

华鲁恒升 (600426)

短期业绩受挫，长期趋势向好

—华鲁恒升 10 年中报点评

增持/ 维持评级

股价：RMB20.00

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000208110160
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭
+755-82125084 chenxiaolu@lhqz.com

- 公司 7 月 26 日公布 10 年中报，公司业绩大幅低于市场预期。10 年 H1 公司实现销售收入 22.83 亿元、同比增长 20.90%，实现净利润 1.39 亿元、同比下降 39.56%。
- 主要原因是公司主要产品价格低迷的同时各种资源、能源价格上涨。其中尿素、DMF 和三甲胺等产品营业利润率同比去年下滑幅度均超过 6%。10Q2 公司主营业务收入环比下降 0.93%，但由于煤炭成本上升，营业利润环比大幅下降 54.6%，销售毛利率也由前 1 季度的 16.67% 回落至 11.72%，导致 2 季度单季盈利 0.09 元/股。同比看公司 ROE 由 09 年 H1 的 8.99% 下降至 4.89%。
- 我们认为下半年公司同样面临产品价格低迷的压力。尿素淡储和出口行情预计启动于三季度末，四季度尿素均价预计仅与一季度持平。2010 年上半年受天气影响，国内春耕需求减小，全国尿素价格持续低迷。
- 增发暂时未能完成导致在建项目较慢，公司自身资本开支放缓。公司资产负债率从 09 年的 55.3% 上升到 58.1%，资金压力较大，乙二醇和醋酐项目进展延缓。预计公司将下调增发价格，确保项目建设顺利实施。
- 长期看公司具备业内领先成本优势，扩增项目的将带来新增长。公司紧紧围绕自身煤气化优势进行相关多元化的发展，通过扩展醋酸、醋酐产能和乙二醇、己二酸等产品，实现煤化工与非煤化工优势互补，提高盈利能力。
- 鉴于公司产品价格低迷和原材料成本上涨双重压力，同时公司新增产能投产进程慢于市场预期，我们下调全年盈利预测至 0.63 元/股，短期股价没有刺激因素，但是由于行业处于盈利底部，天然气和煤炭价格上涨将对产品价格形成支撑，股价下跌空间有限。维持“增持”评级。

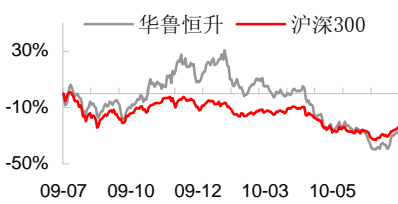
相关研究

<相关多元化战略提升竞争力>
100709

基础数据

总股本 (百万股)	496
流通 A 股 (百万股)	496
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	9915

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3997.9	2283.2	4335.1	5123.9	6269.0
(+/-%)	16.1	20.9	8.4	18.2	22.3
归属母公司净利润(百万元)	425.1	139.5	310.0	454.5	610.5
(+/-%)	12.8	-39.6	-27.1	46.6	34.3
EPS(元)	0.86	0.28	0.63	0.92	1.23
P/E(倍)	16.1	49.1	22.2	15.2	11.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

公司7月26日公布10年中报:10年H1实现销售收入22.83亿元,同比增长20.90%、实现利润总额1.64亿元,同比下降39.55%、实现净利润1.39亿元,同比下降39.56%。

10Q2公司主营业务收入环比下降0.93%,但由于煤炭成本上升,营业利润环比大幅下降54.6%,销售毛利率也由前1季度的16.67%回落至11.72%,导致2季度单季盈利0.09元/股。同比看公司ROE由09年H1的8.99%下降至4.89%,其中销售净利率下滑主要受行业低迷产品毛利率下滑影响。

产品价格低迷,短期业绩受挫

公司业绩大幅低于市场预期的主要原因是公司主要产品供求失衡造成价格低迷的同时各种资源、能源价格的持续上涨,其中尿素、DMF和三甲胺等产品营业利润率同比去年下滑幅度均超过6%。

表1、主要产品季度均价变化

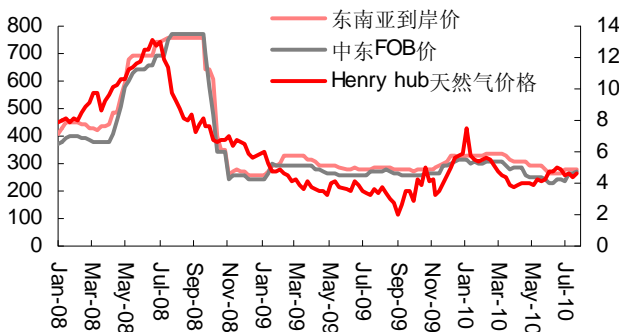
元/吨	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	10Q2 同比	10Q2 环比
尿素(山东)	1785	1750	1545	1658	1764	1575	-10.0%	-10.7%
醋酸(长三角)	2725	3338	2935	3027	3029	2864	-14.2%	-5.5%
DMF(长三角)	5067	5319	5185	5450	5373	5396	1.4%	0.4%
晋城无烟末煤	574	570	510	510	528	545	-4.4%	3.2%

资料来源:中华商务网、化工在线

四季度尿素价格有望上涨,但是幅度不会太大

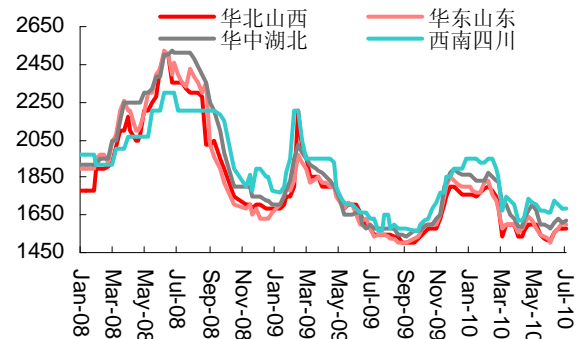
2010年上半年,受西南干旱及北方雨雪影响,国内春耕需求启动较晚且在平淡中度过,受需求减小影响,全国尿素价格持续低迷。我们认为下半年公司面临的经营环境同样恶劣,Q3进入用肥淡季,尿素价格难有起色,三季度末开始受淡储和出口影响,尿素价格将有所上涨。考虑到10年美国天然气价格上涨幅度有限,国际尿素价格对出口大幅拉动的可能性较小。参考去年同期涨幅,我们预计10年Q4国内尿素价格上涨幅度在10%左右,价格难于超过Q11764元/吨的平均水平。

图1、国际尿素价格同样低迷



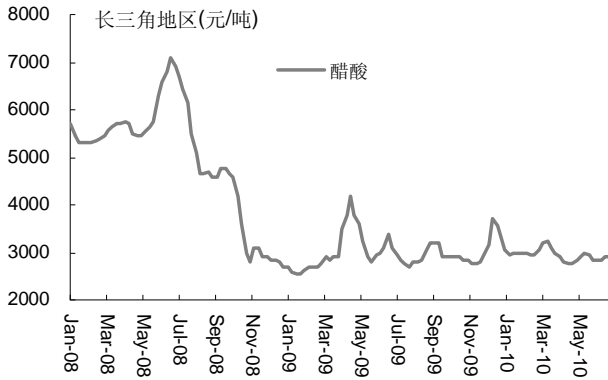
资料来源:Wind、华泰联合证券研究所

图2、国内尿素价格处于底部



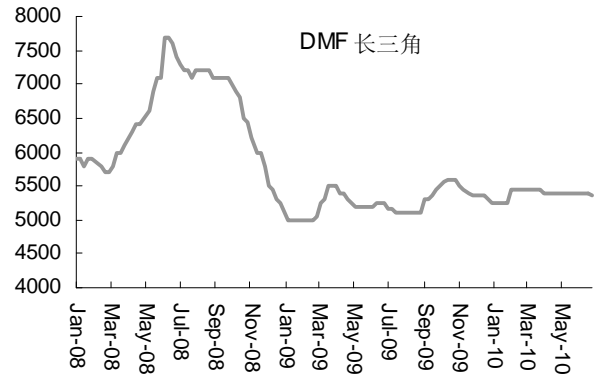
资料来源:Wind、华泰联合证券研究所

图 3、醋酸价格处于底部



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 4、DMF 价格处于底部



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

公司自身资本开支放缓

增发暂时未能完成导致在建项目较慢, 资产负债率从 09 年的 55.3% 上升到 58.1%, 资金压力较大, 预计 2011 年下半年投产。

表 2、主要在建工程进度

工程名称	工程进度 (%)
5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目	10.00
10 万吨/年醋酐项目	36.00
醋酸装置节能新工艺改造项目	16.00
16 万吨己二酸项目	股东大会通过

资料来源: 公司公告

公司原计划增发项目方案在等待发改委意见阶段, 受股价大幅下跌影响面临难产, 我们预计公司将下调增发价格, 确保项目建设顺利实施, 公司多年经营效益积累了良好的信誉, 将通过自筹、银行信贷、债券融资等多种方式, 进一步拓宽融资渠道满足建设资金的需求。

具备成本优势, 长期将受益于化工项目

公司合成氨产能 110 万吨/年, 占比 80% 的水煤浆气化技术具备业内领先的成本优势, 通过多元化技术改造和能量系统优化等工程, 合成氨产能扩大 20 万吨, 尿素产能扩大 40 万吨。公司计划增加 4 台大型气化炉新增合成氨产能 110 万吨/年。

未来几年尿素需求稳定, 产能释放速度加快, 行业平均盈利水平难于大幅上涨, 公司作为低成本企业具备抵御风险能力, 我们预计尿素毛利将至少保持在 15% 以上。

公司积极利用自身优势进行相关多元化的发展战略，扩展醋酸和醋酐产品产能，同时积极进入乙二醇、己二酸等煤化工领域，将为公司带来新的增长点。

醋酸产能三级跳

09 公司收购德州热电有效降低了蒸汽和电力成本，每吨醋酸节约超过 300 元。公司自产 CO 成本只有 1.1 元/M³，远低于外购企业 2 元/M³ 的价格，降低成本 200 元/吨。公司醋酸生产成本不到 2000 元/吨，低于行业水平超过 500 元/吨。

通过一贯的技改和扩能，预计 2010 年醋酸产能有望达到 33 万吨。

公司拟增发募集资金用于醋酸装置扩能项目，增加醋酸产能 60 万吨/年，成为国内醋酸行业龙头。

醋酐项目延续优势

公司醋酐项目采用甲醇羰基合成法，与乙醛氧化法和乙烯酮法相比具有成本优势，由于公司醋酸成本较低，醋酐生产成本也将大大低于同类羰基法企业。

醋酐作为主要的乙酰化剂和脱水剂，用于生产醋酸纤维素和医药，最大用途是制造香烟过滤嘴。我国是世界上最大的香烟生产和消费国，卷烟产量位居世界之首，对醋酸纤维素的年消费量在 16 万吨以上，当前的生产能力和产量无法满足国内需求，仍需要大量进口。预计 2011 年烟用纤维对醋酐的需求量将达到 22 万吨。此外洗涤剂、火箭推进剂、液晶显示器等需求量增长将带动醋酐消费量。

醋酐的原材料主要是甲醇和醋酸，鉴于公司在成本控制方面的绝对优势，醋酐项目的投产将进一步扩大公司向下游获取利润的能力。

乙二醇项目整装待发

公司在建 5 万吨乙二醇项目预计 2011 年初投产，在此基础上将逐步扩建 20 万吨/年乙二醇项目，预计 2011 年底建成。

乙二醇为大宗化学品，国内产能严重不足，主要用于生产聚酯和防冻剂，目前全球需求量约为 2,000 万吨，2007 年我国消费乙二醇 682 万吨，其中由于国内产能严重不足进口了 480 万吨，随着下游产品尤其是聚酯的快速发展将进一步扩大国内的供需矛盾，乙二醇的市场前景十分广阔。

公司生产己二酸具备一定的销售和原材料优势。

公司作为国内最大的 DMF 生产企业具有一定销售和和生产优势，我国 PU 浆料及鞋底原液行业对己二酸用量约占量 68%，公司年产 23 万吨 DMF 占全国比超过 20%，现有的 DMF 客户资源和辅助储罐、管道等设备将有利于己二酸的配套销售。公司在另一重要原料苯上并没有优势。

但是在未来己二酸行业利润率面临下滑，09 年 12 月以来受下游需求旺盛和执行反倾销关税、部分国内项目开工停滞影响，供求紧张、价格大幅上涨、毛利超过 40%。我们认为随着众多厂商扩产，国内己二酸自给率逐年提高，未来市场格局并不乐观，价格将回归到一般化工产品正常毛利水平，按照己二酸 13000 元/吨及苯 7000 元/吨计算，该项目每年可获 1.5 亿元净利润，项目投资回报率约 9.3%。

盈利预测、假设及估值

鉴于公司产品价格低迷和原材料成本上涨双重压力，同时公司新增产能投产进程慢于市场预期，我们下调全年盈利预测至 0.63 元/股，短期股价没有刺激因素，但是由于行业处于盈利底部，天然气和煤炭价格上涨将对产品价格形成支撑，股价下跌空间有限。长期来看，公司超强的成本控制能力和新增煤化工项目的投产将带来新的利润增长点，维持“增持”评级。

表 3、主要产品产量和价格假设

		2010	2011	2012
尿素	产量(吨)	130	150	160
	价格(元/吨)	1,550	1,600	1,600
	毛利率	15.79%	18.95%	18.95%
DMF	产量(吨)	23	23	23
	价格(元/吨)	5,000	5,000	5,000
	毛利率	16.85%	16.85%	16.85%
三甲胺	产量(吨)	5	5	5
	价格(元/吨)	7,200	7,200	7,200
	毛利率	15.59%	15.66%	15.66%
醋酸	产量(吨)	30	40	60
	价格(元/吨)	2,650	2,650	2,650
	毛利率	14.85%	14.85%	14.85%
醋酐	产量(吨)	0	2.5	10
	价格(元/吨)	0	5,300	5,300
	毛利率	0	26.04%	26.04%
乙二醇	产量(吨)	0	1	5
	价格(元/吨)	0	6,000	6,000
	毛利率	0	25.58%	25.58%
合计	收入(百万元)	4,335	5,124	6,269
	成本(百万元)	3,633	4,205	5,115
	毛利率	16.21%	17.94%	18.41%

资料来源：公司调研、华泰联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券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。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com