

华鲁恒升 (600426)

增持/ 维持评级

股价: RMB16.86

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭

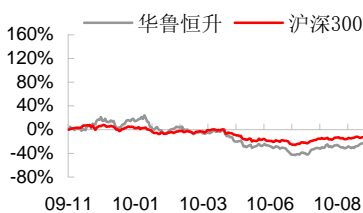
chenxiaolu@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	495.75
流通 A 股(百万股)	495.75
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)	8358.35

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

甲醇上涨或拖累业绩, 募投投产将降低成本
— 华鲁恒升三季度报点评

- 公司 10 月 30 日公布 10 年三季度报, 公司业绩延续低迷。10 年 1-9 月公司实现销售收入 33.57 亿元、同比增长 16.3%, 实现净利润 1.455 亿元、同比下降 56%, 10Q3 公司单季实现收入 10.7 亿同比增长 7.6%, 净利润只有 603 万同比大幅下降 94%, 导致 3 季度单季盈利 0.01 元/股。同比看公司 ROE 由 09 年 1-9 月的 12.44% 下降至 5.09%。
- 主要原因是公司主要产品价格低迷的同时原材料价格上涨。其中 DMF、醋酸和三甲胺等产品价格低迷, 尿素价格小幅上涨。但由于煤炭价格和外购甲醇成本上升, 营业利润同比大幅下降 55%, 销售毛利率也由前 1 季度的 11.72% 回落至 8.16%。由于前端供气能力紧张, 公司目前年外购甲醇超过 30 万吨用于生产, 6 月以来, 国内甲醇价格从 2100 元/吨上涨至 2300 元/吨, 大大影响了产品利润率, 我们预计 Q4 国内甲醇价格将维持高位。
- 我们认为随着公司尿素、醋酸等产品价格上涨, Q4 业绩有望获得回升。受旺盛的国际需求拉动, 国内尿素价格从 9 月份开始大幅上涨, 在淡储和出口行情影响下, Q4 尿素均价将保持高位。
- 增发方案稳步进行, 顺利完成将推进在建项目进程。公司资产负债率从 09 年 55.3% 上升到 60.8%, 资金压力较大, 乙二醇和醋酐项目进展延缓。公司下调定向增发价格后, 10 月 29 日获得证监会审核通过, 我们预计随着后续程序的顺利完成, 资金到位将推动项目建设进度, 同时财务压力。
- 募投项目投产将降低成本风险, 同时将带来新增长。随着募集项目的醋酸前端产能增加, 公司自身煤气化优势将得以发挥, 通过乙二醇、己二酸等产品进行相关多元化的发展, 将给公司带来新的增长。
- 鉴于公司产品价格低迷和原材料成本上涨双重压力, 我们下调 10 年盈利预测至 0.52 元/股, 维持 11 和 12 年业绩预测 0.92 元/股和 1.41 元/股。短期受益于国内外尿素价格上涨和化工产品价格进入上涨周期, 公司 Q4 业绩有望大幅好转, 募投项目的顺利进行将带来持续的成本优势的增长空间, 维持“增持”评级。

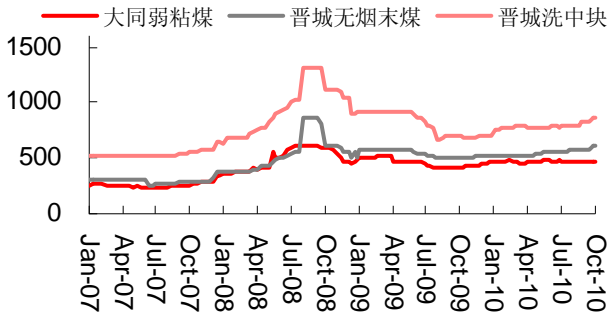
经营预测与估值

	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3997.9	3356.9	4092.5	4960.0	6932.6
(+/-%)	16.1	16.3	2.4	21.2	39.8
归属母公司净利润(百万元)	425.1	145.5	255.7	454.0	699.3
(+/-%)	12.8	-56.1	-39.8	77.6	54.0
EPS(元)	0.86	0.29	0.52	0.92	1.41
P/E(倍)	19.7	57.4	32.7	18.4	12.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

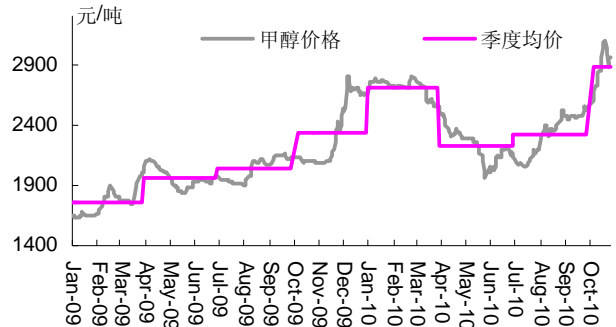
煤炭、甲醇价格上涨拉高成本

图 1、国内煤炭价格小幅上涨



资料来源: Wind、华泰联合证券研究所

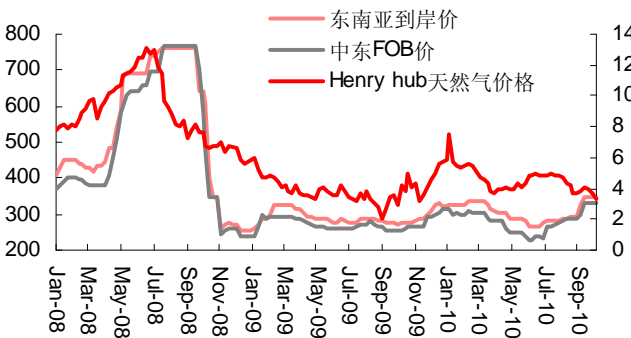
图 2、国内甲醇价格上涨拉高成本



资料来源: Wind、华泰联合证券研究所

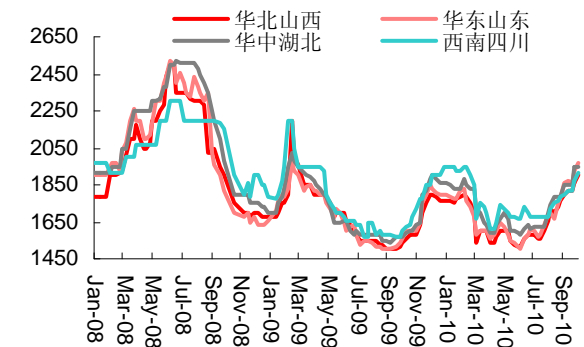
国际化肥需求旺盛，尿素价格大涨

图 3、国际尿素价格大幅上涨



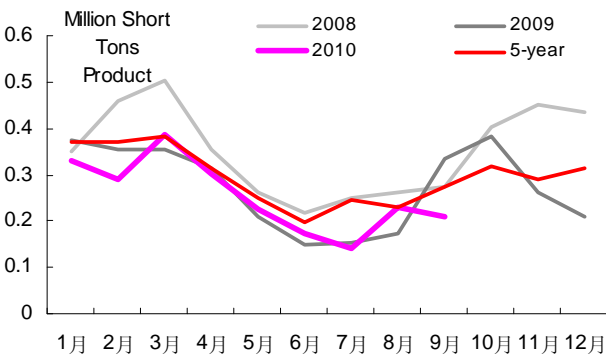
资料来源: Wind、华泰联合证券研究所

图 4、国内尿素价格大幅上涨



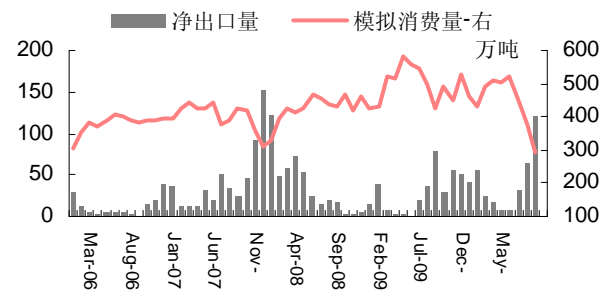
资料来源: Wind、华泰联合证券研究所

图 5、北美尿素库存下降



资料来源: Wind、华泰联合证券研究所

图 6、国内尿素出口大增



资料来源: Wind、华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1182	2282	3637	5195	营业收入	3998	4092	4960	6933
现金	599	1590	2792	4086	营业成本	3198	3461	4057	5653
应收账款	18	9	17	20	营业税金及附加	5	15	17	22
其他应收款	0	0	0	1	营业费用	88	101	116	166
预付账款	315	336	411	560	管理费用	77	73	92	126
存货	241	337	406	514	财务费用	130	140	142	136
其他流动资产	8	9	10	14	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	4997	4718	4427	4135	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	4211	4014	3759	营业利润	500	301	535	827
无形资产	191	203	217	233	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	516	304	196	143	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	6179	7000	8064	9329	利润总额	502	304	538	829
流动负债	753	868	1004	1316	所得税	77	48	84	130
短期借款	130	129	134	149	净利润	425	256	454	699
应付账款	362	374	423	617	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	260	364	448	549	归属母公司净利润	425	256	454	699
非流动负债	2667	3167	3667	3967	EBITDA	992	737	983	1275
长期借款	2667	3167	3667	3967	EPS (元)	0.86	0.52	0.92	1.41
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	3420	4035	4672	5283	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	496	496	496	496	成长能力				
资本公积	636	636	636	636	营业收入	16.1%	2.4%	21.2%	39.8%
留存收益	1627	1833	2260	2914	营业利润	12.1%	-39.7%	77.4%	54.7%
归属母公司股东权益	2759	2965	3392	4046	归属于母公司净利润	12.8%	-39.8%	77.6%	54.0%
负债和股东权益	6179	7000	8064	9329	获利能力				
					毛利率(%)	20.0%	15.4%	18.2%	18.5%
					净利率(%)	10.6%	6.2%	9.2%	10.1%
					ROE(%)	15.4%	8.6%	13.4%	17.3%
					ROIC(%)	10.5%	7.7%	12.4%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.3%	57.6%	57.9%	56.6%
					净负债比率(%)	83.26%	84.34%	84.11%	80.82%
					流动比率	1.57	2.63	3.62	3.95
					速动比率	1.25	2.24	3.22	3.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.62	0.66	0.80
					应收账款周转率	414	280	356	356
					应付账款周转率	10.38	9.40	10.19	10.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.86	0.52	0.92	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.29	1.74	2.33
					每股净资产(最新摊薄)	5.57	5.98	6.84	8.16
					估值比率				
					P/E	19.66	32.69	18.41	11.95
					P/B	3.03	2.82	2.46	2.07
					EV/EBITDA	11	14	11	8

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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