

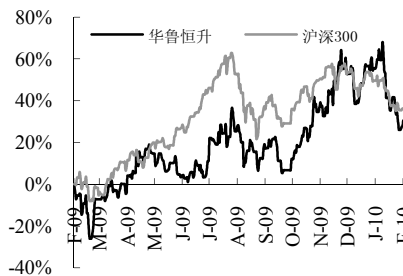


化工—化肥与农用化工  
Chemical—Fertilizers and  
Agricultural Chemicals  
Manufacturing

2010年2月10日

市场数据	2010年2月10日
当前价格(元)	19.58
52周价格区间(元)	10.90-25.25
总市值(百万)	9706.79
流通市值(百万)	9706.79
总股本(万股)	49575
流通股(万股)	49575
日均成交额(百万)	156
近一月换手(%)	28.05
Beta(2年)	0.96
第一大股东	山东华鲁恒升集团有限 公司
公司网址	www.hl-hengsheng.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
华鲁恒升	-16.0	-5.0	30.5
沪深300	-8.9	-9.5	36.2

相关报告

2009.3.17《税率降低提升公司业绩关注集团热电资产出售情况》

2009.11.17《多联产和成本优势突出，市场正逐步好转》

王昕 杨杰(协助)

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

华鲁恒升(600426)年报点评

——09年业绩稳定增长，10年市场好转，未来持续成长

评级：增持

赢利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3997.89	5073.22	5835.45	6550.86
主营收入增长率(%)	16.09%	26.90%	15.02%	12.26%
归属于母公司净利润(百万元)	425.10	593.91	758.00	835.61
归属于母公司净利润增长率(%)	12.79%	39.71%	27.63%	10.24%
每股收益(元)	0.86	1.20	1.53	1.69
PE	22.85	16.34	12.81	11.62

资料来源：金元证券研究所

摘要

- 09年实现营业收入39.98亿元、净利润4.25亿元，分别同比增长16.09%和18.78%。实现基本每股收益0.86元，扣除非经常性损益后的基本每股收益为0.85元。公司业绩增长主要来源于醋酸业务，其他业务略有下滑。公司业绩稳定增长体现了公司优秀的管理能力和成本优势。
- 主导产品景气度陆续复苏。春耕、天然气供应紧张、天然气价格改革将拉动尿素景气度进一步上行。醋酸受益于PTA反倾销，DMF受益于家电下乡、建材下乡和氨纶出口复苏，预计未来醋酸和DMF景气度逐步回升。
- 产能扩张和产业链延伸推高公司成长性。10年2月底公司40万吨尿素造粒设备投产，10年上半年3万吨醋酐项目投产，10年底40万吨尿素造粒设备配套的煤气化装置投产。11年5万吨乙二醇项目投产，12年醋酸募投项目投产。公司产能扩张和产业链延伸提升公司业绩成长性。如乙二醇项目成功，公司长期成长性将得到极大增强。
- 估值：不考虑增发摊薄效应和醋酸募投项目对12年的业绩贡献，以及乙二醇项目业绩贡献的前提下，预计公司10-12年公司EPS为1.20元、1.53元和1.69元，每股收益分别为16.34倍、12.81倍和11.62倍，维持对公司的增持评级。
- 风险：发行后股本摊薄、天然气价格改革滞后、煤炭价格大幅上升。

### 09年业绩稳定增长，基本符合预期

公司近日发布公告,09年实现营业收入39.98亿元,同比增长16.09%;实现归属于母公司所有者的净利润为4.25亿元,同比增长18.78%。实现基本每股收益0.86元,扣除非经常性损益后的基本每股收益为0.85元,每股经营活动产生的现金流净额1.03元。加权平均净资产收益率为16.56%,比上年减少0.81个百分点。

公司业绩基本符合我们预期,呈现稳定增长的态势。09年,我国尿素市场不景气,价格最低跌至1450元/吨左右,大量尿素企业停产、减产。在此背景下,公司实现了“不限产、不压库、不赊销和保经营”的目标,体现了公司优秀的管理能力和成本优势。

### 醋酸项目贡献09年业绩增长,其他业务略有下滑

09年4月,公司20万吨醋酸项目投产,随着通过改进催化剂将产能扩张至35万吨。09年公司生产醋酸18万吨,毛利率为15.21%。醋酸是公司收入和毛利增长的主要来源。

09年公司生产尿素110万吨,毛利率为21%。受市场因素影响,尿素毛利率略有下滑。

09年公司DMF产销量约22万吨,毛利率大幅回升至21.83%。DMF毛利率提升主要在于公司变更DMF和三甲胺之间的成本摊销所致。综合来看,09年DMF和三甲胺毛利合计同比下滑5.8%。

热电资产大幅降低生产成本,支撑了主要产品毛利率的基本稳定。09年收购的热电资产年发电能力9亿千瓦时,年供热能力1900万GJ。公司热电基本自用,少量对外出售。热电资产收购大约降低尿素、DMF、醋酸成本分别为170元/吨、350元/吨和25元/吨。

### 尿素市场大幅回升,醋酸和DMF市场将逐步复苏

尿素供求总体偏好。09年下半年,我国尿素市场不景气,大量煤头尿素企业停产减产,减少了市场供给。近期天然气供应紧张,中石油和中石化下属尿素企业开工率仅为70%,其他气头尿素企业部分停产,部分维持在50%以下水平。气头尿素产能约占全部尿素产能的30%,气头尿素企业减产显著改善了尿素市场的短期供求。

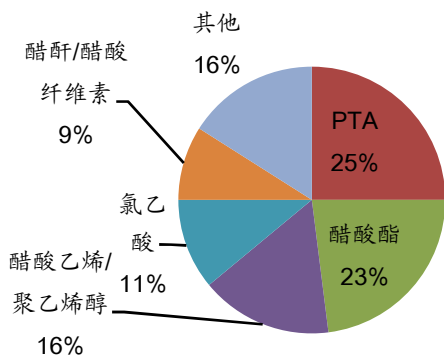
春耕拉动尿素市场景气上行。目前公司尿素出厂价格为1770元/吨,处于相对较高水平,预计年后春耕将拉动尿素价格上行。一季度改

善尿素业绩超预期的概率很高。未来天然气价格改革导致气头尿素企业生产成本上升，公司作为煤头尿素的主要生产企业，受益明显。

目前华东醋酸价格 2975 元/吨，较前期略有上涨。2 月 2 日，商务部裁定 PTA 反倾销。预计在此影响下，国内 PTA 产量将从 09 年的 1000 万吨左右提升至 1300 万吨，从而带动醋酸市场的复苏。

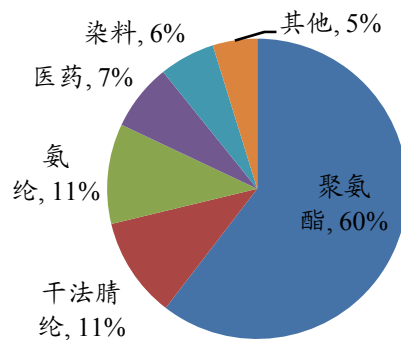
DMF 市场仍处于相对低迷态势。目前华东 DMF 价格为 5295 元/吨。主要下游聚氨酯将受益于家电下乡、建材下乡，氨纶行业受益于出口复苏。预计 10 年 DMF 市场将温和复苏。

图 1: 我国醋酸下游消费结构



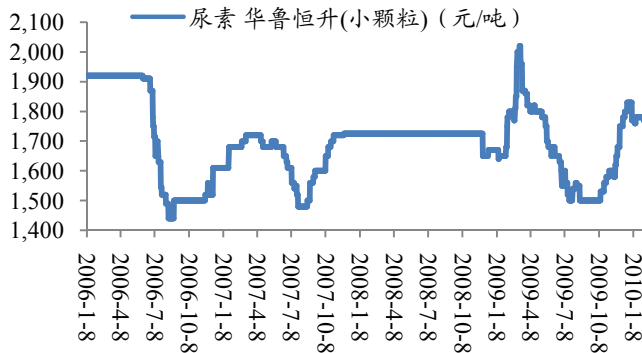
数据来源: 金元证券研究所

图 2: 我国 DMF 下游消费结构



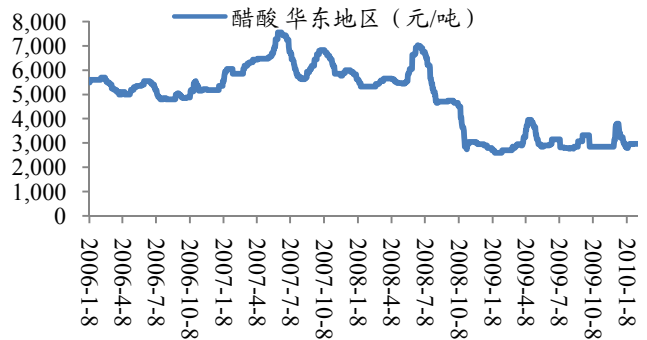
数据来源: 金元证券研究所

图 3: 公司尿素价格回升至相对较高水平



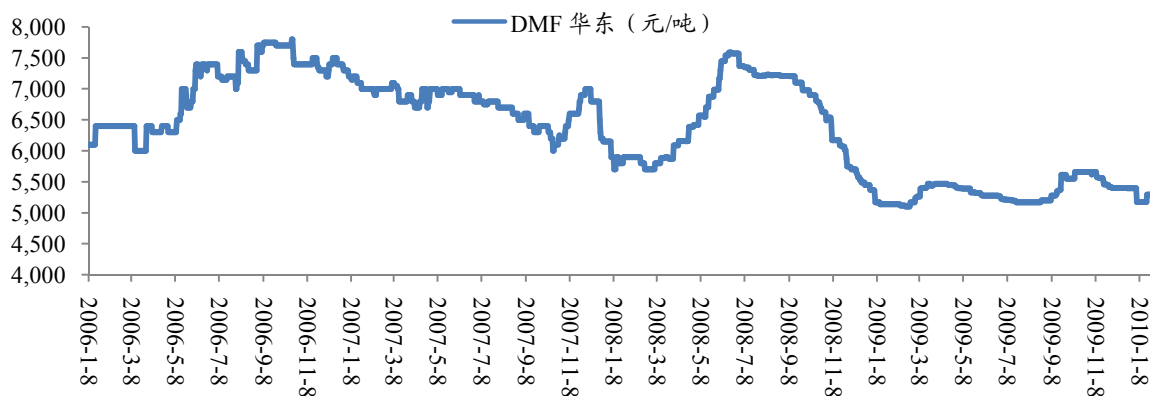
数据来源: 百川资讯 金元证券研究所

图 4: 醋酸价格仍处于相对底部



数据来源: 百川资讯 金元证券研究所

图 5: DMF 价格仍处于底部



数据来源: 百川资讯 金元证券研究所

### 产能扩张和产业链不断完善推高公司成长性

10年尿素产能扩张和醋酸产能释放推动公司业绩增长。10年2月公司40万吨尿素造粒设备投产,10年上半年公司3万吨醋酐项目投产。我们预计,10年尿素产量增加25万吨,醋酸产量增加12万吨。

中期内,增发项目构成公司业绩增长来源。公司拟增发1.4亿股,募集资金25亿元,将公司醋酸产能从35万吨提升至80万吨。预计该项目2012年投产,届时公司将成为国内主要的醋酸生产企业之一。

长期内,乙二醇项目提供了更广阔的想法空间。公司利用回收提纯后的合成尾气,采用羰基偶联间接合成乙二醇工艺,实施5万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目。该项目总投资4.5亿元,建设期18个月,公司预计建成后新增收入4.1亿元左右。公司乙二醇项目进入了工业化阶段,说明了公司在羰基化技术上有了新的突破。如果顺利,公司煤化工产业链进一步拉长,长期成长性将得到大幅提升。

### 估值

假设条件:

- 1、10年2月底40万吨尿素造粒设备投产,公司尿素产能提升至140万吨;10年底,40万吨尿素造粒设备相配套的煤气化装置投入运营,降低尿素生产成本。10年春耕时期,国内尿素市场如期复苏。10年我国实施天然气价格改革,公司竞争优势增强。
- 2、10年醋酸产量提高至30万吨(09年约18万吨),PTA反倾销

和纺织品出口回暖提升醋酸需求。如纺织品下乡成行，将对醋酸需求有进一步的提振作用。

3、DMF 市场在家电下乡、建材下乡和氨纶出口复苏的拉动下温和复苏。

4、暂不考虑增发摊薄效应和醋酸募投项目对 12 年的业绩贡献，暂不考虑乙二醇项目业绩贡献。

预计公司 10-12 年公司 EPS 为 1.20 元、1.53 元和 1.69 元，对应 2 月 10 日 19.58 元的收盘价，市盈率分别为 16.34 倍、12.81 倍和 11.62 倍，维持公司增持评级。

## 风险

发行后股本摊薄、天然气价格改革滞后、煤炭价格大幅上升。

附表：公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3998	5073	5835	6551
营业成本	3198	3985	4475	5033
营业税金及附加	5	6	7	8
销售费用	88	125	136	157
管理费用	77	91	108	119
财务费用	130	167	216	249
资产减值损失	1	0	0	0
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	500	699	893	984
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	502	701	895	986
所得税	77	107	137	151
净利润	425	594	758	836
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润				
润	425	594	758	836
EBIT	631	868	1111	1235
EPS (元)	0.86	1.20	1.53	1.69

资料来源：金元证券研究所

**金元证券股票投资评级标准:****增持: 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上;****中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%—10%;****减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上。**

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.