



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 尿素景气下滑，化工业务盈利反弹

——华鲁恒升（600426）中报点评

2013年08月30日

推荐/维持

华鲁恒升

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

### 事件：

公司2013年上半年营业收入36.44亿元，同比增长19.31%，归属于上市公司股东的净利润1.9亿元，同比下降13.08%，扣非后净利润同比下降14.29%，基本每股收益0.199元。

### 公司分季度财务指标

指标	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业收入（百万元）	1350.29	1351.14	1703.12	1965.2	1983.66	1730.91	1913.25
增长率（%）	-2.21%	-0.91%	20.39%	84.18%	46.91%	28.11%	12.34%
毛利率（%）	13.47%	13.00%	16.67%	13.45%	14.87%	13.93%	12.57%
期间费用率（%）	6.87%	6.19%	6.85%	6.92%	7.44%	7.17%	6.78%
营业利润率（%）	6.37%	6.81%	9.67%	6.48%	7.30%	6.51%	5.58%
净利润（百万元）	77.42	79.26	139.33	108.40	124.57	96.90	93.10
增长率（%）	-28.72%	-26.21%	-09.29%	566.84%	60.90%	22.25%	-33.18%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.08	0.15	0.11	0.13	0.10	0.10
资产负债率（%）	52.31%	56.24%	57.90%	57.71%	54.09%	54.50%	53.40%
净资产收益率（%）	1.53%	1.54%	2.63%	2.01%	2.26%	1.72%	1.63%
总资产收益率（%）	0.73%	0.67%	1.11%	0.85%	1.04%	0.78%	0.76%

### 观点：

➤ 尿素销售额14.58亿元，收入占比40.02%，比去年同期下滑4.06个百分点，毛利率25.49%，同比下降2.28个百分点，主要原因为上半年尿素累计产量增速10.11%，明显快于需求增速，且原料煤炭价格持续下滑，导致尿素价格春耕旺季后大幅下跌，对比12年二季度尿素价格则为景气高点，上半年尿素均价相比去年同期跌幅为11%，国外市场需求不振也使国内企业高出口预期落空，内忧外患导致的尿素景气下滑拉低整体毛利率，是公司业绩低于预期的主因。

化工业务盈利反弹。化工品是公司未来发展的倚重点，上半年实现销售额20.61亿元，同比增长30.6%，收入占比56.57%，毛利率5.23%，比去年同期提高0.13个百分点，传统化工品DMF、醋酸、三甲胺毛利率分别提高3.11、6.21、8.37个百分点。柔性生产策略使得公司能够根据市场需求及经济效益合理安排生产，新增的醋酸一期及己二酸产能实现产出最大化。

- 财务费用增加。公司三项费用率比去年同期提高了0.4个百分点，其中销售费用与管理费用基本持平，财务费用率4.04%，提高0.39个百分点，主要由于醋酸改造一期及16万吨己二酸项目转固后借款利息不再资本化所致。目前公司在建项目总投资额29亿元，其中5万吨合成气制乙二醇项目已于去年中期进入试生产，公司明年财务费用压力仍然较大。
- 预计尿素价格企稳。国内目前正处于秋季用肥旺季，煤价跌势放缓有利于尿素下游企业积极备货，国外市场中印度与巴基斯坦也已开始大单招标，国内出口有望好转，尿素价格将趋于稳定。
- 20万吨多元醇于7月9日开始投产，将带动化工业务收入下半年继续快速增长。
- 股价安全边际高。目前股价6.06元较公司之前增发价8.81元（除权后）折价幅度较大，且公司控股股东持续增持，显示出对公司未来成长的信心，目前股价安全边际较高。

### 结论：

公司先进煤气化平台成本优势明显，一头多线多联产模式可防御周期风险，使产出最大化；预计下半年尿素行情企稳，化工业务收入将大幅增长；目前为盈利低点，股价安全边际高。预计公司13-14年EPS分别为0.43元、0.76元，对应PE14倍、8倍，维持“推荐”评级。

### 风险提示：

化工品下游需求低迷的风险；乙二醇等新项目达产低于预期的风险



公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	2860	2773	3146	3601	4341	<b>营业收入</b>	5195	7003	8155	9964	11923
货币资金	1176	1102	1437	1539	1873	<b>营业成本</b>	4444	5984	7101	8524	10175
应收账款	16	31	25	30	36	营业税金及附加	8	2	10	15	18
其他应收款	0	2	2	2	3	营业费用	95	141	147	179	203
预付款项	860	343	414	499	601	管理费用	85	82	114	130	143
存货	591	548	934	1121	1338	财务费用	151	260	304	264	217
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.59	3.80	4.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	7773	9256	8725	8118	7390	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4204.2	7217.5	7382.6	7138.2	6605.2	<b>营业利润</b>	411	529	475	848	1164
无形资产	264	286	258	229	200	营业外收入	8.98	4.69	6.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.53	1.11	1.50	1.50	1.50
<b>资产总计</b>	10633	12029	11871	11720	11731	<b>利润总额</b>	418	532	480	855	1171
<b>流动负债合计</b>	2922	2017	1856	1942	2157	所得税	64	81	73	130	178
短期借款	290	310	0	0	0	<b>净利润</b>	355	452	407	725	993
应付账款	661	528	837	1004	1199	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	192	229	196	156	109	归属母公司净利润	355	452	407	725	993
一年内到期的非流	1478	512	500	400	400	EBITDA	1000	1346	1609	2019	2309
<b>非流动负债合计</b>	2640	4490	4290	3690	2990	<b>BPS (元)</b>	0.37	0.47	0.43	0.76	1.04
长期借款	2640	4490	4290	3690	2990	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>负债合计</b>	5562	6507	6146	5632	5146	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	9.7%	34.8%	16.4%	22.2%	19.7%
实收资本(或股本)	954	954	954	954	954	营业利润增长	41.6%	28.7%	-10.2%	78.5%	37.2%
资本公积	2312	2312	2312	2312	2312	归属于母公司净利润	39.6%	27.3%	-9.9%	78.2%	36.9%
未分配利润	1536	1942	1901	1901	2001	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5071	5522	5726	6088	6584	毛利率(%)	14%	15%	13%	14%	15%
<b>负债和所有者权益</b>	10633	12029	11871	11720	11731	净利率(%)	7%	6%	5%	7%	8%
<b>现金流量表</b>					单位: 百万元	<b>总资产净利润(%)</b>					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	<b>ROE(%)</b>					
<b>经营活动现金流</b>	348	505	1677	1732	1950	<b>偿债能力</b>					
净利润	355	452	407	725	993	资产负债率(%)	52%	54%	52%	48%	44%
折旧摊销	437.62	557.00	830.29	906.29	928.29	流动比率	0.98	1.37	1.70	1.85	2.01
财务费用	151	260	304	264	217	速动比率	0.78	1.10	1.19	1.28	1.39
应付帐款的变化	0	0	309	168	195	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	-33	-40	-48	总资产周转率	0.53	0.62	0.68	0.84	1.02
<b>投资活动现金流</b>	-2133	-1131	-304	-303	-203	应收账款周转率	332	296	293	365	362
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.93	11.78	11.95	10.83	10.82
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.47	0.43	0.76	1.04
<b>筹资活动现金流</b>	600	540	-1038	-1327	-1413	每股净现金流(最新)	-1.24	-0.09	0.35	0.11	0.35
短期借款	290	310	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.32	5.79	6.00	6.38	6.90
长期借款	2640	4490	4290	3690	2990	<b>估值比率</b>					
普通股增加	318	0	0	0	0	P/E	16.29	12.78	14.21	7.97	5.82
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.14	1.05	1.01	0.95	0.88
<b>现金净增加额</b>	-1186	-86	335	102	334	EV/EBITDA	9.01	7.42	5.67	4.13	3.16

资料来源: 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。

### 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，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。

## 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。