

氮肥



华鲁恒升（600426）

推荐（维持）

成本上升拖累利润，下半年有望恢复性增长

市场数据

报告日期	2010-7-27
收盘价(元)	13.91
总股本(百万股)	495.75
流通股本(百万股)	495.75
总市值(百万元)	6895.88
流通市值(百万元)	6895.88
净资产(百万元)	2851.78
总资产(百万元)	6811.86
每股净资产	5.75

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3998	4294	5181	6096
同比增长(%)	16.1%	7.4%	20.7%	17.7%
净利润(百万元)	425	288	374	456
同比增长(%)	11.3%	-32.3%	30.1%	21.8%
毛利率(%)	20.0%	16.2%	16.3%	16.1%
净利率(%)	10.6%	6.7%	7.2%	7.5%
净资产收益率(%)	15.4%	9.6%	11.3%	12.2%
每股收益(元)	0.86	0.58	0.76	0.92
每股经营现金流(元)	1.03	1.75	1.97	2.26

相关报告

《经营稳健增长，关注复苏进程》2010-2-10

《业绩延续稳定，行业回暖可期》2009-10-28

《行业低谷下的靓丽业绩》2009-8-12

投资要点

事件：

华鲁恒升公布 2010 年半年报，1-6 月实现营业总收入 22.83 亿元，同比增长 20.90%；营业利润 1.64 亿元，同比下降 39.80%；归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元，同比下降 39.56%，按 4.9575 亿股的总股本计，实现每股收益 0.281 元。每股经营活动产生的净现金流量为 0.33 元。

点评：

华鲁恒升 2010 年中期业绩低于我们 EPS 为 0.35 元的预测，主要原因在于煤炭等原料采购成本的上升幅度超出我们的预期。除了成本上升外，由于下游行业的持续低迷（尤其是来自农业的需求），主要产品价格在二季度再度有所下行，也是导致公司经营业绩回落的重要原因。

- **产品价格低迷拖累经营，收入提升源于醋酸扩产。**由于下游需求疲弱加之新增产能集中释放，华鲁恒升的主要产品尿素、DMF 和醋酸等产品价格在一季度略有起色之后，于二季度再度回落。尿素和醋酸上半年长三角市场均价分别为 1708、2946 元/吨（含税），同比分别小幅下降 4.04%、2.42%（DMF 价格同比上涨 3.0%）。

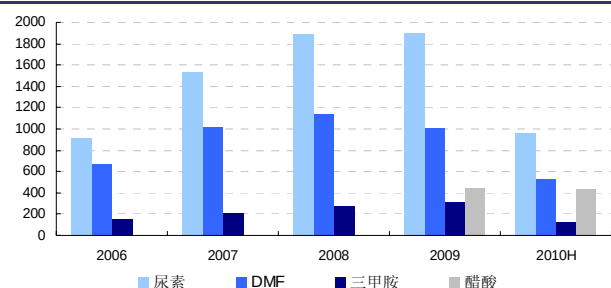
2010 年上半年，公司主导产品实现了满负荷生产销售，尿素、DMF 产品销量与去年同期基本持平，而醋酸由于 20 万吨新增产能于 09 年 2 季度竣工投产，销量有较大提升。因此上半年公司尿素、DMF 和醋酸业务的收入分别增长-8.13%、12.79%、350.71%，醋酸产品收入的大幅提升是上半年收入增长的最主要原因。

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

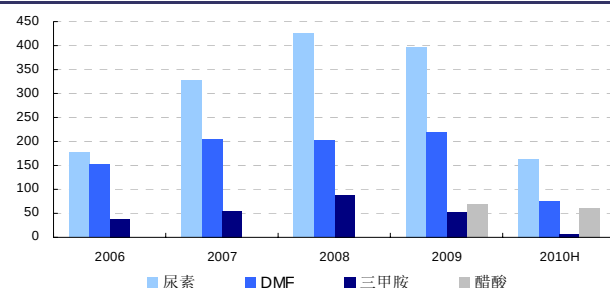
刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

图1 华鲁恒升主营业务历年收入情况（百万元）



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

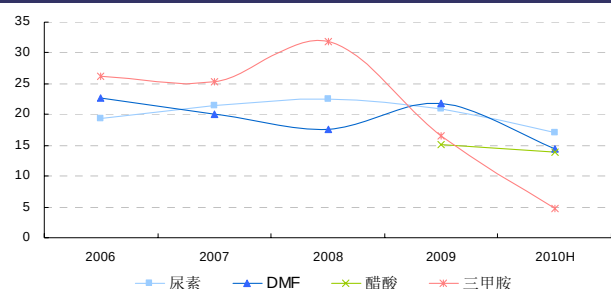
图2 华鲁恒升主营业务历年毛利情况（百万元）



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

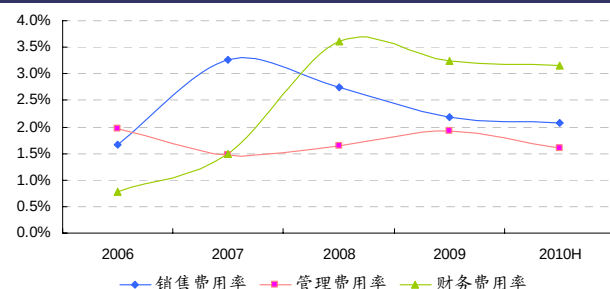
- **成本上升及产品价格低迷导致毛利率下滑。**由于煤炭采购成本有较明显上升以及产品价格持续低迷，2010年上半年，华鲁恒升的主要产品毛利率全线下滑：尿素、DMF、醋酸、三甲胺的毛利率分别为17.02%、14.36%、13.82%、4.79%，同比分别下滑6.85%、6.32%、3.01%、9.65%。综合毛利率的大幅下滑也导致公司的营业利润在营业收入同比增长20.90%的情况下依然下滑39.80%。

图3 华鲁恒升各项业务历年毛利率变化



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

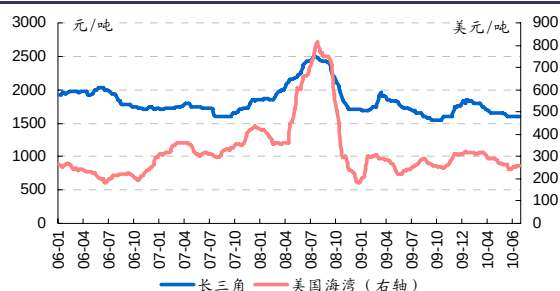
图4 华鲁恒升历年期间费用率变化



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

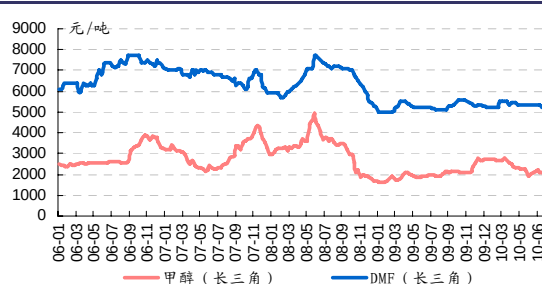
- **期间费用率保持稳定。**2010年上半年，华鲁恒升的期间费用率为6.84%，同比下降0.29%，其中销售费用率和管理费用率小幅下降是收入增长之下，规模效应带来效益提升的正常表现，而财务费用率同比提升主要是由于公司新增建设项目较多，长期借款增多所致。

图 5 06 年以来国内外尿素价格走势



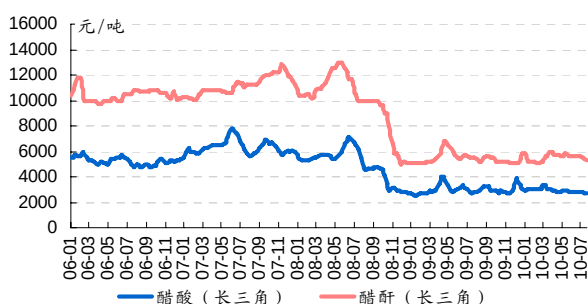
数据来源：百川资讯，兴业证券研发中心

图 6 06 年以来甲醇及 DMF 价格走势



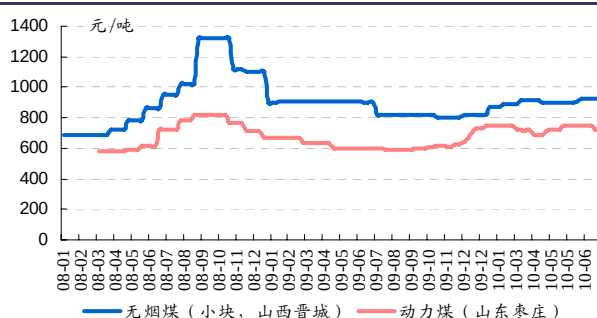
数据来源：百川资讯，兴业证券研发中心

图 7 06 年以来醋酸及醋酐价格走势



数据来源：百川资讯，兴业证券研发中心

图 8 08 年以来部分煤种价格走势



数据来源：百川资讯，兴业证券研发中心

- **上半年需求偏低迷，下半年有望恢复性增长。**2010 年上半年，华鲁恒升的尿素、醋酸和 DMF 业务均遭遇了十分低迷的市场环境：受南北极端天气影响，尿素销售旺季推迟、产品滞销、库存压力增加，上半年尿素累计产量为 1413.9 万吨（同比降低 0.5%）；出口量 154 万吨（同比增长 121.9%），全国库存 752 万吨（1-5 月数据，同比增加 17.3%）。多数企业处于亏损状态，上半年长期停车和破产转产企业尿素产能超过 300 万吨，有近 200 万吨尿素产能的新建装置投产延期。醋酸和 DMF 产品也由于产能过剩和需求萎缩而长期低迷。

展望下半年，我们预期，随着淡储在 8、9 月份实施（约 1500 万吨），出口前景向好（价差扩大），以及下半年经销商为 2011 年春耕行情备货，尿素需求将有恢复性增长；另一方面，天然气调价的影响正在逐步显现，目前气头企业的完全成本为 1300-1500 元/吨，较调价前上涨 180-280 元/吨以上；而煤头企业的完全成本为 1500-1650 元/吨，目前尿素价格已经逼近甚至低于上述区间，向下空间不大。我们同时预计醋酸和 DMF 行业景气也将有所恢复。

- **煤化工产业链继续延伸。**公司 2010 年 7 月 9 日发布公告，计划投资 16.07 亿元建设年产 16 万吨己二酸项目，建设期 2 年，预计明年下半年投产。公司在建项目还包括 5 万吨/年合成尾气制乙二醇项目、10 万吨/年醋酐项目，以及醋酸装置的节能技改项目。此外，公司拟通过增发募集资金，建设 60 万吨/年醋酸项目，相应方案尚有待证监会等相关部门的审批。

虽然上述项目投产后的短期内均有可能面临新增产能较多、竞争趋于激烈的局面，但是考虑到公司在技术和管理方面的综合竞争优势，我们预计相关项目长期看能够为股东带来价值。

- **维持“推荐”评级。**华鲁恒升作为依托先进煤化工技术和优秀的管理能力，实现大宗化工品低成本生产的领先企业，通过产能扩张和产业链延伸实现市场占有率和盈利水平的同步增长是发展的必由之路。我们认为华鲁恒升这一成长路径具有可持续性。

结合公司中报，我们对华鲁恒升的盈利预测进行修正，相应下调 2010-2012 年的 EPS 预测至 0.58、0.76 和 0.92 元。考虑到公司目前已处于经营低谷，而未来尿素行业的洗牌对于大型煤头企业最为有利，同时华鲁具备较大的业绩弹性，如果行业景气向好，公司受益程度将较大。我们维持公司“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1182	1625	2145	2898
货币资金	599	936	1320	1930
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	28	28	28
其他应收款	0	1	1	1
存货	241	359	433	511
非流动资产	4997	5193	5326	5333
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4290	4437	4562	4610
在建工程	428	464	482	441
油气资产	0	0	0	0
无形资产	191	197	203	209
资产总计	6179	6818	7471	8231
流动负债	753	953	1075	1235
短期借款	130	200	220	242
应付票据	0	68	82	97
应付账款	362	360	434	511
其他	260	325	339	385
非流动负债	2667	2867	3067	3267
长期借款	2667	2867	3067	3267
其他	0	0	0	0
负债合计	3420	3820	4142	4502
股本	496	496	496	496
资本公积	636	636	636	636
未分配利润	1419	1628	1922	2276
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2759	2997	3328	3728
负债及权益合计	6179	6818	7471	8231

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	425	288	374	456
折旧和摊销	362	389	433	477
资产减值准备	-29	1	0	0
无形资产摊销	14	11	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	130	172	180	184
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-132	-35	23	-7
经营活动产生现金流量	1025	870	974	1122
投资活动产生现金流量	-1025	-577	-583	-490
融资活动产生现金流量	367	44	-7	-22
现金净变动	367	337	384	611
现金的期初余额	580	599	936	1320
现金的期末余额	948	936	1320	1930

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3998	4294	5181	6096
营业成本	3198	3598	4338	5113
营业税金及附加	5	15	18	21
销售费用	88	94	113	133
管理费用	77	77	93	110
财务费用	130	172	180	184
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	500	338	440	535
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	502	339	441	536
所得税	77	51	66	80
净利润	425	288	374	456
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	425	288	374	456
EPS (元)	0.86	0.58	0.76	0.92

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.1%	7.4%	20.7%	17.7%
营业利润增长率	10.4%	-32.5%	30.2%	21.8%
净利润增长率	11.3%	-32.3%	30.1%	21.8%
盈利能力(%)				
毛利率	20.0%	16.2%	16.3%	16.1%
净利率	10.6%	6.7%	7.2%	7.5%
ROE	15.4%	9.6%	11.3%	12.2%

偿债能力(%)

资产负债率	55.3%	56.0%	55.4%	54.7%
流动比率	1.57	1.70	2.00	2.35
速动比率	1.25	1.33	1.59	1.93

营运能力(次)

资产周转率	0.70	0.66	0.73	0.78
应收帐款周转率	413.71	174.10	172.71	203.20

每股资料(元)

每股收益	0.86	0.58	0.76	0.92
每股经营现金	1.03	1.75	1.97	2.26
每股净资产	5.57	6.05	6.71	7.52

估值比率(倍)

PE	16.22	23.97	18.42	15.13
PB	2.50	2.30	2.07	1.85

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。