

2010年7月27日

增持（维持）

化肥/化工

太平洋证券研究院
研究员：姚鑫

yaox@tpyzq.com.cn
(8610) 8832 1661

华鲁恒升（600426）

行业低迷，未能独善其身；新建项目，仍具生长空间

市场基础数据

当前价：13.91元

52周股价区间：10.90-25.25元

总股本/流通股（万股）：49575/49575

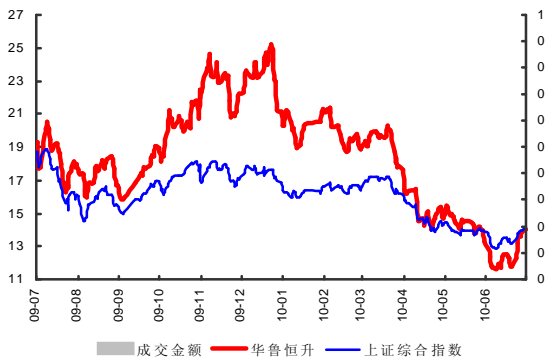
每股净资产（元）：5.75

资产负债率（%）：58.14

主要财务指标

单位：百万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	4553.58	5202.67	6551.39
净利润	271.19	347.94	574.23
每股盈利（元）	0.547	0.702	1.158
市盈率（倍）	25.43	19.82	12.01
市净率（倍）	2.28	2.04	1.74

市场表现



相关报告

2010.2.9《三大看点：多联产、成本控制、装置改扩建》

2009.4.1《业绩符合预期，良好成本控制带来稳定盈利》

2008.8.26《华鲁恒升中报点评》

2008.2.21《华鲁恒升（600426）业绩继续快速增长》

投资要点

- ◆ 2010年1-6月，公司实现主营业务收入22.82亿元，同比增长20.90%；实现利润总额1.64亿元，同比下滑39.55%；归属于上市公司股东净利润1.39亿元，同比下滑39.56%。报告期内实现每股收益0.28元，低于我们预期。报告期内公司股本没有变化。
- ◆ 对比公司主营产品可以发现，公司10年上半年收入增长主要来自醋酸项目的贡献（醋酸项目于09年4月投产，09年上半年基本没有收入，下半年贡献约17万吨，10年上半年就已经生产17万吨）。公司盈利能力的下滑源于几乎所有产品的毛利率都在下滑（尿素收入占比41.87%，毛利率同比下滑6.85%；DMF收入占比23.05%，毛利率下滑6.32%；醋酸收入占比19.27%，毛利率下滑3.01%；三甲胺收入占比5.28%，毛利率下滑11.83%）。公司主营产品目前依然处于行业低谷，不过综合来看，公司总体保持了14.2%的毛利率，高于同行水平。
- ◆ 我们盈利预测公司10-11年收入和利润增长主要来自（1）20万吨醋酸项目装置改造产能的扩大（09年醋酸产量约17万吨毛利率15%，10年假设30万吨毛利率14%，11年假设35万吨毛利率15%）；（2）醋酐一期项目10万吨近期投产，11年正常生产；（3）合成氨尿素装置的改造（09年尿素产量约110万吨毛利率21%，10年假设达到125万吨毛利率18%，11年假设达到130万吨毛利率18%）。
- ◆ 公司股东大会已经通过投资建设16万吨/年乙二酸项目的议案。项目建设期两年，最快也要到2012年才能建成。乙二酸和DMF同是聚氨酯行业的主要配套原料，可以和公司已有产品DMF同渠道，以控制销售费用。目前项目处于可研阶段。

- ◆ 尿素价格每变动 100 元，公司 EPS 同向变动 0.23 元；DMF 每变动 100 元，EPS 同向变动 0.03 元；醋酸每变动 100 元，EPS 同向变动 0.04 元；醋酐每变动 100 元，EPS 同向变动 0.008 元；三甲胺价格每变动 100 元，EPS 同向变动 0.001 元。
- ◆ 不考虑增发摊薄和己二酸项目，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.55 元、0.70 元、1.16 元，对应市盈率为 25 倍、20 倍、12 倍。公司管理良好、财务稳健，业绩弹性较大，未来天然气价格继续上涨势必会抬高尿素价格，公司从中受益，并且公司目前将要投资建设乙二酸项目，继续存在成长空间。维持“增持”评级。
- ◆ 风险提示：项目未如期运行风险；产品价格大幅下跌风险。

附表：公司盈利预测

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2867.84	3443.66	3997.89	4553.58	5202.67	6551.39
减：营业成本	2260.42	2682.39	3197.61	3848.73	4334.08	5358.08
营业税金及附加	11.95	12.39	4.80	5.47	6.25	7.87
营业费用	93.42	94.51	87.64	100.18	114.46	157.23
管理费用	42.40	56.60	77.01	87.72	100.22	126.20
财务费用	42.69	124.60	129.60	190.83	237.32	225.44
资产减值损失	2.89	27.41	1.35	1.50	1.00	1.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	414.06	445.76	499.87	319.15	409.34	675.57
加：其他非经营损益	0.44	4.69	1.85	-0.10	0.00	0.00
利润总额	414.50	450.45	501.73	319.05	409.34	675.57
减：所得税	94.21	73.55	76.62	47.86	61.40	101.33
净利润	320.29	376.90	425.10	271.19	347.94	574.23
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	320.29	376.90	425.10	271.19	347.94	574.23
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	454.59	565.89	568.77	1366.07	1560.80	1965.42
应收和预付款项	270.74	298.60	341.73	502.31	450.05	730.34
存货	202.97	341.91	240.82	458.53	329.02	644.60
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3014.62	3745.30	4737.82	6151.03	6782.73	6509.08
无形资产和开发支出	124.13	173.34	191.39	170.69	149.98	129.28
其他非流动资产	0.00	70.00	67.30	33.65	0.00	0.00

资产总计	4067.06	5195.05	6147.84	8682.29	9272.58	9978.72
短期借款	74.00	203.00	130.00	2145.03	2355.57	1951.39
应付和预收款项	455.82	509.96	541.54	839.77	721.59	1217.67
长期借款	1402.53	1739.73	2667.33	2617.33	2617.33	2617.33
其他负债	133.38	358.92	50.00	50.00	200.00	240.00
负债合计	2065.73	2811.61	3388.87	5652.13	5894.48	6026.39
股本	495.75	495.75	495.75	495.75	495.75	495.75
资本公积	636.10	636.10	636.10	636.10	636.10	636.10
留存收益	869.48	1251.59	1627.12	1898.31	2246.25	2820.48
归属母公司股东权益	2001.33	2383.44	2758.96	3030.16	3378.10	3952.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2001.33	2383.44	2758.96	3030.16	3378.10	3952.33
负债和股东权益合计	4067.06	5195.05	6147.84	8682.29	9272.58	9978.72
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	408.30	617.08	638.62	1286.66	1867.58	1857.26
投资性现金净流量	-343.34	-1063.48	-602.08	-2263.56	-1646.07	-823.03
筹资性现金净流量	-362.85	531.04	111.64	1774.20	-26.79	-629.61
现金流量净额	-297.89	84.65	148.18	797.30	194.73	404.62

资料来源：太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座

电话：(8610) 8832-1818
传真：(8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。