

一体化程度提高稳定业绩

事件：公司公布 2009 年中报，报告期实现销售收入 18.89 亿元，同比增长 1.72%；利润总额 2.72 亿元，同比下降 19.96%，归属于上市公司股东的净利润 2.31 亿元，同比下降 9.98%。实现每股收益 0.47 元。

研究结论

- **符合预期 一体化程度提高稳定业绩**：公司业绩基本符合预期，虽然公司的主营产品价格较去年同期有大幅的下滑，但由于公司收购的德州热电资产在二季度并表，一体化程度明显提高，有效的稳定了公司业绩。二季度公司综合毛利率 26.4%，较一季度大幅提高 10 个百分点。
- **传统产品盈利下降 醋酸产品贡献业绩**：上半年公司尿素产品毛利率 23.87%，较去年下降 6.56 个百分点，主要是由于尿素产品价格较同期下滑幅度较大，但蒸汽成本和煤炭成本同比降幅相对有限；DMF 毛利率 20.68%，同比增加 3.93 个百分点，主要是由于产品价格下滑度较大，但产品原材料价格和物耗水平也出现大幅的下降。公司醋酸装置在二季度逐渐达产，生产成本逐渐降低，同时二季度醋酸价格反弹，市场均价在 3100 元/吨左右，公司上半年醋酸贡献毛利 1600 万元，毛利率 16.83%。
- **尿素 DMF 等产品近期有望触底反弹**：总体来看，公司目前所有产品均处于盈利低谷，但后期产品需求均将出现明显恢复。尿素方面，国内前期 1500 元左右的价格已经低于很多中氮装置成本线，下跌空间有限；09-10 年国际国内化肥需求均将明显恢复，而 9-10 月份也属于国内外的用肥旺季，目前的出口需求已经带动国内价格企稳反弹。DMF 方面，下游皮革需求以及电子需求均将随国际经济形势好转而逐渐复苏，近期 9-10 月份的皮革制造旺季也有望带动 DMF 销量和价格的恢复性上涨。
- **醋酸产品盈利有望恢复 扩产醋酸效益有待观察**：醋酸下游应用领域之一是乳液涂料等生产，其与房地产相关性较强，国际经济的复苏有望带动涂料需求的反弹，而下游醋酸酯则广泛应用于各种工业领域，其需求与经济复苏程度密切相关。公司同时公告称 3 年内将考虑进一步扩产醋酸至 80 万吨，但考虑到目前国内低成本甲醇羰基化的醋酸产能扩产非常迅速，未来大量产能需要通过出口消化，其效益取决于全球醋酸需求的恢复程度。我们认同公司继续做长醋酸产业链的尝试，预计 10 万吨醋酐的一期 3 万吨将于 3 季度末试车。
- **维持买入投资评级**：我们维持公司 09 年业绩 0.91 元，2010 年业绩 1.16 元/股的预测。公司依然具备攻守兼备的特点，国内外化肥需求的恢复和醋酸需求的反弹将使公司具有一定的业绩底线和良好的弹性，目前维持公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

王晶 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 8 月 11 日) 19.23 元

目标价格 (6 个月) 24 元

总股本/A 股 (万股) 49575/49575

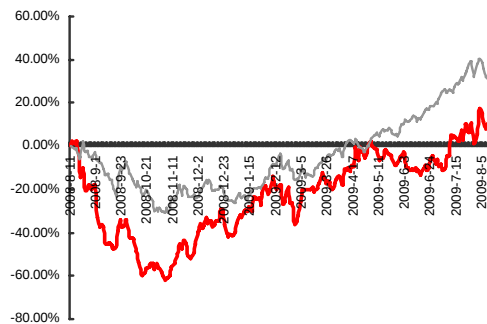
A 股市值 (百万元) 9533

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2009 年 8 月 12 日

股价表现



— 华鲁恒升 — 上证综合指数

评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.84%	16.64%	7.50%
相对表现 (%)	-0.13%	-8.05%	-26.46%

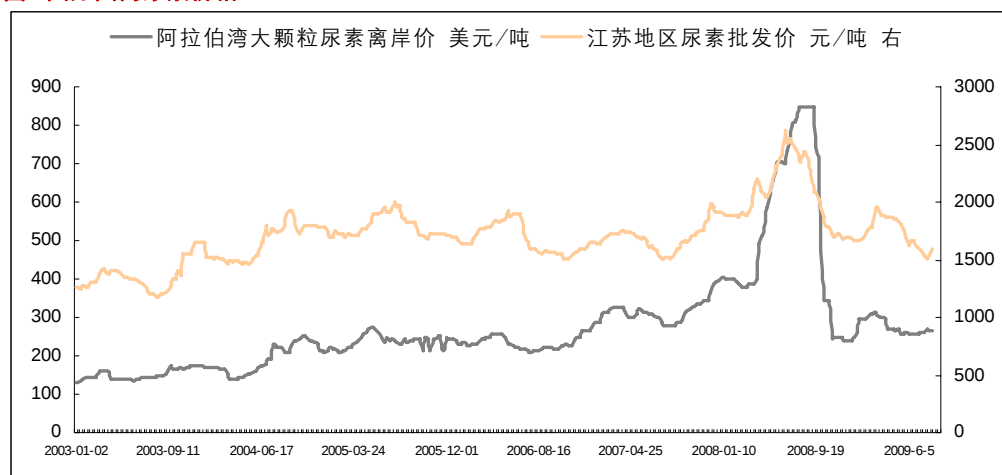
资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3444	3790	4225	4690
同比 (%)	20%	10%	11%	11%
净利润	377	449	573	684
同比 (%)	18%	19%	28%	19%
毛利率 (%)	22.1%	21.9%	23.5%	23.2%
ROE (%)	15.8%	16.1%	17.4%	17.6%
每股收益 (元)	0.76	0.91	1.16	1.38
P/E	25.29	21.23	16.64	13.93
P/B	4.00	3.43	2.90	2.45

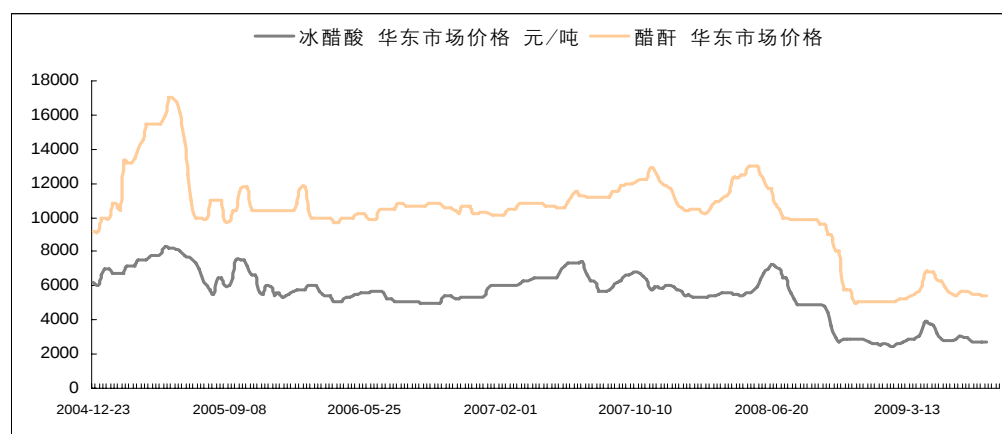
资料来源：东方证券研究所预测

图. 国际国内尿素价格



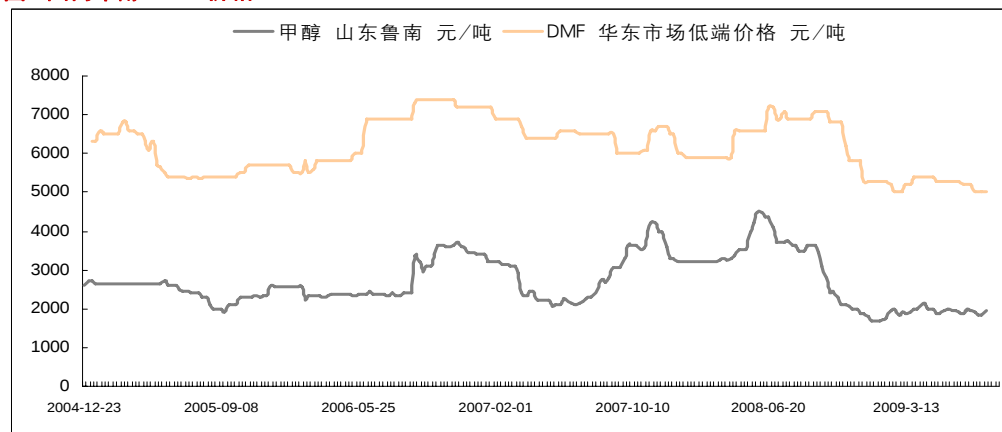
资料来源：东方证券研究所

图. 国内醋酸醋酐价格



资料来源：东方证券研究所

图. 国内甲醇 DMF 价格



资料来源：东方证券研究所



资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn