

## 华鲁恒升(600426)

## 今年毛利率下滑，明年业绩将继续进入增长轨道

## 推荐（维持）

现价：13.91 元

## 主要数据

|               |                      |
|---------------|----------------------|
| 行业            | 化学原料及<br>化学制品制造业     |
| 公司网址          | www.hl-hengsheng.com |
| 大股东/持股        | 山东华鲁恒升集团<br>/39.0%   |
| 实际控制人/持股      | 山东国资委/39.0%          |
| 总股本(百万股)      | 495.75               |
| 流通 A 股(百万股)   | 495.75               |
| 流通 B/H 股(百万股) |                      |
| 总市值 (亿元)      | 69.0                 |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 69.0                 |
| 每股净资产(元)      | 5.75                 |
| 资产负债率(%)      | 58.1                 |

## 行情走势图



## 相关研究报告

行业产能过剩，但先进工艺带来低成本优势  
(2010.4.25)

## 研究员

伍颖 S1060210040004  
010-59734884  
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 综合毛利率下滑，2010 年上半年业绩低于预期

2010 年上半年，公司实现营业收入 22.8 亿元，同比增长 20.9%；净利润 1.4 亿元，同比下降 39.6%；每股收益 0.28 元，每股净资产 5.75 元。其中第二季度，公司实现营业收入 11.4 亿元，同比增长 11.0%；净利润 4369 万元，同比下降 68.2%；每股收益 0.09 元。2010 年上半年业绩低于预期的主要原因是：第二季度，主导产品（尿素、DMF、醋酸等）产能过剩、市场竞争激烈、售价低迷，而原材料、能源成本又持续上涨，导致公司综合毛利率下滑。2010 年第二季度公司综合毛利率为 11.7%，环比下降 5.1 个百分点。

## ■ 产能持续扩张，未来业绩增长之源

公司发展战略是：依托洁净煤气化技术，继续壮大化肥产业，大力发展有机化工和精细化工产业，打造国内一流的煤化工基地。公司正在建尿素、醋酸、醋酐、乙二醇等新扩建项目。7 月 9 日，公司公告计划新建 16 万吨/年己二酸项目。持续的产能扩张，保障公司未来业绩持续增长。

## ■ 2011 年业绩将继续进入增长轨道，维持“推荐”评级

虽然产能过剩、产品价格接近行业平均成本线，但作为煤化工一体化企业，公司具有先进的煤化工生产工艺及完整的煤化工产业链，采用价格较低的烟煤做原料，成本较低，因此，公司主营产品具有超出行业平均的较高毛利率。我们预计，公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.55、0.74 元，对应前收盘价 PE 分别为 26、19 倍，虽然 2010 年业绩下滑，但 2011 年业绩将继续进入增长轨道，我们仍然维持“推荐”评级。

|           | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E  | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 主营收入(百万)  | 2868  | 3444  | 3998  | 4831   | 5723  |
| YoY(%)    | 58.0% | 20.1% | 16.1% | 20.8%  | 18.5% |
| 净利润(百万)   | 325   | 382   | 425   | 271    | 367   |
| YoY(%)    | 38.9% | 17.4% | 11.3% | -36.3% | 35.5% |
| 毛利率(%)    | 21.4% | 22.3% | 20.0% | 14.2%  | 14.9% |
| 净利率(%)    | 16.3% | 16.0% | 15.4% | 9.1%   | 11.1% |
| ROE(%)    | 0.66  | 0.77  | 0.86  | 0.55   | 0.74  |
| EPS(摊薄/元) | 21.2  | 18.0  | 16.2  | 25.5   | 18.8  |
| P/E(倍)    | 3.4   | 2.9   | 2.5   | 2.3    | 2.1   |
| P/B(倍)    | 13.3  | 11.0  | 9.2   | 10.3   | 8.3   |

## 一、综合毛利率下滑，2010 年上半年业绩低于预期

2010 年上半年，公司实现营业收入 22.8 亿元，同比增长 20.9%；净利润 1.4 亿元，同比下降 39.6%；每股收益 0.28 元，每股净资产 5.75 元。

其中第二季度，公司实现营业收入 11.4 亿元，同比增长 11.0%；净利润 4369 万元，同比下降 68.2%；每股收益 0.09 元。

2010 年上半年业绩低于预期的主要原因是：第二季度，主导产品（尿素、DMF、醋酸等）产能过剩、市场竞争激烈、售价低迷，而原材料、能源成本又持续上涨，导致公司综合毛利率下滑。2010 年第二季度公司综合毛利率为 11.7%，环比下降 5.1 个百分点。

图表1 季度数据

| (百万元)         | 1Q2009 | 2Q2009 | 3Q2009 | 4Q2009 | 1Q2010 | 2Q2010 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 864.5  | 1024.0 | 997.7  | 1111.6 | 1146.9 | 1136.3 |
| 同比变化          | 0.8%   | 2.5%   | 34.8%  | 31.3%  | 32.7%  | 11.0%  |
| 综合毛利率         | 16.3%  | 26.4%  | 19.7%  | 17.4%  | 16.8%  | 11.7%  |
| 期间费用率         | 6.6%   | 7.6%   | 7.7%   | 7.5%   | 6.8%   | 6.9%   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 93.5   | 137.3  | 100.8  | 93.6   | 95.8   | 43.7   |
| 同比变化          | -18.8% | -2.8%  | -1.1%  | 291.8% | 2.5%   | -68.2% |
| 销售净利润率        | 10.8%  | 13.4%  | 10.1%  | 8.4%   | 8.4%   | 3.8%   |
| EPS           | 0.19   | 0.28   | 0.20   | 0.19   | 0.19   | 0.09   |

资料来源：平安证券研究所

图表2 主营产品及综合毛利率

|     | 2007A | 2008A | 2009A | 1H2010 |
|-----|-------|-------|-------|--------|
| 尿素  | 21.5% | 22.5% | 20.9% | 17.0%  |
| DMF | 20.1% | 17.6% | 21.8% | 14.4%  |
| 醋酸  |       |       | 15.2% | 13.8%  |
| 三甲胺 | 25.4% | 31.8% | 16.5% | 4.8%   |
| 其他  | 19.0% | 35.7% | 19.1% | 8.5%   |
| 综合  | 21.2% | 22.1% | 20.0% | 14.3%  |

资料来源：平安证券研究所

## 二、产能持续扩张，未来业绩增长之源

公司发展战略是：依托洁净煤气化技术，继续壮大化肥产业，大力发展有机化工和精细化工产业，打造国内一流的煤化工基地。

公司正在建尿素、醋酸、醋酐、乙二醇等新扩建项目。7 月 9 日，公司公告计划新建 16 万吨/年己二酸项目。持续的产能扩张，保障公司未来业绩持续增长。

图表3 公司主营产品产能增长情况（万吨）

|     | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 尿素  | 100   | 110   | 130   | 150   | 150   |
| DMF | 23    | 23    | 23    | 23    | 23    |
| 醋酸  |       | 20    | 35    | 50    | 80    |
| 醋酐  |       |       | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| 己二酸 |       |       |       |       | 16    |
| 三甲胺 | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 乙二醇 |       |       |       | 5     | 5     |

资料来源：平安证券研究所

### 三、2011 年业绩将继续进入增长轨道，维持“推荐”评级

虽然产能过剩、产品价格接近行业平均成本线，但作为煤化工一体化企业，公司具有先进的煤化工生产工艺及完整的煤化工产业链，采用价格较低的烟煤做原料，成本较低，因此，公司主营产品具有超出行业平均的较高毛利率。我们预计，公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.55、0.74 元，对应前收盘价 PE 分别为 26、19 倍。虽然 2010 年业绩下滑，但 2011 年业绩将继续进入增长轨道，我们仍然维持“推荐”评级。

图表4 业绩预测

|           | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E  | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 主营收入（百万元） | 2868  | 3444  | 3998  | 4831   | 5723  |
| YoY(%)    | 58.0% | 20.1% | 16.1% | 20.8%  | 18.5% |
| 净利润（百万元）  | 325   | 382   | 425   | 271    | 367   |
| YoY(%)    | 38.9% | 17.4% | 11.3% | -36.3% | 35.5% |
| 毛利率(%)    | 21.4% | 22.3% | 20.0% | 14.2%  | 14.9% |
| 净利率(%)    | 16.3% | 16.0% | 15.4% | 9.1%   | 11.1% |
| ROE(%)    | 0.66  | 0.77  | 0.86  | 0.55   | 0.74  |
| EPS(摊薄/元) | 21.2  | 18.0  | 16.2  | 25.5   | 18.8  |
| P/E(倍)    | 3.4   | 2.9   | 2.5   | 2.3    | 2.1   |
| P/B(倍)    | 13.3  | 11.0  | 9.2   | 10.3   | 8.3   |

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257