

化学制品

2009 年 8 月 12 日

华鲁恒升(600426) 当前股价: 19.23 目标价: 22.50

煤化工产业链日益完善, 醋酸业务成为增长点

投资要点:

- ◆ 华鲁恒升上半年实现主营业务收入 18.89 亿元, 同比增长 1.72%, 实现营业利润和净利润分别为 2.72 亿元和 2.31 亿元, 分别同比减少 19.33%和 9.98%, 实现每股收益为 0.466 元, 符合我们的预期。从二季度看, 公司盈利能力已经出现较好的恢复, 综合毛利水平回升到 26.37%, 基本达到 08 年上半年水平, 这与公司完成热电资产收购实现生产成本的现实降低也存在关系。
- ◆ 目前公司尿素产能为 105 万吨, 按照上半年公司尿素业务收入计算, 销售量在 50 万吨左右, 产能基本实现高负荷生产。上半年国内尿素市场均价为 1700 元/吨, 预计下半年国际国内尿素市场价格依旧将处于低位徘徊, 但由于公司热电资产的收购, 尿素业务毛利还有进一步提升的空间。同时, 通过对老厂区技改, 公司还计划将尿素产能进一步提升至 140 万吨。
- ◆ DMF 业务方面, 公司现有产能 23 万吨, 是国内最大 DMF 生产企业。目前 DMF 下游主要需求市场聚氨酯浆料需求依旧低迷, 市场价格维持在 5200 元/吨左右, 上半年 DMF 装置开工率在 70-80%, 基本正常, 但预计下半年 DMF 市场价格依旧将要经历底部逐渐回升的过程。
- ◆ 除了尿素、DMF 两大基本业务之外, 公司新建醋酸、醋酐项目将成为今明两年公司业绩的主要增长点。公司年产 20 万吨醋酸项目已于 3 月建成投产并一次性开车成功, 从上半年实现收入来看, 按照二季度醋酸市场价格 3200 元/吨均价计算, 公司生产醋酸约 3 万吨, 毛利水平为 16.8%, 产量和利润状况都相当理想, 根据预测全年醋酸实现收入将达到 3 亿元以上。公司的 10 万吨醋酐一期装置 3 万吨也预计将在 9 月投产。同时公司也公布了醋酸的技改扩产计划, 将醋酸产能进一步提升至 80 万吨, 预计建设期三年, 这一项目不仅能够进一步发挥公司的水煤浆气化的技术优势, 也是将有效延伸产业链, 并为未来乙二醇、醋酸乙烯等项目计划做好充分准备。
- ◆ 根据预测, 公司 2009-2011 年实现每股收益分别为 0.88、1.12 和 1.35 元, 动态市盈率分别为 21.84、17.22 和 14.23 倍, 低于目前尿素行业平均市盈率水平。公司尿素、DMF 业务稳定, 新建醋酸、醋酐项目将使公司煤化工产业链不断完善, 并充分发挥长期形成的低成本优势, 我们维持公司的“推荐”评级。

研究员: 熊杰

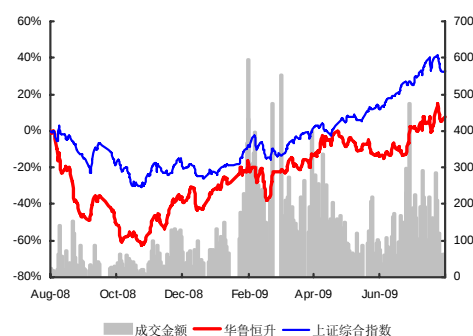
电 话: 025-84457777-833

E-mail: jet_x@sohu.com

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	49575.00
流通 A 股(万)	49575.00
52 周内股价区间(元)	6.4-21.06
总市值(亿)	95.33
总资产(亿)	52.16
每股净资产(元)	4.81

主要经营指标预测

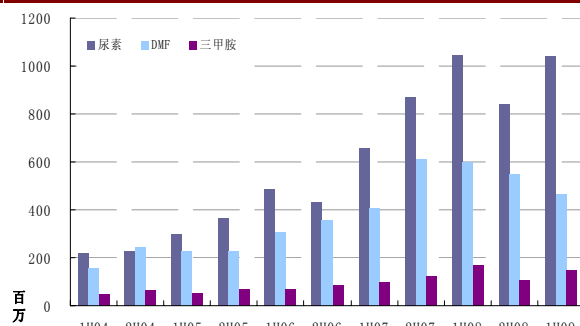
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	34.44	39.00	48.23	55.00
+/-%	20.08	13.25	23.65	14.05
净利润(亿)	3.77	4.37	5.54	6.70
+/-%	15.79	15.83	26.83	20.98
EPS(元)	0.76	0.88	1.12	1.35
P/E	25.29	21.84	17.22	14.23

图 1：公司主营业务收入增长状况



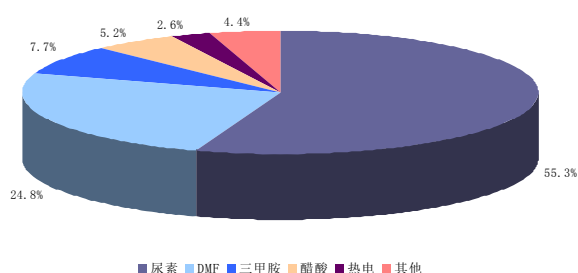
资料来源：公司定期报告

图 2：公司主营业务状况



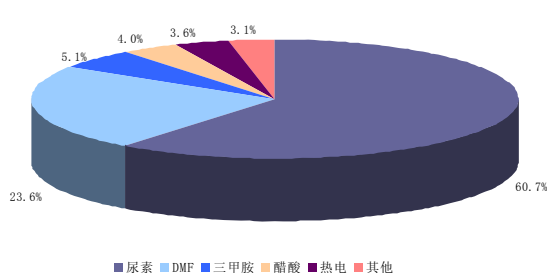
资料来源：化工在线，华泰证券研究所

图 3：09 年上半年公司主营业务构成状况



资料来源：公司定期报告

图 4：09 年上半年公司主营利润构成状况



资料来源：化工在线，华泰证券研究所

表 1：华鲁恒升损益表及预测（2008-2011 年）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	344366.31	390000.00	482250.00	550000.00
营业成本	268239.05	302000.00	372405.00	421127.50
营业税金及附加	1238.98	1560.00	1929.00	2200.00
营业费用	9450.53	10666.42	13624.42	15299.00
管理费用	5660.31	6403.69	7789.68	8959.01
财务费用	12459.80	17752.77	21145.02	23036.68
资产减值损失	2741.28	500.00	500.00	873.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44576.36	51117.12	64856.88	78504.25
营业外收入	512.84	364.09	388.73	401.20
营业外支出	43.80	118.63	102.37	98.03
利润总额	45045.40	51362.57	65143.24	78807.42
所得税	7355.26	7704.39	9771.49	11821.11
净利润	37690.14	43658.18	55371.75	66986.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	37690.14	43658.18	55371.75	66986.31
EBITDA	82262.84	89056.97	112279.33	133942.34
EPS（元，摊薄）	0.76	0.88	1.12	1.35

资料来源：华泰证券研究所

附录：

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1221	1501	1767	2029	营业收入	3444	3900	4823	5500
现金	580	840	930	1079	营业成本	2682	3020	3724	4211
应收账款	0	22	27	26	营业税金及附加	12	16	19	22
其它应收款	0	1	1	1	营业费用	95	107	136	153
预付账款	291	263	349	396	管理费用	57	64	78	90
存货	342	344	428	492	财务费用	125	178	211	230
其他	7	31	32	35	资产减值损失	27	5	5	9
非流动资产	3995	4816	5582	6289	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	2737	3512	4239	4911	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	173	195	221	249	营业利润	446	511	649	785
其他	1084	1108	1122	1128	营业外收入	5	4	4	4
资产总计	5216	6317	7349	8318	营业外支出	0	1	1	1
流动负债	1092	1671	2084	2275	利润总额	450	514	651	788
短期借款	203	782	1050	1131	所得税	74	77	98	118
应付账款	254	377	437	489	净利润	377	437	554	670
					少数股东损益	0	0	0	0
其他	636	512	597	656	归属母公司净利				
非流动负债	1740	1875	1990	2148	润	377	437	554	670
长期借款	1740	1862	1982	2140	EBITDA	823	891	1123	1339
其他	0	13	8	8	EPS（元）	0.76	0.88	1.12	1.35
负债合计	2832	3546	4075	4423	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	496	496	496	496	成长能力				
资本公积	636	636	636	636	营业收入	20.1%	13.3%	23.7%	14.0%
留存收益	1252	1639	2143	2763	营业利润	5.9%	14.7%	26.9%	21.0%
归属母公司股东权					归属于母公司净				
益	2383	2770	3275	3895	利润	15.8%	15.8%	26.8%	21.0%
负债和股东权益	5216	6317	7349	8318	获利能力				
现金流量表					毛利率	22.1%	22.6%	22.8%	23.4%
单位：百万元					净利率	10.9%	11.2%	11.5%	12.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	15.8%	15.8%	16.9%	17.2%
经营活动现金流	616	947	962	1215	ROIC	11.4%	12.0%	12.8%	13.5%
净利润	377	437	554	670	偿债能力				
折旧摊销	252	202	263	324	资产负债率	54.3%	56.1%	55.4%	53.2%
财务费用	125	178	211	230	净负债比率	81.27%	80.80%	80.58%	79.79%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.12	0.90	0.85	0.89
营运资金变动	-176	145	-73	-15	速动比率	0.78	0.68	0.63	0.66
其它	38	-14	6	5	营运能力				
投资活动现金流	-1063	-1025	-1029	-1031	总资产周转率	0.74	0.68	0.71	0.70
资本支出	1064	1000	1000	1000	应收账款周转率	142	356	197	208
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	9.44	9.58	9.15	9.10
其他	0	-25	-29	-31	每股指标（元）				
筹资活动现金流	531	337	157	-34	每股收益（最新	0.76	0.88	1.12	1.35
短期借款	129	579	268	81	摊薄）				
长期借款	337	122	120	157	每股经营现金流	1.24	1.91	1.94	2.45
普通股增加	0	0	0	0	（最新摊薄）				
资本公积增加	0	0	0	0	每股净资产（最	4.81	5.59	6.61	7.86
其他	65	-365	-231	-272	新摊薄）				
现金净增加额	83	259	90	150	估值比率				
					P/E	25.29	21.84	17.22	14.23
					P/B	4.00	3.44	2.91	2.45
					EV/EBITDA	14	13	10	8

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-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;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。