

2010年08月02日

李明霞

Limingxia@e-capital.com.cn

目标价(元) 17.4

公司基本信息

产业别	化工
A 股价 (10/07/30)	13.73
上证综合指数 (10/07/30)	2637.50
股价 12 个月高/低	25.04/11.55
总发行股数 (百万)	495.75
A 股数 (百万)	495.75
A 市值 (亿元)	68.06
主要股东	山东华鲁恒升集团(38.98%)
每股净值 (元)	5.75
股价/账面净值	2.39
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	16.85 -15.25 -22.30

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-02-09	19.18	买入

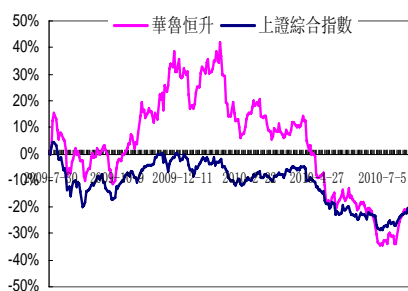
产品组合

尿素	47.58%
DMF	25.46%
三甲胺	7.99%
醋酸	11.15%
其它产品	7.83%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	38.98%
基金	8.15%
保险	1.72%
社保	0.75%

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

产品已经处于底部周期，等待行业回暖

结论与建议：

公司是国内主要的煤制尿素、DMF 和醋酸生产企业之一，上半年由于产品价格均处于低位盘整，至盈利有所下滑。下半年预计 DMF 和醋酸市场走势平稳，主要看好秋播市场需求对尿素价格的拉动。加之醋酸项目全年贡献盈利，以及 3 万吨醋酐项目近期投产，产品销量提升将继续带动营收增长。我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.616、0.871 元；动态 PE 为 22.3 倍和 15.8 倍，给予买入的投资建议。

- 公司 2010 年上半年实现营业收入 22.83 亿元，同比增长 20.9%，主要是醋酸销量大幅增长带动营收增长；实现净利润 1.39 亿，同比下降 39.56%；每股收益为 0.281 元。其中，二季度实现净利润 4369 万元，环比下降 54%，略低于我们预期。公司上半年毛利率为 14.3%，较去年同期减少了 7.4 个百分点。公司盈利下滑，主要是上半年公司主要原材料价格上涨，且终端产品因供求关系失衡而价格低位徘徊所致。
- 公司主业中尿素市场由于今年国内各地灾害天气偏多，对需求量有一定影响，导致价格难有大的起色。2010 年上半年尿素产品营收较 09 年下滑 8.13%，营业利润率同比减少 6.85 个百分点至 17.02%。但灾害天气同时导致农产品价格上涨，加之国家为稳定全年粮食生产，鼓励灾后补种，且提高部分地区种粮补贴，我们认为对下半年尿素需求有推动作用我们预计尿素市场可能呈现回暖迹象，使得公司盈利有所提升。
- 2010 年以来公司 DMF 出厂价格稳定在 5100-5300 元/吨，DMF 产品价格变动不大，上半年 DMF 营收 yoy 增长 12.8%；但营业利润率受原材料价格上涨影响，同比减少 6.3 个百分点至 14.36%。下游主要需求领域 PU 浆料企业，开工率依然较高，需求较好，但考虑到供应量充足，市场仍处于供大于求状态，预计价格仍维持小幅震荡走势。
- 09 年 4 月投产的 20 万吨醋酸项目，在 2010 年上半年实现营收 4.4 亿元，同比增长 3.5 倍，贡献净利润 1416 万元。下游醋酸酯厂家对醋酸需求量短期内无明显放大趋势，限制了价格上涨，但醋酸价位已近成本线，下跌空间亦有限，后市维持盘整可能性较大，短期盈利贡献难有大幅增长。
- 目前公司各套装置维持 100% 开工率，醋酸下游产业链 10 万吨醋酐项目，其中一期 3 万吨装置已 7 月末试车成功，进入试生产阶段。我们维持公司 2010 年产品销量预估，分别为尿素 140 万吨、DMF 为 22 万吨以及 30 万吨醋酸和 1.2 万吨醋酐。另外，公司已经启动 5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目，近期公告拟投资建设 16 万吨/年己二酸项目，总投资 16 亿元，预计 2012 年投产，未来产业链延伸将成为公司一大亮点。
- 我们预计公司 2010、2011 年可实现净利 3.05 和 4.32 亿元，同比增长 -28.2% 和 41.4%；EPS 分别为 0.616、0.871 元；动态 PE 为 22.3 倍和 15.8 倍，给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	320	377	425	305	432
同比增减	%	36.67%	17.68%	12.79%	-28.16%	41.36%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.646	0.760	0.857	0.616	0.871
同比增减	%	-8.89%	17.68%	12.79%	-28.16%	41.36%
A 股市盈率(P/E)	X	21.3	18.1	16.0	22.3	15.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.1	0.1	0.2	0.3

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	2868	3444	3998	4633	5163
经营成本	2260	2682	3198	3932	4262
营业税金及附加	12	12	5	9	17
销售费用	93	95	88	97	119
管理费用	42	57	77	84	109
财务费用	43	125	130	150	147
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	414	446	500	359	509
利润总额	415	450	502	360	508
所得税	94	74	77	54	76
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	320	377	425	305	432

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	497	580	599	826	870
应收票据	34	7	8	32	8
存货	203	342	241	288	294
流动资产合计	971	1221	1182	1527	1517
固定资产	2920	2737	4290	4869	5346
在建工程	69	948	428	642	768
非流动资产合计	3142	3995	4997	5784	6401
资产总计	4113	5216	6179	7311	7918
流动负债合计	700	1092	753	1875	2572
非流动负债合计	1412	1740	2667	2312	2112
负债合计	2112	2832	3420	4187	4684
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2001	2383	2759	3124	3234
负债及股东权益合计	4113	5216	6179	7311	7918

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	406	616	509	732	846
投资活动产生的现金流量净额	-343	-1063	-602	-625	-719
筹资活动产生的现金流量净额	-363	531	112	120	-83
现金及现金等价物净增加额	-300	83	19	227	44

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。