

# 华鲁恒升（600426） 化肥与农用 未来持续增长

2010 年 7 月 27 日

**投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 13.91 元**

## 事件：

公司上半年实现营业收入 22.83 亿元，同比增长 20.90%；营业利润 1.64 亿元，同比减少 39.80%；利润总额 1.64 亿元，同比减少 39.55%；归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元，同比减少 39.56%；基本每股收益 0.281 元。

## 正文：

上半年原材料价格上涨和主导产品价格持续低迷导致毛利率同比下降 7.5 个百分点至 14.3%，处于近年来最低水平，第 2 季度单季度毛利率仅为 11.7%，同比减少 14.7 个百分点，主要产品尿素、DMF、醋酸毛利率均出现下降。期间费用率较稳定，同比减少 0.3 个百分点。

醋酸收入大幅增长，销售收入 4.4 亿元，同比增长 350.7%，毛利同比增长 270.1%，占公司主营业务毛利总额的 18.8%。尿素、DMF、三甲胺等产品盈利同比均出现减少，尿素占公司收入及毛利总额比例分别减少 13.2 个百分点和 10.5 个百分点，仍为公司主要利润来源。

产业链进一步延伸，10 万吨/年醋酐项目 1# 生产线即将投产，达产后将形成 2.8 万吨/年的醋酐生产能力；5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目预计 2011 年建成投产；醋酸装置节能新工艺改造项目完成后可增加醋酸 60 万吨/年；16 万吨己二酸预计 2012 年建成投产。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.51、0.81、1.37 元，公司技术行业内领先，在建拟建项目确保未来业绩持续增长，给予公司推荐投资评级。

## 联系方式

研究员： 张晓辉  
执业证书编号： S0020108091184  
电 话： 021-51097188-1929  
电 邮： zhangxiaohui@gyzq.com.cn  
联系人： 赵喜娟  
电 话： (86-21) 51097188-1952  
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路  
179 号（230001）

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1182	1447	1657	2565	<b>营业收入</b>	3998	4419	5462	8452
现金	599	756	819	1268	营业成本	3198	3812	4621	7153
应收账款	18	20	25	38	营业税金及附加	5	5	7	10
其他应收款	0	0	1	1	营业费用	88	88	109	169
预付账款	315	375	455	705	管理费用	77	66	82	127
存货	241	286	347	537	财务费用	130	152	170	195
其他流动资产	8	9	11	17	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4997	5328	6231	7012	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4290	4834	5845	6679	<b>营业利润</b>	500	295	474	798
无形资产	191	191	191	191	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	516	302	195	142	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	6179	6774	7888	9577	<b>利润总额</b>	502	295	474	798
<b>流动负债</b>	753	1146	1888	2947	所得税	77	44	71	120
短期借款	130	284	873	1463	<b>净利润</b>	425	251	403	678
应付账款	362	432	524	810	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	260	430	492	673	<b>归属母公司净利润</b>	425	251	403	678
<b>非流动负债</b>	2667	2667	2667	2667	EBITDA	992	843	1140	1612
长期借款	2667	2667	2667	2667	EPS (元)	0.86	0.51	0.81	1.37
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	3420	3814	4555	5614	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	496	496	496	496	<b>成长能力</b>				
资本公积	636	636	636	636	营业收入	16.1%	10.5%	23.6%	54.7%
留存收益	1627	1829	2201	2831	营业利润	10.4%	-40.9%	60.4%	68.4%
归属母公司股东权益	2759	2960	3333	3963	归属于母公司净利润	11.3%	-40.9%	60.4%	68.4%
<b>负债和股东权益</b>	6179	6774	7888	9577	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.0%	13.8%	15.4%	15.4%
					净利率(%)	10.6%	5.7%	7.4%	8.0%
					ROE(%)	15.4%	8.5%	12.1%	17.1%
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.22	27.46	17.13	10.17
					P/B	2.50	2.33	2.07	1.74
					EV/EBITDA	9	11	8	6

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	509	850	1075	1501
<b>投资活动现金流</b>	-602	-725	-1400	-1400
<b>筹资活动现金流</b>	112	32	389	347
<b>现金净增加额</b>	19	157	63	449

## 国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

### 免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn