

短期业绩低迷不改长期向好

推荐（维持）

华鲁恒升（600426）中报点评

2010年8月6日

投资要点:

- ◇ **业绩低于预期。**2010年上半年公司实现营业收入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%；实现归属母公司所有者的净利润1.39亿元，同比下降39.56%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为1.39亿元，同比下降39.82%；基本每股收益0.281元，低于预期。
- ◇ **毛利率下降是业绩下降的主要原因。**2010年上半年，公司主营业务产品需求低迷，价格下跌。不过公司利用自有的成本优势，为保证公司产品畅销，压缩产品的盈利空间，保持满负荷生产和产销量100%。上半年，公司综合毛利率为14.25%，同比下降了7.49个百分点；尿素、DMF、三甲胺和醋酸毛利率分别为17.02%、14.36%、4.79%和13.82%，分别同比下降6.85、6.32、9.65和3.01个百分点。特别是今年上半年国内尿素市场，由于北方早春冰冻雪，西南干旱，导致春耕尿素需求锐减，不过公司仍然能满负荷生产显得难能可贵。
- ◇ **产业链逐渐完善，产业链优势将在未来体现。**公司凭借先进的水煤浆气化技术、不断完善的煤化工产业链。公司20万吨/年醋酸项目在2009年4月份一次开车成功，公司生产醋酸全部投放市场，公司将继续扩大醋酸产能，并向下游发展醋酐、醋酸乙烯等衍生物。公司10万吨/年的醋酐一期3万吨/年项目已经建成，这将进一步完善公司醋酸的产业链，发挥公司产业链优势。公司也正在新建5万吨/年合成尾气制乙二醇项目，以及投资建设16万吨/年己二酸项目，公司煤化工产业链将更加完善。
- ◇ **短期业绩低迷不改长期向好，维持“推荐”投资评级。**由于公司业绩低于预期，我们预计公司2010年、2011年EPS分别至0.61元、0.97元，目前的股价对应2010年和2011年的PE分别为23.57倍、14.77倍，估值仍然低于同类上市公司。公司经营稳健，凭借先进的水煤浆气化技术、不断完善的煤化工产业链。公司股价在第二季度跌幅超过大盘，我们认为这已经反应了公司低于预期的业绩。我们维持公司“推荐”投资评级。

李隆海

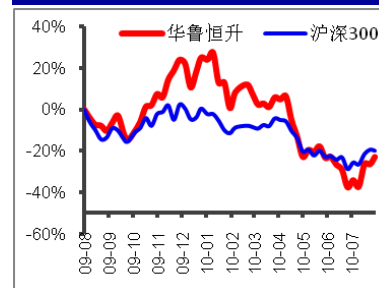
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2010年8月5日

收盘价(元)	14.39
总股本(万股)	49575
流通 A 股股本(万股)	49575
12 月最高价(元)	25.25
12 月最低价(元)	11.10

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

华鲁恒升（600426）09 年年报
点评：第四季度营业收入再创记
录

——2010年2月9日

图 1：长三角地区尿素价格走势（元/吨）

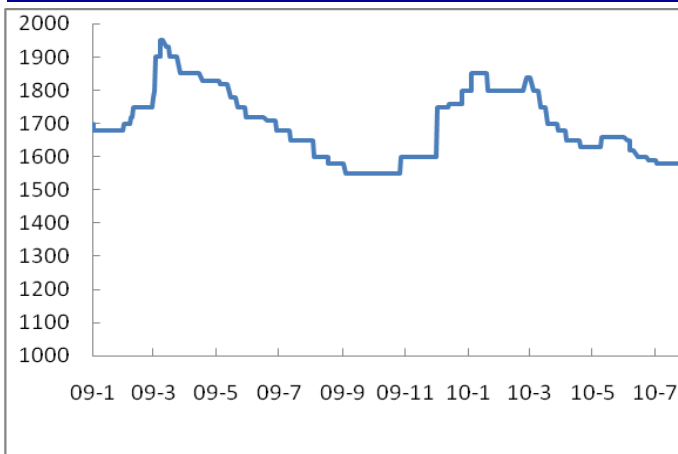
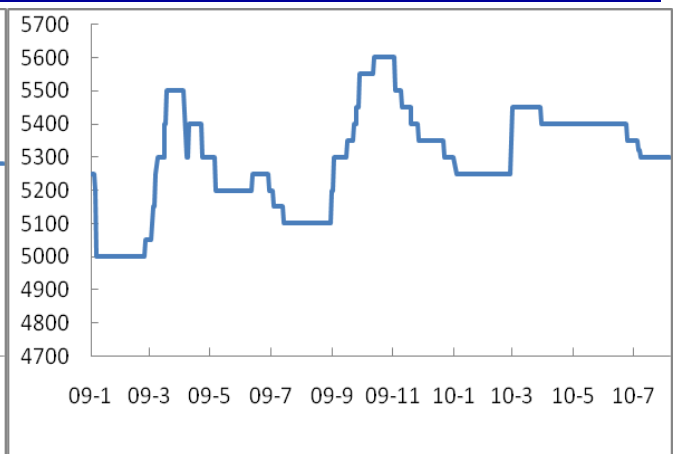
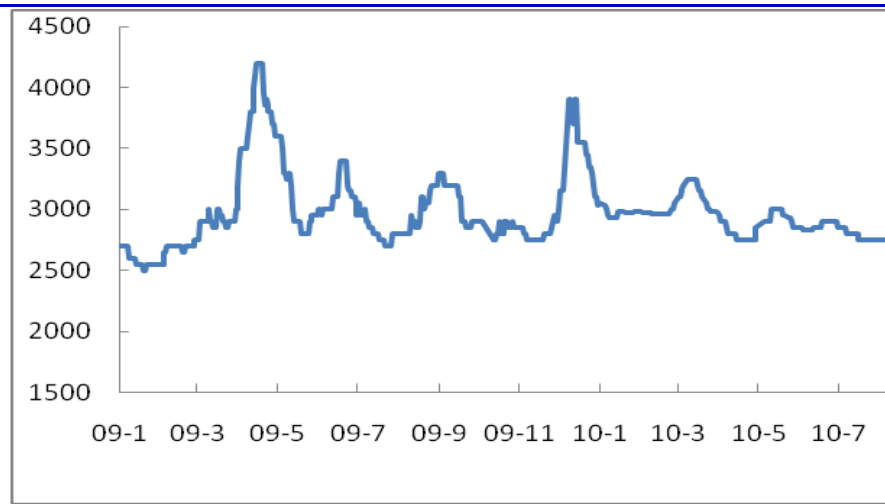


图 2：长三角地区 DMF 价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线、东莞证券研究所

图 3：长三角地区醋酸价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线、东莞证券研究所

表 1：公司主要财务数据：（单位：百万元）

科目	季度数据					
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
营业收入	864.5	1024.0	997.7	1111.6	1146.9	1136.3
同比增长	0.8%	2.5%	34.8%	31.3%	32.7%	11.0%
环比增长	2.1%	18.4%	-2.6%	11.4%	3.2%	-0.9%
毛利率	16.3%	26.4%	19.7%	17.4%	16.8%	11.7%
销售费用	18.3	22.8	21.8	24.7	24.0	23.5
销售费用率	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
管理费用	14.5	21.7	18.1	22.7	18.8	17.8
管理费用率	1.7%	2.1%	1.8%	2.0%	1.6%	1.6%

财务费用	24.0	33.3	36.6	35.8	35.5	36.6
财务费用率	2.77%	3.26%	3.66%	3.22%	3.10%	3.22%
期间费用率	6.6%	7.6%	7.7%	7.5%	6.8%	6.9%
营业利润	107.0	165.1	118.2	109.6	112.7	51.1
营业利润率	12.4%	16.1%	11.8%	9.9%	9.8%	4.5%
营业外收入	0.1	0.1	0.4	1.6	0.1	0.6
营业外支出	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	107.0	165.0	118.5	111.2	112.7	51.7
所得税	13.6	27.7	17.8	17.6	16.9	8.0
实际税率	12.7%	16.8%	15.0%	15.8%	15.0%	15.6%
净利润	93.5	137.3	100.8	93.6	95.8	43.7
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	93.5	137.3	100.8	93.6	95.8	43.7
同比增长	-18.8%	-2.8%	-1.1%	291.7%	2.5%	-68.2%
环比增长	400.3%	46.9%	-26.6%	-7.2%	2.4%	-54.4%
每股收益（元）	0.19	0.28	0.20	0.19	0.19	0.09

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 2：公司盈利预测

科目（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	3443.66	3997.89	4565.60	5168.25
营业总成本	2997.90	3498.02	4209.48	4599.75
营业成本	2682.39	3197.61	3889.89	4232.80
营业税金及附加	12.39	4.80	6.85	10.34
销售费用	94.51	87.64	95.88	118.87
管理费用	56.60	77.01	79.90	93.03
财务费用	124.60	129.60	136.97	144.71
资产减值损失	27.41	1.35	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	445.76	499.87	356.12	568.51
加：营业外收入	5.13	2.17	0.00	0.50
减：营业外支出	0.44	0.31	0.00	0.60
利润总额	450.45	501.73	356.12	568.41
减：所得税	73.55	76.62	53.42	85.26
净利润	376.90	425.10	302.70	483.15
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者的净利润	376.90	425.10	302.70	483.15
基本每股收益（元）	0.76	0.86	0.61	0.97
市盈率（倍）	18.93	16.78	23.57	14.77

资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

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，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，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接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn