

以成本优势取胜行业竞争

事件：公司公布非公开增发预案，预计增发不超过 1.4 亿股，发行价格不低于 16.73 元，募集资金不超过 25 亿元。全部资金将投入到醋酸节能工艺改造项目，预计 2012 年完成建设，提高醋酸产能到 80 万吨。

研究结论

- **以成本优势取胜行业竞争：**公司此次增发做醋酸项目是对公司水煤浆煤气化成本优势的又一次极致发挥，通过对低压羰基化法醋酸工艺的一次性开车成功，公司已经成为国内最具竞争力的醋酸企业之一，目前成本优势显著；但总体上，国内低成本的醋酸装置扩产非常迅速，预计今后 1-2 年将有激烈竞争，华鲁将成为 3-4 家胜出行业竞争的企业之一。
- **公司成本控制能力超出预期：**在上半年公司初步投产的情况下，公司上半年醋酸毛利率高达 16.83%，根据 4-6 月份的醋酸价格推断，公司上半年的醋酸完全成本在 2400-2500 元/吨左右。此后随公司工艺的改进，醋酸实际产量的扩大，醋酸单位成本估计将进一步降低到 2100-2200 元/吨的水平，我们推测已经逐渐接近塞拉尼斯的成本。预计即使在激烈的竞争中，华鲁仍可以在竞争中维持至少 300-400 元/吨的净利润
- **近期供给问题将继续影响国内价格：**近期由于塞拉尼斯南京和新加坡的醋酸装置同时发生故障，影响产能 120 万吨左右，国内醋酸价格因此大幅上升，考虑到塞拉尼斯宣布 9 月份继续不可抗力，因此短期价格仍有上涨动力，但国内新装置近期相继投产，预计醋酸涨价时间有限。
- **长期行业整体竞争加剧：**长期来看，国内低成本醋酸扩产非常迅速，预计今年年底到明年低压甲醇羰基化法产能将达到 500 万吨以上，其中低成本产能估计在 150 万吨以上，剩余高成本产能的完全成本线预计在 2500-3000 元/吨，预计激烈竞争中这 70% 以上的产能将会被压制在成本线上。华鲁有望保持 300-400 元净利润底线。
- **短期供求取决于经济复苏速度：**而短期供求影响或波动剧烈，塞拉尼斯装置运行不稳定，2010 年一些大型新增产能建设也有可能推迟，如果国际经济复苏超预期，短期供给紧张情况极有可能出现，将导致价格波动。
- **业绩仍将稳定增长 维持买入评级：**公司的成本优势依然领先，收购热电厂后，公司尿素的完全成本估计已经降至 1300-1400 元/吨，目前尿素价格依然在底部徘徊，但 2010 年均价回升到 1600-1700 元/吨仍然是大概率事件，DMF 等产品价格也有望回暖。如果醋酸产品能维持 500 元左右的毛利水平，10 年产量放大到 35-40 万吨，尿素盈利能力基本稳定，预计公司 2009、2010 年公司每股收益能维持 0.91、1.16 元/股，考虑增发摊薄后 2010 年每股收益 0.90 元以上，对应目前股价 PE 不到 20 倍，考虑到公司的成本优势和优秀业绩历史，我们维持公司买入的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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

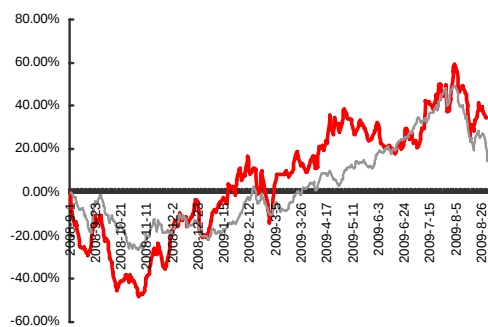
杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

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 31 日) 17.33 元
目标价格 (6 个月) 19 元
总股本/A 股 (万股) 49575/49575
A 股市值 (百万元) 8591
国家/地区 中国
行业 化工
报告日期 2009 年 8 月 31 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 (%)	-5.87%	4.02%	58.54%
相对表现 (%)	15.95%	8.00%	41.36%

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



资产负债表

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	616	771	1116	1141
净利润	377	449	573	684
折旧摊销	252	329	390	393
财务费用	125	133	120	52
公允价值变动损益	0	0	0	0
营运资金变动	-148	-140	33	11
其它	9	0	0	0
投资活动现金流	-1063	-1005	-1001	-20
资本支出	1064	-1005	-1001	-20
长期投资	0	0	0	0
其他	-2127	0	0	0
筹资活动现金流	531	-291	-88	-331
短期借款	0	-109	-260	-193
长期借款	0	0	359	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	531	-182	-187	-138
现金净增加额	83	-525	27	789

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	20.1%	10.0%	11.5%	11.0%
营业利润	7.7%	18.6%	27.6%	19.4%
净利润	17.7%	19.1%	27.6%	19.4%
获利能力				
毛利率	22.1%	21.9%	23.5%	23.2%
净利率	10.9%	11.9%	13.6%	14.6%
ROE	15.8%	16.1%	17.4%	17.6%
ROA	7.2%	8.2%	9.4%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	54.3%	49.0%	46.0%	40.7%
净负债比率				
流动比率	1.12	0.84	1.15	2.89
速动比率	0.80	0.43	0.60	2.13
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.70	0.69	0.72
应收账款周转率	-	-	-	-
应付账款周转率	10.58	11.11	11.11	11.11
每股指标（元）				
每股收益	0.76	0.91	1.16	1.38
每股经营现金流	1.08	1.55	2.25	2.30
每股净资产	4.81	5.61	6.63	7.84
估值比率				
P/E	22.79	19.13	14.99	12.56
P/B	3.60	3.09	2.61	2.21

2

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