

2011年3月18日

华鲁恒升

2011年业绩将出现拐点

A
买入

600426.SS - 人民币 16.84

目标价格:人民币 18.73(↑14.90)

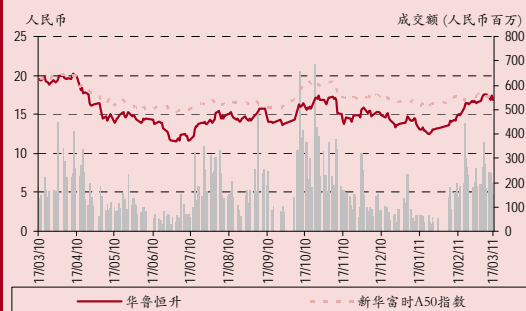
倪晓曼

(8621) 6860 4866 分机 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	22	12	13	(14)
相对新华富时	20	14	14	(1)
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	636
流通股(%)	78
流通股市值(人民币百万)	8,354
3个月日均交易额(人民币百万)	136
净负债比率(%)	25.8
主要股东(%)	
华鲁恒升集团	30.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

受制于高煤价的压力, 公司2010年收入增长18.5%, 但净利下滑40.4%, 该业绩基本符合我们预期。另外, 公司同时宣布了每10股送5股, 并派红利1.0元的分红方案。得益于醋酸、DMF等产品的景气转暖, 我们预计2011年公司业绩将出现拐点, 并且由于高毛利的新产品贡献利润, 公司2010-2012年有望实现75%的年均复合增长, 我们维持对该股的买入评级, 将目标价格上调至18.73元。

支撑评级的要点

- 2011年公司尽管仍然面临较高煤炭成本的压力, 但得益于醋酸和DMF行业景气的转暖, 我们预计其产品价格和利润率同比都有提升, 加之尿素价格中枢的上行, 我们预计公司净利有望同比增长73%。
- 我们预计2012年公司新建5万吨乙二醇和16万吨己二酸都将开始贡献利润, 由于煤头成本的比较优势, 这两个产品将进一步提升公司综合毛利率, 带动净利同比维持75%的高速增长。

评级面临的风险因素

- 煤炭价格如继续走高, 公司成本有进一步上升风险。

估值

- 给予其28倍预期市盈率和摊薄后2011年每股收益, 我们将目标价由14.90元上调至18.73元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,998	4,738	4,942	7,746	8,908
变动(%)	16	19	4	57	15
净利润(人民币 百万)	425	246	425	746	868
全面摊薄每股收益(人民币)	0.668	0.387	0.669	1.173	1.366
变动(%)	12.7	(42.0)	72.6	75.3	16.5
市场预期每股收益(人民币)	-	0.487	0.695	1.007	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.641	0.828	-
调整幅度(%)	-	-	4.3	41.6	NA
核心每股收益(人民币)	0.668	0.387	0.669	1.173	1.366
变动(%)	12.7	(42.0)	72.6	75.3	16.5
全面摊薄市盈率(倍)	25.2	43.5	25.2	14.4	12.3
核心市盈率(倍)	25.2	43.5	25.2	14.4	12.3
每股现金流量(人民币)	0.59	0.14	1.52	2.24	2.45
价格/每股现金流量(倍)	28.5	116.8	11.1	7.5	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	13.7	11.1	7.6	6.7
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.110	0.120	0.130
股息率(%)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。目前华鲁恒升股价相当于 2011 年摊薄后 25 倍预期市盈率，考虑其主营的醋酸、DMF 今年将步入景气上升期，未来两年净利增速高达 74%，加之新建 5 万吨乙二醇项目如果投产，则意味着煤气化技术的新突破，有助提升其估值。给予其 2011 年 28 倍预期市盈率，提高目标价至 18.70 元，维持**买入**评级。

2010 年净利同比下降 40%。华鲁恒升 2010 年实现主营收入 47.4 亿元，同比增长 18.5%，净利 2.54 亿元，同比下降 40.4%，该业绩基本符合我们预期。2010 年公司收入上升，利润反而下降主要是由于煤炭原料上涨较多，而主营的醋酸、DMF 行业较为低迷，产品价格没有同步上涨，导致毛利率同比收窄 6 个百分点至 13.1%，主营利润同比下降 22%。同时由于公司新建 60 万吨醋酸等新项目较多，资本开支需要较多银行借款，导致其利息费用同比上升 17%，拖累净利同比下降 40%。另外，公司同时宣布了以每 10 股送 5 股，同时每 10 股派送现金红利 1.00 元的分红方案。

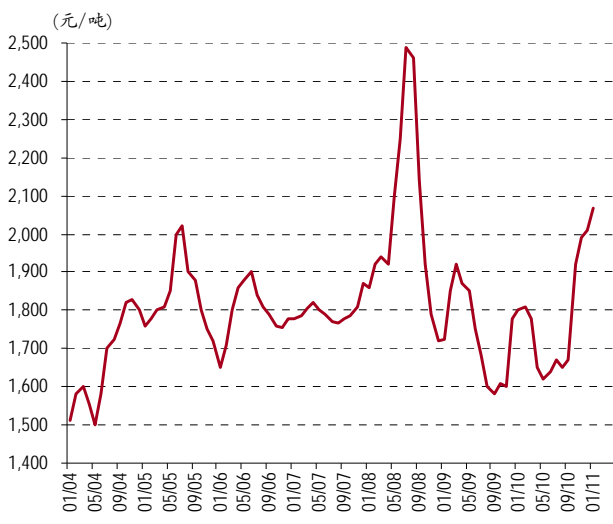
图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
营业额	3,998	4,738	18.5
销售税金	(5)	(6)	28.0
净销售额	3,993	4,731	18.5
销售成本	(3,198)	(4,110)	28.5
毛利润	796	621	(21.9)
销售费用	(88)	(101)	14.8
管理费用	(77)	(78)	1.9
经营利润	631	442	(30.0)
投资收益	0	0	
财务费用	(130)	(153)	17.3
资产减值	(1)	(0)	(60.0)
其它	2	10	400.0
税前利润	502	299	(40.4)
所得税	(77)	(46)	(40.9)
少数股东权益	0	0	
净利润	425	254	(40.4)
主要比率 (%)			
毛利率	19.9	13.1	
经营利润率	15.8	9.3	
净利率	10.6	5.4	

资料来源：公司数据

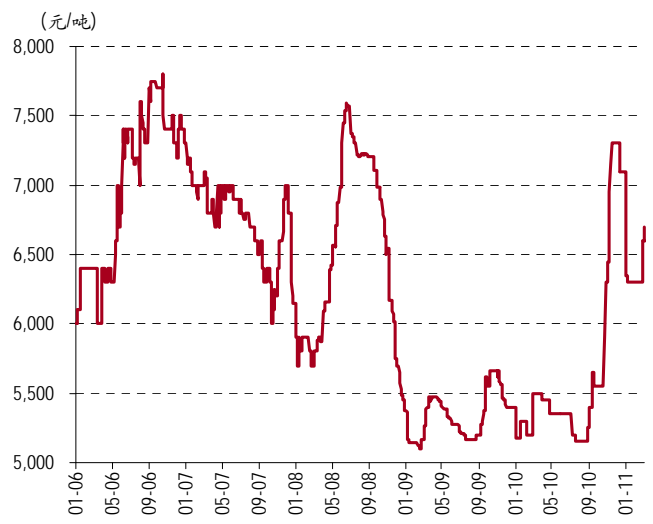
煤炭成本上涨将拉动 2011 年尿素均价提升。2011 年国内春季尿素市场与往年大不相同，呈现了先旺后淡，产品价格先涨后跌的行情。由于煤炭成本大幅上升，以及经销商对春耕的备货行情推动尿素市场价格 2011 年初便上涨至 2,000-2,100 元的水平，但由于我国中部的旱情和东北的低温推迟了春耕时间，需求平淡，经销商开始低价出货，目前国内市场价格已下滑至 1,900 元左右。如果东北春耕旺季来临，尿素价格可以维持或小幅上升，但真正的阶段性需求可能是预期在 7 月份的出口旺季。尽管尿素仍然是严重供过于求，由于目前行业大部分生产商的成本在 1,800 元或更高，我们预计尿素价格下行空间也很有限，由于煤炭成本推升，我们预计 2011 年公司尿素出厂均价将同比上涨 100 元至 1,800 元/吨。

图表 3. 国内尿素价格



资料来源：中国资讯网及中银国际研究

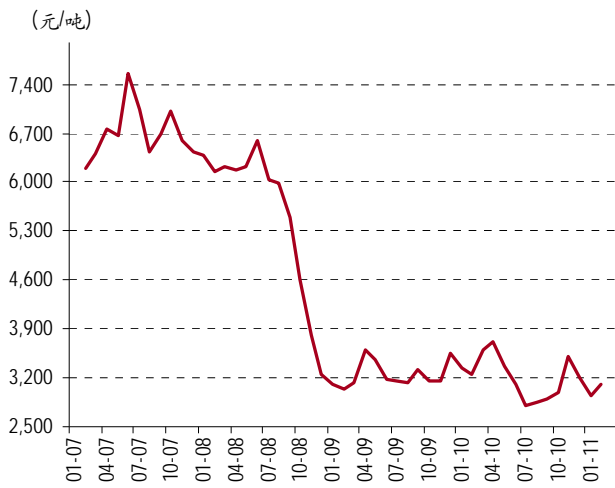
图表 4. 国内 DMF 价格



资料来源：百川资讯及中银国际研究

2011年醋酸和DMF景气度将好于往年。进入3月份，由于国外塞拉尼斯装置意外停工检修，加之国内需求从年初淡季慢慢恢复，醋酸价格上升较快，其中鲁恒升的醋酸出厂价格上调了300元至3,550元/吨。但预计随着装置检修的结束，市场供应将恢复正常，产品价格将稳定或有一定回调。醋酸的下游行业主要有涤纶、涤纶纤维、造纸、涂料等，我们预计这些行业的需求和2010年比不会有很大变化，维持10%左右的增速。由于近两年醋酸价格一直低迷，行业亏损严重，新建项目大大减少。2011年我们预计醋酸行业的供应过剩局面较往年将有一定缓解，但总体供过于求的局面不会改变，由于煤炭、天然气的成本上升，产品价格中枢将有一定上移，我们预计公司醋酸均价将由去年2,900上涨至3,200元左右。DMF行业虽然也是名义供过于求，但2010-2011年下游浆料行业的需求旺盛(2010年浆料产品增速超过20%)，另一方面是国内装置由于原料供应、环保等因素导致开工不足，如云维股份和鲁西化工的各自10万吨装置都处于停工状态，我们预计在2011年DMF行业将处于阶段性的景气回暖状态，加之原料成本的上升，公司DMF的出厂均价将从去年的5,500元上升至6,500元左右。

图表 5. 国内醋酸价格



资料来源：中国石化协会及中银国际研究

图表 6. 国内乙二醇价格



资料来源：百川资讯及中银国际研究

5万吨乙二醇和16万吨己二酸项目将成为近两年利润主要增长点。公司由于具有先进的洁净煤气化优势，正在利用回收提纯后的合成尾气，采用羰基偶联间接合成乙二醇工艺，建设5万吨煤制乙二醇项目。该项目预计在今年中期建成投产。如果顺利投产，不仅是在洁净煤气化技术方面新的突破，而且由于采用煤炭为原料的路线，相对以石油为原料的工艺路线具有明显成本优势。目前国内乙二醇市场价格在9,700元/吨，而公司的乙二醇生产成本预计在5,000元以下，毛利率可达到40%以上。另外，16万吨己二酸项目也将在2011年下半年投产，该项目将成为2012年主要增长点。以20,000元/吨出厂价，12万吨销量和20%毛利率计算，己二酸可以在2012年为公司贡献4.1亿元毛利，占其利润的30%。

2010-2012年净利复合增长率达到74%。2011年尽管公司仍然面临煤炭的高成本压力，但由于醋酸、DMF行业景气度从去年的低点开始转暖，带动产品价格和毛利率的提升，我们预计公司综合毛利率有望从去年的13.1%提升至17.1%。尿素、DMF和醋酸的产销量同比有小幅增长，分别为120万吨、25万吨和35万吨，毛利同比增长37%至8.5亿元，净利同比上升73%至4.25亿元。而2012年的增长则得益于乙二醇和己二酸项目，由于这两个产品的利润率均高于尿素、醋酸和DMF等大宗品，进一步拉升公司综合毛利率至18%，加之新增销量贡献，其净利有望继续上升至7.46亿元，2010-2012年净利复合增长率达到74%。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,998	4,738	4,942	7,746	8,908
销售成本	(3,202)	(4,116)	(4,094)	(6,380)	(7,399)
经营费用	198	248	323	307	330
息税折旧前利润	993	869	1,170	1,674	1,839
折旧及摊销	(363)	(427)	510	601	667
经营利润(息税前利润)	631	442	660	1,073	1,171
净利息收入(费用)	(130)	(152)	(160)	(196)	(150)
其他收益/(损失)	1	0	0	0	0
税前利润	502	290	500	877	1,021
所得税	(77)	(43)	(75)	(132)	(153)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	425	246	425	746	868
核心净利润	425	246	425	746	868
每股收益(人民币)	0.669	0.387	0.669	1.173	1.366
核心每股收益(人民币)	0.668	0.387	0.669	1.173	1.366
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.110	0.120	0.130
收入增长(%)	16	19	4	57	15
息税前利润增长(%)	6	(30)	49	63	9
息税折旧前利润增长(%)	17	(12)	35	43	10
每股收益增长(%)	13	(42)	73	75	16
核心每股收益增长(%)	13	(42)	73	75	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	599	2,350	1,067	1,324	1,608
应收帐款	26	187	195	306	351
库存	241	389	406	637	732
其他流动资产	315	843	886	661	767
流动资产总计	1,181	3,769	2,554	2,927	3,458
固定资产	4,718	4,911	6,134	6,653	7,202
无形资产	20	43	26	26	26
其他长期资产	260	312	350	412	215
长期资产总计	4,997	5,266	6,510	7,091	7,443
总资产	6,178	9,036	9,065	10,018	10,901
应付帐款	362	469	465	726	842
短期债务	180	350	300	300	300
其他流动负债	210	203	158	175	150
流动负债总计	753	1,022	923	1,201	1,292
长期借款	2,667	3,233	3,000	3,000	3,000
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	496	636	636	636	636
储备	2,263	4,144	4,505	5,181	5,973
股东权益	2,758	4,780	5,141	5,817	6,609
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	6,178	9,035	9,065	10,018	10,901
每股帐面价值(人民币)	5.56	7.52	8.09	9.15	10.40
每股有形资产(人民币)	5.52	7.45	8.05	9.11	10.35
每股净负债/(现金)(人民币)	4.53	1.94	3.51	3.11	2.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	502	290	500	877	1,021
折旧与摊销	363	427	510	601	667
净利息费用	130	152	160	196	150
运营资本变动	(413)	(582)	29	80	25
税金	(77)	(43)	(75)	(132)	(153)
其他经营现金流	(129)	(152)	(160)	(196)	(150)
经营活动产生的现金流	375	92	964	1,427	1,561
购买固定资产净值	(602)	(866)	(1,900)	(1,100)	(1,200)
投资减少/增加	0	1,812	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(602)	946	(1,900)	(1,100)	(1,200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	545	736	(283)	0	0
支付股息	(163)	(186)	(64)	(70)	(76)
其他融资现金流	(137)	163	0	0	0
融资活动产生的现金流	245	713	(347)	(70)	(76)
现金变动	19	1,751	(1,283)	257	284
期初现金	580	599	2,350	1,067	1,324
公司自由现金流	(227)	1,038	(936)	327	361
权益自由现金流	319	1,774	(1,219)	327	361

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.8	18.4	23.7	21.6	20.6
息税前利润率(%)	15.8	9.3	13.4	13.9	13.1
税前利润率(%)	12.6	6.1	10.1	11.3	11.5
净利率(%)	10.6	5.2	8.6	9.6	9.7
流动性					
流动比率(倍)	1.6	3.7	2.8	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	4.9	2.9	4.1	5.5	7.8
净权益负债率(%)	81.5	25.8	43.4	34.0	25.6
速动比率(倍)	1.2	3.3	2.3	1.9	2.1
估值					
市盈率(倍)	25.2	43.5	25.2	14.4	12.3
核心业务市盈率(倍)	25.2	43.5	25.2	14.4	12.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.5	38.7	22.4	12.8	11.0
市净率(倍)	3.0	2.2	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	28.5	116.8	11.1	7.5	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	13.7	11.1	7.6	6.7
周转率					
存货周转天数	33.2	27.9	29.4	24.6	28.0
应收帐款周转天数	14.8	8.2	14.1	11.8	13.5
应付帐款周转天数	30.4	32.0	34.5	28.1	32.1
回报率					
股息支付率(%)	11.7	25.8	16.4	10.2	9.5
净资产收益率(%)	16.5	6.5	8.6	13.6	14.0
资产收益率(%)	9.4	4.9	6.2	9.6	9.5
已运用资本收益率(%)	12.3	6.3	7.9	12.2	12.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371