



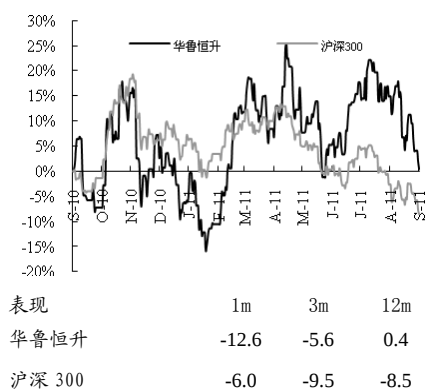
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

化工—化肥与农用化工
Chemical—Fertilizers and
Agricultural Chemicals
Manufacturing

2011 年 9 月 7 日

市场数据	2011 年 9 月 6 日
当前价格 (元)	9.83
52 周价格区间 (元)	9.80-18.99
总市值 (百万)	9374.13
流通市值 (百万)	7309.83
总股本 (万股)	95363
流通股 (万股)	74363
日均成交额 (百万)	101
近一月换手 (%)	21.10
第一大股东	山东华鲁恒升集团有限 公司
公司网址	www.hl-hengsheng.com

一年期收益率比较



相关报告

《新项目投产推动业绩增长、下游市场明显复苏—华鲁恒升 (600426) 年报点评 2011.3.21》

《调结构扩产能，公司业绩将快速增长—华鲁恒升 (600426) 调研报告 2011.2.21》

杨杰 S0370511030002
+86 755 83025935
yangjie@jyqz.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的 1%?

○是 ○否

华鲁恒升 (600426) 点评报告

—三聚氰胺延伸产业链，公司进入产能释放阶段

评级：买入

赢利预测	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	4,738	5,294	8,235	9,594
主营收入增长率 (%)	18.51%	11.73%	55.56%	16.50%
归属于母公司净利润 (百万元)	254	471	721	869
归属于母公司净利润增长率 (%)	-40.22%	85.19%	53.11%	20.65%
每股收益 (元)	0.27	0.50	0.77	0.93
PE	36.19	19.54	12.76	10.58

资料来源：金元证券研究所

● 公司于 9 月 6 日发布公告，拟出资 4975 万元收购德州德丰化工有限公司与三聚氰胺生产相关资产。德丰化工现有年产 1 万吨三聚氰胺生产装置，公司计划分两期建设 10 万吨三聚氰胺装置。

● 三聚氰胺市场空间大，将保持较快增长。三聚氰胺主要下游为层压板、粘合剂、涂料等领域，09 年全球三聚氰胺产量 180 万吨，其中我国产量 50 万吨，占全球的 27.8%。随着森林禁伐和木材加工业的发展，全球三聚氰胺需求将保持较快增长；未来我国环保要求趋严和下游需求增长，将推动三聚氰胺需求保持 15% 左右的增长。

我国三聚氰胺出口强劲。2011 年 1-7 月，我国三聚氰胺出口 10.85 万吨，同比剧增 57%。平均每吨三聚氰胺消耗尿素约 3 吨，出口三聚氰胺可规避我国尿素出口限制政策。预计未来我国将成为全球最重要的三聚氰胺生产国和出口国。

三聚氰胺延伸公司产业链、提升抗风险能力和盈利能力。投资三聚氰胺项目，有利于公司部分消化尿素产能，根据季节和市场行情灵活调整生产负荷，抗风险能力和盈利性得到提高。公司新建三聚氰胺产能 10 万吨，可消化尿素 30 万吨左右。公司原材料成本优势突出，按目前山东三聚氰酸出厂价格 9200 元/吨计算，预计毛利率 20% 以上。

● 新产能陆续投放，公司业绩进入释放阶段。公司 16 万吨己二酸项目预计在 11 月左右投产，按目前 18700 元/吨出厂价计算，公司毛利率在 30% 以上。公司己二酸项目具有一定的成本优势和渠道优势，即使未来己二酸行情转淡，仍可获取合理利润。未来公司可能再上马 16 万吨己二酸产能，长期内将通过向下游延伸的方式消化 40% 的己二酸产

能。公司 5 万吨乙二醇项目近期将投料试产，考虑 5 万吨规模不高、公司催化剂技术实力和工程化经验，预计投产难度不大。如果公司 5 万吨项目成功，并最终放大至 30 万吨的规模，公司业绩和估值将大幅提升。按照目前乙二醇价格 9950 元/吨，毛利率可达到 40%左右。

2012 年公司醋酸产能将从 35 万吨提高至 80 万吨，公司作为全球生产成本最低的企业之一，未来有望成为行业寡头企业。公司通过向醋酐、醋酸乙烯、EVA 树脂等下游延伸，提升盈利性。上半年公司醋酸毛利率达到 18.91%，同比大幅提高了 6.1 个百分点。

● 预计公司 11-13 年 EPS 为 0.50、0.77、0.93 元，按最近 9.83 元的收盘价，对应 PE 为 19.54、12.76、10.58 倍。公司水煤浆技术带来了巨大的成本优势、多联产和柔性生产带来了较强的抗风险能力、产业链向高端发展提升公司产品档次和业绩成长性，维持公司买入评级。

图表 1 公司利润表预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4738	5294	8235	9594
营业成本	4110	4350	6899	8031
营业税金及附加	6	7	11	13
销售费用	101	122	206	240
管理费用	78	90	145	169
财务费用	152	169	124	115
资产减值损失	-0	0	0	0
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	555	850	1025
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	300	555	850	1025
所得税	46	84	129	156
净利润	254	471	721	869
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	254	471	721	869
EBIT	452	724	973	1140
EPS (元)	0.27	0.50	0.77	0.93

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。**金元证券股票投资评级标准:****买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ +5%;**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ -15%。**对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部**

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。