

价格低迷吞噬公司利润

华鲁恒升 (600426)

评级：增持（维持）

基础化工行业

股价：16.86元

季报点评

2010年 11月 1日 星期一

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

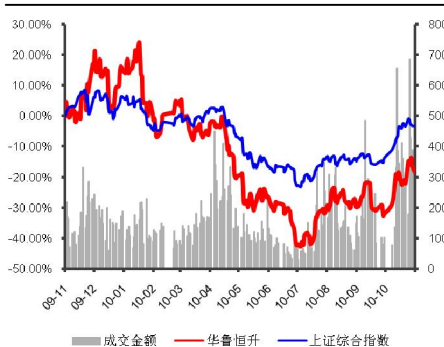
重要数据

总股本 (亿股)	4.96
流通股份 (亿股)	4.96
总市值 (亿元)	83.63
流通市值 (亿元)	83.63

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	24.15	10.05
3个月	22.26	9.77
6个月	5.06	1.22

个股相对上证综指走势图



投资要点

q 三季报数据

2010年 1-9月份公司实现营业收入 33.5亿元，同比上涨 16.28% 归属于上市公司股东的净利润为 1.45亿，同比下降 56.19% 每股收益 0.294元。其中三季度公司实现营业收入 10.7亿元，同比增长 7.62% 实现归属母公司所有者的净利润 603万元，同比下降 94.01% 实现每股收益 0.012元。公司主要收入来源于尿素、DMF、醋酸的销售。

q 醋酸价格下滑和原料价格上涨成为公司盈利能力下降的主要原因

公司三季度净利润同比下降 94.01% 环比下降 86.20% 主要原因是今年三季度煤炭价格上涨和醋酸价格下滑造成的。今年三季度煤炭价格在通胀预期和下游需求拉动下价格持续上涨，作为公司产品主要原料的煤炭价格大幅上涨增加公司生产成本，降低了公司盈利水平。同时三季度醋酸平均价格在化工品普涨的环境下逆势同比下降 10% 环比下降 6% 国内醋酸年产能达到 500万吨，到年底估计产能达到 620万吨，而国内需求只有 350万吨，产能的急速扩张带来了产量的上涨，今年 1-9月份醋酸产量达到 291.14万吨，同比上涨 39.3% 而下游需求增长缓慢，在供给明显过剩的情况下醋酸价格今年以来不断下降。由于价格下降和上游原料价格上涨，醋酸产品盈利能力明显下降。DMF 产品价格在下需求稳定增长的情况下价格保持稳定，而尿素价格在国内需求、出口和成本因素影响下 8月份即开始上涨，尿素盈利水平有所改善，部分弥补了醋酸产品盈利能力下降对公司利润的影响。

q 未来产品价格上涨将明显改善公司盈利水平

由于节能减排等因素影响，醋酸产量增速明显放缓，同时上游甲醇价格上涨使醋酸成本增加，在供给和成本的因素影响下醋酸价格在 10 月以后触底反弹，而 DMF 产品在需求平稳增长的影响下价格将保持稳定。随着 10 月份以后淡季储备和经销商备货，在需求和成本的推动下尿素价格将保持高位。公司主营产品价格的上涨将明显改善公司盈利水平。我们预计在甲醇价格持续高企的情况下，公司有可能减少外购甲醇比例，利用自产甲醇生产下游产品，充分利

用自身产业链一体化的优势，进一步增加公司盈利水平。

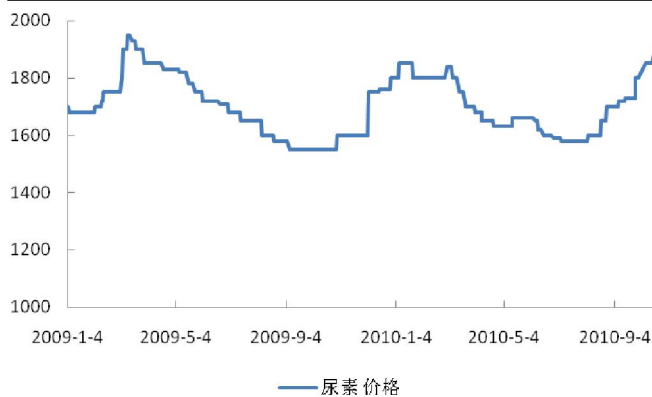
q 假设及盈利预测

我们预计公司 2010 2011 2012年的 EPS分别为 0.46元、0.68元、0.84元，对应的 PE为 36.6 24.8 20.1，考虑到公司明年业绩将大幅增长，维持公司“增持”评级。

预测和比率

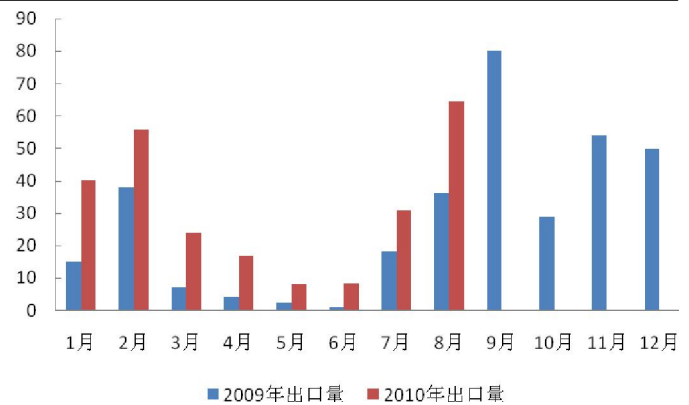
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	3998	4797	6044	7261
主营收入增长率	16.1%	20.0%	26.0%	20.1%
净利润（百万）	425	227	336	416
净利润增长率	12.8%	-46.59%	48.02%	42.99%
EPS（元）	0.86	0.46	0.68	0.84

图 1 尿素价格持续上涨



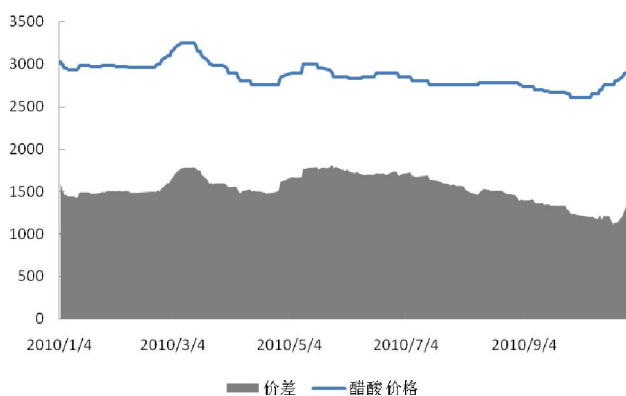
资料来源：化工在线，东海证券研究所

图 2 尿素出口数据同比大幅增加



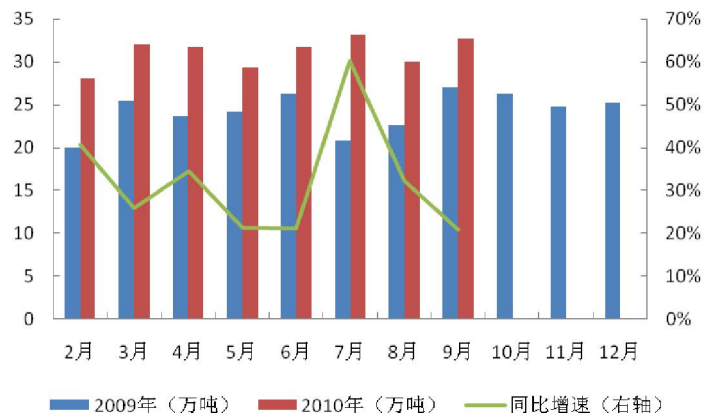
资料来源：百川资讯，东海证券研究所

图 3 醋酸盈利能力持续低迷



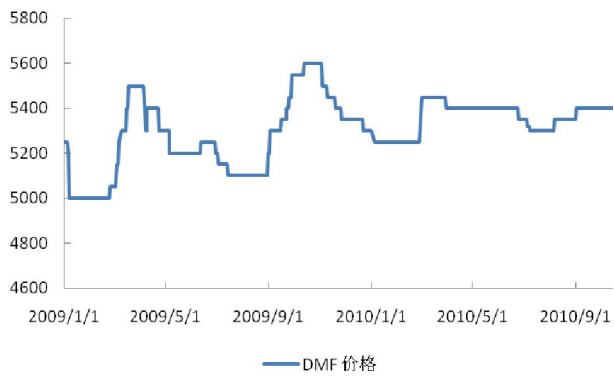
资料来源：化工在线，东海证券研究所

图 4 醋酸产量增速放缓



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

图 5 DMF价格保持稳定



资料来源：化工在线，东海证券研究所

图 6 煤炭价格不断上涨



资料来源：中国煤炭资源网，东海证券研究所

附注：**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122