

化学制品

2009 年 10 月 28 日

华鲁恒升 (600426)

当前股价: 18.11

目标价: 20.00

煤化工产业链不断完善

投资要点:

- 2009 年前三季度, 华鲁恒升实现主营业务收入 28.86 亿元, 同比增长 11.15%, 实现主营业务利润和净利润分别为 6.03 亿元和 3.32 亿元, 分别同比下降了 5.67% 和 7.45%, 与前两季度相比, 主营业务利润和净利润的同比降幅都出现了明显的回升, 前三季度实现每股收益 0.669 元, 净资产收益率为 12.44%。
- 三季度公司综合毛利水平为 19.65%, 与往年基本持平, 公司的盈利稳定性凸显, 相对于二季度毛利下降主要是由于目前处于化肥产品淡季。公司 09 年以来的毛利水平与 08 年基本持平, 在国内化工产品需求下降、产品价格处于低谷的背景下, 公司能够保持正常盈利水平主要是得益于现今的煤气化装置所带来的成本优势, 并且公司正逐步将这一核心技术优势向其他煤化工领域推广。
- 公司拟通过非公开发行建设 60 万吨醋酸项目, 同时增加合成氨产能 34.5 万吨, 预计将在 2012 年建成投产。项目完成以后, 公司醋酸产能将达到 80 万吨, 合成氨生产能也将增加到 90 万吨, 公司基于先进粉煤浆气化技术的一体化优势将得以更为明显的体现。
- 尽管目前国内醋酸产能依旧在不断放大之中, 但公司基于羰基化技术的醋酸生产装置保持着相对于国内平均水平 500 元/吨左右的成本优势, 在 08 年国内醋酸装置普遍开工不足的背景下, 依旧能够实现较高的产销率水平。
- 同时, 公司还在进一步进行着煤化工产业链一体化的探索, 5 万吨醋酐一期装置将于 09 年四季度投产, 公司还在进一步研制羰基化醋酐生产技术, 同时其他如煤制乙二醇、煤制 BDO 等产品也都在有条不紊的进行之中, 公司的煤化工产业链将进一步得以延伸。
- 公司煤化工产业链不断延伸的坚实基础是有效的成本控制能力, 通过系统能力的挖潜, 公司的一体化成本优势还将进一步发挥。我们预计公司 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 20.49、16.13 和 13.40 倍, 维持“推荐”评级。

研究员: 熊杰

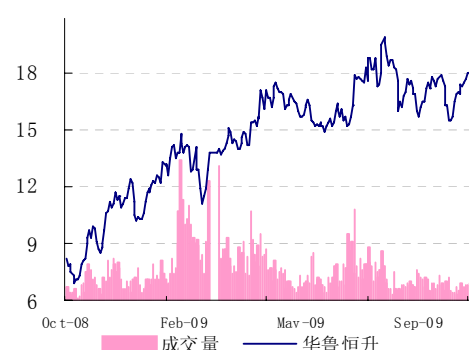
电 话: 025-84457777-833

E-mail: jet_x@sohu.com

地 址: 南京市中山东路 90 号华泰证券大厦 25 楼 D 区

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

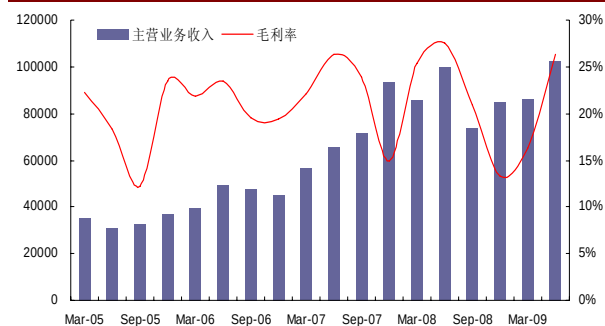
公司基本资料

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)	89.78
总资产 (亿)	52.16
每股净资产 (元)	4.81

主要经营指标预测

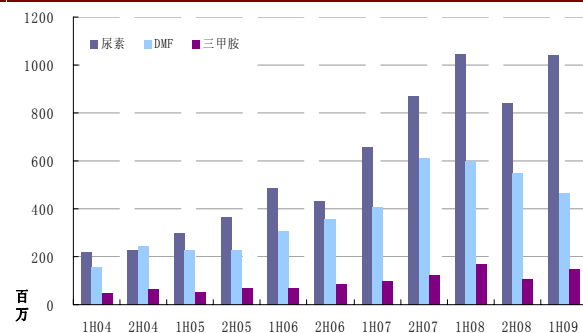
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	34.44	39.00	48.23	55.00
+/-%	20.08	13.25	23.65	14.05
净利润 (亿)	3.77	4.38	5.56	6.70
+/-%	15.79	16.24	27.01	20.44
EPS (元)	0.76	0.88	1.12	1.35
P/E	23.82	20.49	16.13	13.40

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

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。

免责声明：

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。