

评级：强烈推荐
化工原材料
公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

华鲁恒升（600426）

——业绩略低预期，2011年值得期待

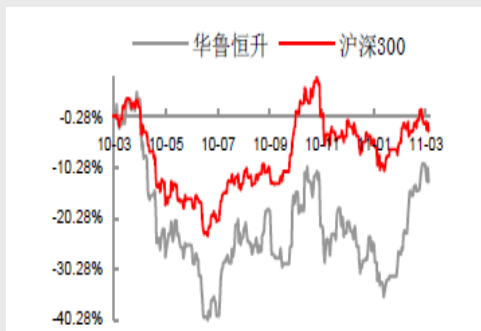
交易数据

52周内股价区间（元）	11.1-20.49
总市值（百万元）	10,534.38
流通股本（百万股）	495.75
流通股比率（%）	78.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	4,779.49
每股净资产	7.52
市净率	2.20
资产负债率	47.1%

最近52周股价走势图



相关报告

事件：华鲁恒升公布2010年年报，年报显示公司2010年实现的营业总收入、利润总额和归属于上市公司股东的净利润分别为47.38、2.99、2.54亿元，同比分别变动18.5%、-40.3%、-40.2%。按照增发摊薄前总股本4.9575亿股计算，实现EPS0.51元，摊薄后为0.40元，同比下降40.14%，每股经营性现金流为0.40元。公司拟以总股本6.3575亿股为基数，向全体股东每10股送5股并派送现金红利1.00元（含税）。

点评

- **业绩略低于我们预测的0.53元，公司四季度只实现EPS0.17元。**公司全年实现EPS0.51元（摊薄前），略低于我们预测的0.53元，其中四季度实现0.17元略低于我们预期的0.19元是造成我们预期和最终结果稍微不一致的原因所在，公司四季度原料煤价格上涨幅度超预期是导致业绩低于我们预期的根本原因。
- **原料成本上涨，下游需求不振是业绩下滑的根本原因。**2010年受国际油价带动，国内原料煤、甲醇等原料价格大幅上涨，而公司的产品由于下游需求不振，价格一直在底部徘徊，导致公司产品毛利率由09年的18.74%下降至2010年的13.58%，公司的盈利能力大幅下滑，最终导致公司业绩下滑40.2%。
- **高油价凸显煤化工成本优势，公司2011年业绩有望超预期。**利比亚动乱不断升级导致原油价格不断攀升，石油化工产品承压利润空间受到挤压，此时凸显了煤化工的成本优势。公司作为国内煤化工龙头，多种产品受益于高油价带来的产品价格上涨，盈利能力不断提升。截至目前公司的醋酸产品，DMF以及尿素盈利能力都远高于去年同期，随着油价高位盘整以及下游需求好转，11年公司产品均价将远高于去年，公司11年的业绩有望超预期。
- **公司煤制乙二醇和己二酸项目值得期待，煤制乙二醇项目有望提高公司估值水平。**目前国内煤制乙二醇尚没有整整实现工业化，最先投入煤制乙二醇的丹化科技由于没能解决催化剂吸附问题开工率只能维持在30%左右，入不敷出。如果公司年产5万吨的煤制乙二醇项目今年5月份能够顺利投产的话，公司将成为世界上唯一一家能共实现煤制乙二醇工业化生产的企业，



公司的估值水平也将大大提升。此外公司年产 16 万吨的己二酸将于今年 9 月份投产，由于公司利用先进的煤气化技术进行生产，成本优势非常突出，投产后将大幅提升公司 2011 年和 2012 年业绩。

- **维持“强烈推荐”评级。**预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.78 元、1.16 元、和 1.35 元（摊薄后），按照最新股价 16.57 元，对应的 PE 分别为 21 倍、14 倍和 12 倍，我们认为一季度公司的主营产品价格均维持在高位，盈利能力远超去年同期，业绩有望超预期，而且公司的煤制乙二醇项目值得期待，有望提高公司的估值水平，继续维持“强烈推荐”评级。

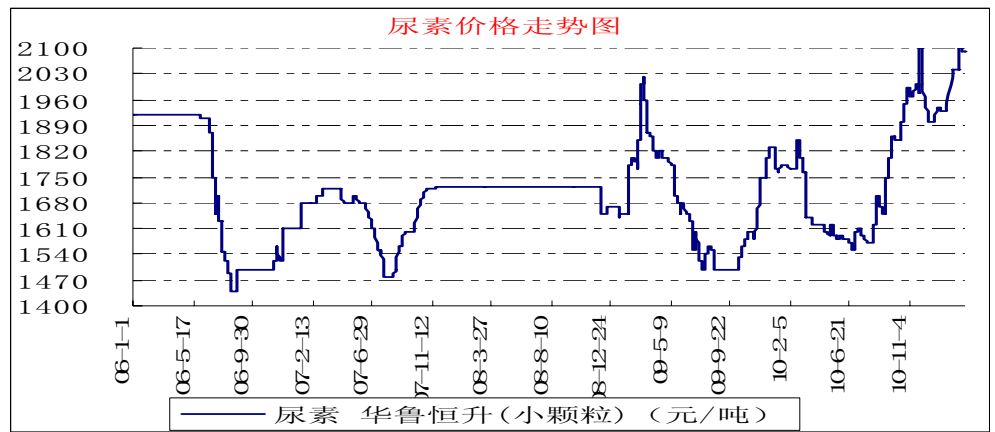
表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	399,789	473,775	615,908	824,020	947,569
同比 (%)	16.1%	18.5%	30.0%	33.8%	15.0%
营业毛利	80,028	62,789	78,308	112,881	129,693
同比 (%)	5.1%	-21.5%	24.7%	44.1%	14.9%
归属母公司净利润	42,510	25,414	49,348	73,859	85,511
同比 (%)	12.8%	-40.2%	94.2%	49.7%	15.8%
总股本 (万股)	63,575.0	63,575.0	63,575.0	63,575.0	63,575.0
每股收益 (元)	0.67	0.40	0.78	1.16	1.35
ROE	15.4%	5.3%	9.4%	12.3%	12.5%
P/E (倍)	24.8	41.5	21.3	14.3	12.3

数据来源: 第一创业研究所

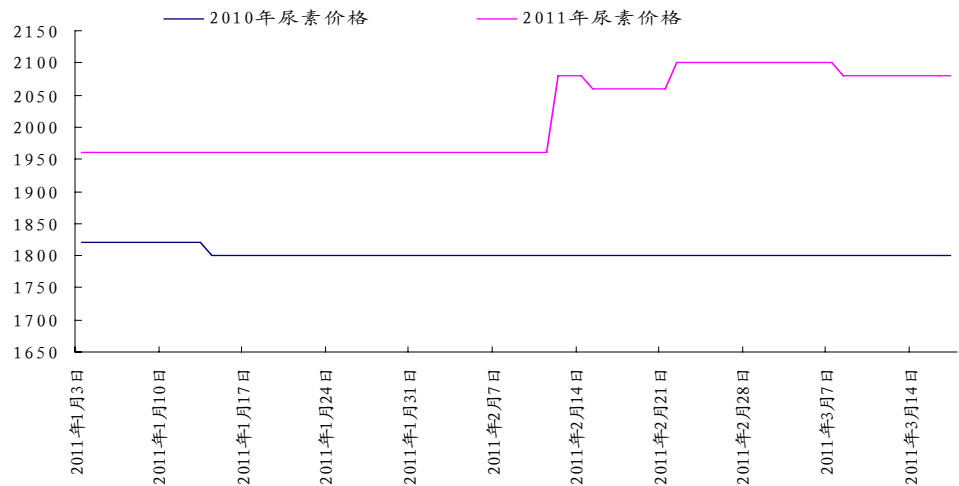


图 1: 公司主营产品尿素价格走势图



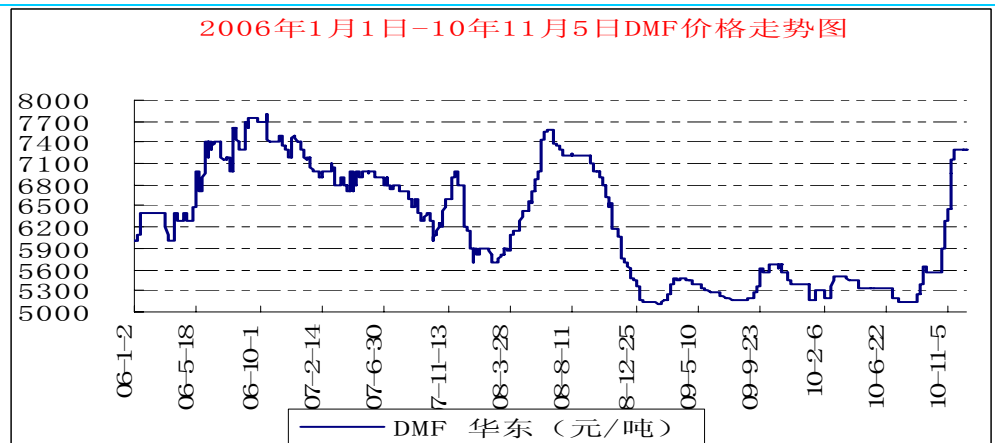
数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

图 2: 公司尿素产品 2011 年一季度价格远高于 10 年同期水平



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

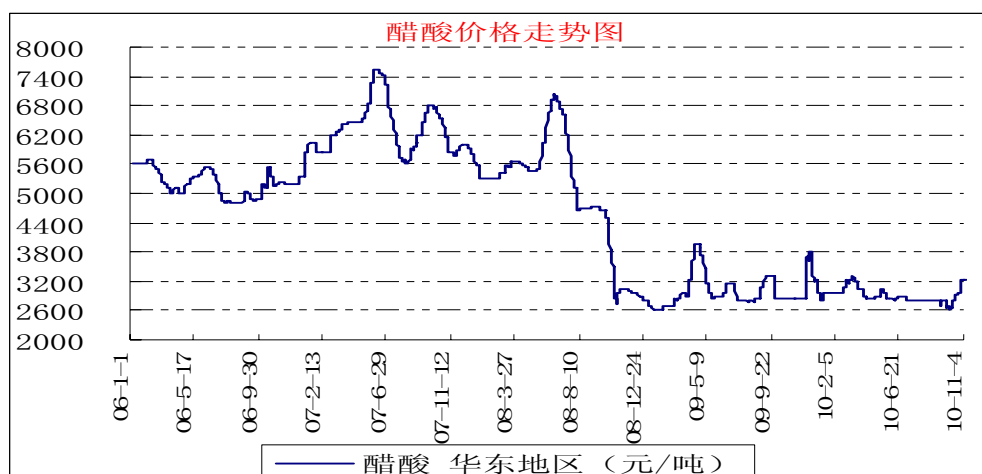
图 3: 2011 年以来 DMF 价格维持在高位



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所



图 4： 2011 年醋酸价格开始反弹



数据来源：百川资讯、第一创业研究所

表 1： 公司醋酸产品成本优势明显

	华鲁恒升	江山化工
甲醇成本	3100	3500
蒸汽成本	200	200
人力成本	230	220
设备折旧	350	370
其他	500	470
合计	4380	4760
毛利率	17.32%	12.81%

数据来源：第一创业研究所

表 2： 公司煤制乙二醇成本优势非常明显

	华鲁恒升	石油法制乙二醇
原料	褐煤 6 吨*550=3300	原油 1.5 吨*3900=5850
电力	750	500
人力成本	100	100
其他	300	280
合计	4450	6730

数据来源：第一创业研究所



华鲁恒升盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,769.3	5,044.5	6,595.6	8,099.0	一、营业收入	4,737.8	6,159.1	8,240.2	9,475.7
货币资金	2,349.8	2,977.7	3,832.9	4,920.2	减: 营业成本	4,109.9	5,376.0	7,111.4	8,178.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	6.4	4.9	7.0	8.1
应收款项	187.0	273.2	376.4	433.9	销售费用	101.0	122.1	163.3	187.8
预付款项	842.9	984.2	1,315.9	1,513.5	管理费用	78.5	90.2	105.5	113.4
存货	389.4	809.1	1,070.3	1,231.1	财务费用	152.2	-14.8	-16.3	-18.1
其他流动资产	0.3	0.3	0.3	0.3	资产减值损失	-0.4	3.8	3.4	2.0
非流动资产	5,265.8	4,807.8	4,349.7	3,891.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4,521.1	4,049.0	3,577.0	3,104.9	二、营业利润	290.2	576.9	865.9	1,003.7
在建工程	432.3	446.4	460.4	474.5	加: 营业外收入	11.4	11.7	12.1	12.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.9	8.0	9.0	10.2
无形及递延性资产	311.6	311.6	311.6	311.6	三、利润总额	299.7	580.6	868.9	1,006.0
其它非流动资产	0.8	0.8	0.8	0.8	减: 所得税费用	45.5	87.1	130.3	150.9
资产总计	9,035.1	9,852.3	10,945.4	11,990.7	四、净利润	254.1	493.5	738.6	855.1
流动负债	1,022.5	1,346.2	1,700.6	1,890.8	归属母公司净利润	254.1	493.5	738.6	855.1
短期借款	350.0	350.0	350.0	350.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	469.3	704.1	968.8	1,116.9	五、总股本(百万股)	635.8	635.8	635.8	635.8
预收帐款	161.3	239.0	329.5	380.1	EPS(元)	0.40	0.78	1.16	1.35
其它流动负债	41.8	53.1	52.4	43.9					
非流动负债	3,233.2	3,233.2	3,233.2	3,233.2	主要财务比率				
长期借款	3,233.2	3,233.2	3,233.2	3,233.2	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	18.5%	30.0%	33.8%	15.0%
负债合计	4,255.6	4,579.3	4,933.8	5,124.0	营业毛利	-21.5%	24.7%	44.1%	14.9%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	-29.9%	28.0%	50.7%	15.8%
股本	635.8	635.8	635.8	635.8	母公司净利	-40.2%	94.2%	49.7%	15.8%
资本公积与其它	2,546.0	2,546.0	2,546.0	2,546.0	获利能力				
留存收益	1,597.8	2,091.3	2,829.9	3,685.0	毛利率	13.3%	12.7%	13.7%	13.7%
股东权益合计	4,779.5	5,273.0	6,011.6	6,866.7	主业盈利/收入	9.3%	9.2%	10.4%	10.4%
负债和股东权益	9,035.1	9,852.3	10,945.4	11,990.7	ROS	5.4%	8.0%	9.0%	9.0%
					ROE	5.3%	9.4%	12.3%	12.5%
					ROIC	3.0%	5.6%	7.7%	8.2%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	47.1%	46.5%	45.1%	42.7%
经营活动现金流	257.3	627.1	852.9	1,083.3	利息保障倍数	1.7	-33.3	-45.2	-47.3
净利润	254.1	493.5	738.6	855.1	速动比率	3.31	3.15	3.25	3.63
折旧摊销	427.3	475.9	475.5	474.0	经营现金净额/当期债务	0.74	1.79	2.44	3.10
财务费用	156.7	-14.8	-16.3	-18.1	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.52	0.63	0.75	0.79
营运资金变动	-582.0	-327.4	-344.9	-227.8	应收款天数	14.21	15.97	16.44	16.48
其它变动	1.3	0.0	0.0	0.0	存货天数	34.11	54.18	54.18	54.19
投资活动现金流	-866.0	-14.0	-14.0	-14.0	每股指标(元)				
资本支出	-866.0	-14.0	-14.0	-14.0	主业盈利/股本	0.70	0.89	1.34	1.55
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.40	0.99	1.34	1.70
其它变动	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	7.52	8.29	9.46	10.80
筹资活动现金流	2,359.4	14.8	16.3	18.1	估值比率				
债务融资	735.8	0.0	0.0	0.0	P/E	41.45	21.35	14.26	12.32
权益融资	1,811.8	0.0	0.0	0.0	P/B	2.20	2.00	1.75	1.53
其它变动	-188.2	14.8	16.3	18.1	P/S	2.22	1.71	1.28	1.11
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	13.59	10.76	7.79	6.34
现金净增加额	1,750.7	627.9	855.1	1,087.3					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120