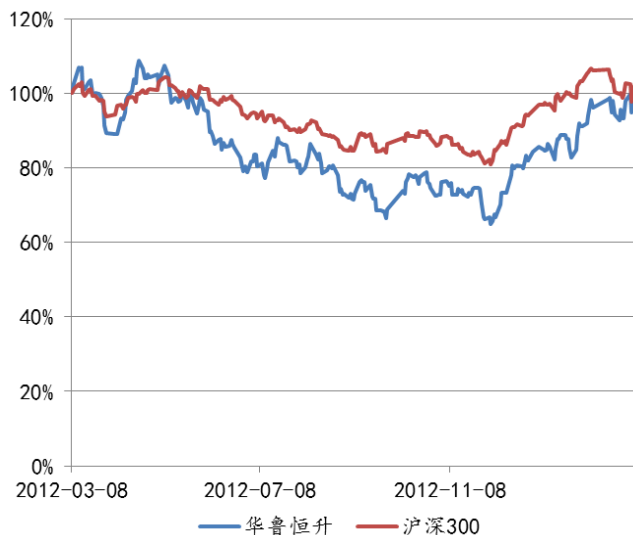
**市场数据**

收盘价 (元)	8.70
一年内最高/最低 (元)	9.93/5.75
沪深300 指数	2619.48
市净率 (倍)	1.50
流通市值 (亿元)	83.0

**基础数据**

每股净资产 (元)	5.79
每股经营现金流 (元)	0.53
毛利率 (%)	14.6%
净资产收益率 (%)	8.5%
资产负债率 (%)	54.1%
总股本/流通股 (万股)	95363/95363
B股/H股 (万股)	/

**个股相对沪深 300 指数走势**



### 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。

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 证券分析师承诺

姓名：宋颖

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

### 免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

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、发表和引用。

### 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831