

化学制品

华鲁恒升 (600426.SH) / 9.83 元 **进军三聚氰胺，看好公司产业布局**

事 项

2011 年 9 月 6 日，华鲁恒升发布公告，公司拟投资 2.78 亿元分两期建设 10 万吨三聚氰胺项目，并收购德丰化工与三聚氰胺相关的资产。德丰化工目前拥有 1 万吨三聚氰胺生产装置，并配套生产部分碳酸氢铵。

主要观点

- 1) 三聚氰胺需求旺盛，发展空间较大，市场前景乐观。**三聚氰胺用途非常广泛，国内需求超过 60 万吨，主要用来生产三聚氰胺-甲醛树脂，并进一步生产层压板、粘合剂、模塑粉、涂料等。其中，三聚氰胺粘合剂性能指标明显优于脲醛树脂，未来发展空间巨大。目前，国内三聚氰胺市场需求以超过 10% 的速度增长，环保装饰板材方面的需求增速则高达 20%，而山东正是国内最重要的复合板产区，为公司三聚氰胺产能的消化提供了良好的市场环境。另外，除了传统产品外，三聚氰胺在阻燃剂、高性能纤维等新领域中的发展潜力也很大。
- 2) 进军三聚氰胺有利于延长公司产业链，降低市场风险，提高盈利能力。**三聚氰胺的主要原材料是尿素，公司投资建设三聚氰胺项目一方面延长了产业链、提高了产品附加值，另一方面也增强了公司的市场灵活性，可以根据三聚氰胺和尿素的市场行情调整产品结构，降低市场波动风险。另外，公司利用自产尿素为原料生产三聚氰胺，有较大的成本优势，按目前的市场价格水平预计毛利率接近 20%。
- 3) 己二酸明年开始贡献业绩，预计盈利能力较高，但须警惕产能过剩风险。**公司 16 万吨己二酸项目预计今年 10 月份建成试车，明年开始贡献业绩。我国己二酸下游主要用于浆料、鞋底原液和尼龙 66 盐，未来两年需求增速在 10% 以上。按照目前已二酸 18700 元的出厂价格计算，毛利率接近 40%，远高于公司现有产品。但是今明两年，国内己二酸新增产能达 81 万吨，2012 年总产能将达 156 万吨，需求仅约 90 万吨，产能过剩较为严重，产品价格将面临较大下降压力。
- 4) 煤制乙二醇项目是公司未来最大的看点，须密切跟踪其催化剂研发进程。**公司 5 万吨煤制乙二醇项目即将建成。我国乙二醇消费量占全球的 40% 以上，2010 年进口依存度超过 70%。目前全球 95% 的乙二醇由乙烯法生产，远高于煤制乙二醇成本。按乙二醇 10000 元/吨计算，煤制乙二醇毛利率近 50%。公司目前正集中力量对草酸酯加氢催化剂进行攻关，由于公司在加氢催化剂方面研发实力雄厚、经验丰富，且初步产业化规模适中，预计成功可能性较大。公司一旦实现技术突破，将继续放大煤制乙二醇产能，该产品将成为公司未来主要的盈利贡献者。
- 5) 盈利预测与投资建议。**预计下半年尿素价格持续坚挺；己二酸和煤制乙二醇明年也有望大幅贡献业绩，维持公司 2011、2012 年按最新股本摊薄后

证券分析师：高利
 执业编号：S0360209120018
 Tel:
 Email:
 联系人：冀光坤
 Tel: 010-59370811
 Email: jiguangkun@hczq.com

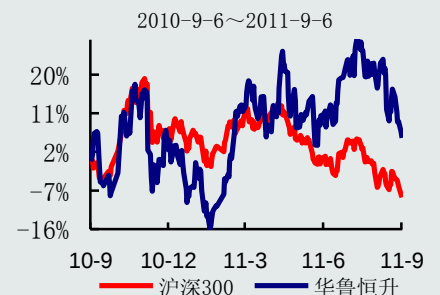
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	95363
流通 A 股/B 股(万股)	74363/0
资产负债率(%)	47.87
每股净资产(元)	7.93
市盈率(倍)	35.91
市净率(倍)	1.24
12 个月内最高/最低价	18.99/9.8

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《尿素价格坚挺，未来重点关注煤制乙二醇》 2011-08-01
- 《业绩大幅低于预期，下调投资评级》 2010-11-01
- 《短期产品销售迎来旺季 长期看好己二酸项目》 2010-07-26
- 《尿素和醋酸价格低迷 己二酸项目前景较好》 2010-07-09
- 《改造项目投产 未来持续增长》 2010-04-05
- 《成本较低 产能扩张 价格上涨》 2009-12-30

的 EPS 为 0.52 元和 0.79 元，对应 PE 为 19X 和 12X，维持推荐评级。

风险提示

产品价格波动；新项目达产晚于预期；煤制乙二醇试车风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3769	5516	6890	8959
现金	2350	4635	5929	7872
应收账款	15	11	15	14
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	843	483	547	624
存货	389	324	318	344
其他	172	62	81	105
非流动资产	5266	4903	4459	3971
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4521	4755	4932	5054
无形资产	255	295	333	379
其他	489	-147	-806	-1462
资产总计	9035	10419	11349	12930
流动负债	1022	979	935	999
短期借款	190	174	165	176
应付账款	386	334	361	360
其他	447	471	410	463
非流动负债	3233	3843	4545	5170
长期借款	3233	3843	4545	5170
其他	0	0	0	0
负债合计	4256	4823	5480	6169
少数股东权益	0	0	0	0
股本	636	954	954	954
资本公积金	2312	2312	2312	2312
留存收益	1832	2330	2604	3495
归属母公司股东权益	4779	5596	5869	6761
负债和股东权益	9035	10419	11349	12930

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	257	1559	1340	1488
净利润	254	499	750	892
折旧摊销	428	427	486	541
财务费用	152	164	154	151
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-582	460	-44	-97
其它	5	8	-6	1
投资活动现金流	-866	-51	-51	-59
资本支出	866	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-51	-51	-59
筹资活动现金流	2359	778	4	514
短期借款	60	-16	-10	12
长期借款	566	610	701	626
普通股增加	140	318	0	0
资本公积增加	1676	0	0	0
其他	-82	-135	-688	-123
现金净增加额	1751	2286	1293	1944

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4738	5804	7272	8913
营业成本	4110	4816	5938	7349
营业税金及附加	6	8	10	12
营业费用	101	124	155	190
管理费用	78	96	120	148
财务费用	152	164	154	151
资产减值损失	-0	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	290	594	893	1062
营业外收入	11	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	300	594	893	1062
所得税	46	95	143	170
净利润	254	499	750	892
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	254	499	750	892
EBITDA	870	1186	1533	1754
EPS（元）	0.40	0.52	0.79	0.94

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	18.5%	22.5%	25.3%	22.6%
营业利润	-41.9%	104.6%	50.4%	18.9%
归属母公司净利润	-40.2%	96.2%	50.4%	18.9%
获利能力				
毛利率	13.3%	17.0%	18.4%	17.6%
净利率	5.4%	8.6%	10.3%	10.0%
ROE	5.3%	8.9%	12.8%	13.2%
ROIC	6.2%	12.2%	18.2%	22.9%
偿债能力				
资产负债率	47.1%	46.3%	48.3%	47.7%
净负债比率	84.20%	87.24%	88.37%	89.27%
流动比率	3.69	5.63	7.37	8.97
速动比率	3.31	5.29	7.02	8.62
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.60	0.67	0.73
应收帐款周转率	285	444	563	627
应付帐款周转率	10.99	13.38	17.10	20.39
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.52	0.79	0.94
每股经营现金	0.27	1.63	1.41	1.56
每股净资产	5.01	5.87	6.15	7.09
估值比率				
P/E	43.40	33.17	22.06	18.55
P/B	2.31	2.96	2.82	2.45
EV/EBITDA	14	10	8	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801