

分析师： 徐斌 李兴 021-63295974 xubin@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

华鲁恒升调研报告：一体化优势+稳健经营

事件描述

- 我们于近日调研了华鲁恒升，就公司现状和未来发展与公司高管进行了交流。

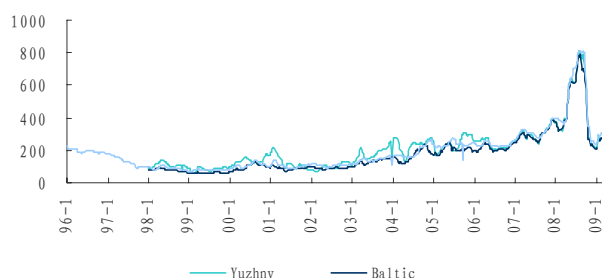
事件评论

第一，去年底全国产能负荷大幅下降，尿素价格如我们预期展开反弹

我们在今年1月19号《农药化肥——分享“大农业”盛宴》中曾对今年春耕的尿素供需形势和价格趋势做了如下分析和预测：从11月到今年的4月中旬生产的尿素基本上是供应春耕期间用量，而当时11月尿素单月产量为400万吨，而且10月底进入11月更多的中小产能关停限产，近似计算10月中~4月中旬这6个月的时间里，全国尿素总产量不会超过 $400 \times 6 = 2400$ 万吨。在需求方面，全年尿素农业用量在4600万吨左右，春耕用肥占全年用量的50%左右，预计在2300万吨左右；工业尿素一般全年用量为500多万吨，我们保守这6个月的需求为200万吨，进出口的量基本可以忽略，这样明年春季的总需求为2500万吨左右，比我们之前假设计算的2400万吨产量略多。此外经国务院批准，化肥淡季商业储备规模由1200万吨增加到1600万吨，尿素的储备不低于60%，也会尿素需求有较大刺激。

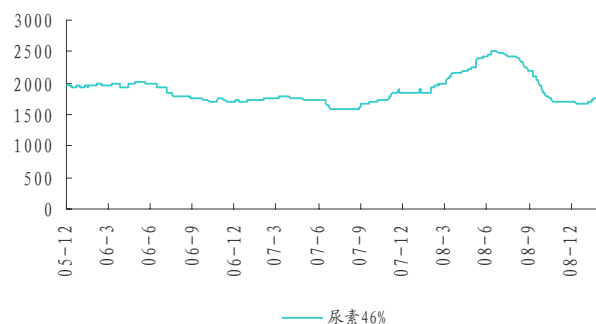
而从春节以后的情况来看，则完全验证了我们当时的判断，全国从南到北尿素价格均有300~400元左右甚至以上的反弹达到2000元/吨以上，国际尿素价格反弹更大，已经从不到200美元/吨反弹到270~280美元/吨。而从我们此前在山东地区调研的情况来看，从企业和销售渠道得到的信息也是如此，销售情况良好，库存较低。22日山西屯兰煤矿事故后政府对煤矿的监管更加严格，受此影响近日无烟煤供应紧张价格出现上涨趋势，这也对尿素市场起到了一定的推动作用。随着国家第四批1000万吨玉米收储任务的下达，玉米价格开始快速上涨，增强了农民种粮积极性。

图 1：国际尿素价格反弹较大



资料来源：Wind

图 2：国内尿素价格也出现明显反弹



资料来源：化工在线

第二，公司是我国煤头尿素企业的标杆，一体化成本优势明显

公司上市之初的产能为 18 万吨合成氨，30 万吨尿素，5 万吨甲醇，2002 年 IPO 融资建设了新的 50 万吨合成氨装置，并收购了集团 1 万吨 DMF 和 1 万吨的甲醛资产，经过多次技改和扩产，目前公司已经具备了 70 万吨合成氨（基本自用）、100 万吨尿素，32 万吨甲醇，4 万吨三甲胺产能。2006 年的增发融资项目 20 万吨醋酸将于 3 月开车在即；自筹资金的醋酐项目也将于年中试车投产。

公司的水煤浆粉煤气化技术，作为国内最先进和成熟的煤气化技术，与传统的煤头尿素企业相比，成本差距一直在 200 元/吨左右。目前公司粉煤与普通的无烟煤价差在 400 元/吨，这个价差在历史上也是比较大的。从煤气化装置衍生下来的甲醇、DMF、三甲胺以及未来的醋酸和醋酐，也因此具有了类似的成本优势。一体化的优势使公司成为国内煤化工企业的标杆典范。

表：公司主要产能厂区分布情况

各厂区	目前拥有产能	未来新增产能	备注
老厂区	20 万吨老合成氨装置，60 万吨尿素 (2*30)，12 万吨甲醇，23 万吨 DMF， 4 万吨三甲胺	合成氨技改将在 2010 年发挥 效益，节能降耗，有增加尿素 20 万吨产能的潜力	老装置 91 年即有，甲醇和 DMF、 三甲胺也经历过技改扩产
新厂区	50 万吨新合成氨装置，20 万吨甲醇		第一套 30 万吨合成氨于 04.12.28 试车投产；第二期 20 万吨合成氨和 20 万吨甲醇于 07.3 投产
西区新工业园	一套 40 万吨尿素造粒装置(07 年 6 月 投产)	20 万吨醋酸将于 09 年 3 月试 车，10 万吨醋酐的一期 3 万吨 将于今年 6 月试车投产	未来公司可能将视市场情况将醋 酸扩产到 35 万吨，二期醋酐也将 择期建设

资料来源：长江证券研究部

第三，合成氨、尿素：目前价格下尿素毛利率已超过 20%，盈利回归

1、尿素的价格大幅反弹，成本明显下降

目前下雨山东地区尿素价格即会小幅上涨，反应目前销售需求回暖，公司库存很少，经销商前期拿货也少，全国产量下降后反弹所以也在我们预期之内。目前公司尿素出厂价已经超过了 2000 元/吨，比我们调研时又上涨 200 元左右，超过市场预期（去年四季度最低时是 1500 多元/吨，几乎亏损），总生产成本 1450 元/吨左右，公司库存管理能力和市场销售能力很强，即使去年底市场低迷的时候也一直接近满负荷生产，并且库存也一直在合理的范围。

而目前公司生产电价为 0.35 元/度左右。蒸汽价格 160 元/吨，每年公司总蒸汽用量在 380~400 万吨（1500 万 GJ），动力煤价格未来有可能下跌，未来蒸汽价格有可能下调。

目前公司所使用的神华烟煤到厂含税价在 590 元/吨（最高达到近 800 元/吨），最新的价格从元旦开始已执行，新装置每年烟煤煤用量在 120~150 万吨，；烟煤到厂含税价在 900 元/吨（主要为阳泉无烟末煤，最高时为 1300~1400 元/吨），老装置每年无烟煤用量 40~50 万吨，一般煤炭库存保持半个月用量，公司绝大部分采购自神华，供应量每年谈判有以保证全年的用量需要，而价格每个季度会有所微调。

此前公司的本地煤工程受山东当地煤资源的限制，实际效果不佳，目前公司仍依赖神华煤。此外公司未来也不排除在山东内蒙等地收购煤矿的可能。

2、尿素产能通过技改还有 20 万吨潜力

目前公司新老合成氨装置产能分别为 50 万吨和 18 万吨（91 年即建成），合成氨成本与新装置相差 200 元/吨。07 年

全公司尿素产量 80 多万吨, 08 年全年预计在 95 万吨左右(08.8 年检修 12 天产量受到部分影响, 一般 2 年检修一次)。

公司今年 2 月 3 日还公告将投资 11640 万元, 采用国内先进的中压合成等新技术, 对现有老系统的高压合成进行升级改造, 同时对氨冷冻系统, 氨回收系统进行技术升级改造, 进一步优化氨合成系统能量。建设期为 1 年, 竣工投产后, 每年可创造效益 4000 万元。

公司还拟通过自筹资金和银行贷款投资 19000 万元, 采用中颗粒尿素制备技术、熔体造粒法等技术, 实现尿素产品多元化的生产; 增加中颗粒尿素的产量, 中颗粒尿素目前公司没有, 其优点在于粒度均匀, 不易分化, 缓释效果好。建设期为 1 年, 竣工投产后, 每年可创造效益 3200 万元。

上述两个项目一方面可以减少能耗物耗, 降低成本, 另一方面还有提高 20 万吨尿素产能的潜力。我们预计 2009~2010 年尿素产量将分别达到 110 万吨和 125 万吨。

第四、甲醇、三甲胺、DMF: 三甲胺销售和盈利好于 DMF

1、甲醇基本自用: 上市之初, 老厂区已有 5 万吨甲醇产能, 04 年 3.15 新投产一套 6 万吨的甲醇装置, 再经过技改, 总产能达到 12 万吨; 此外, 07 年 3 月新厂区的投资 4.1 亿的 20 万吨甲醇投产, 使公司甲醇总产能达到 32 万吨。2007 年基本上只外卖了 1 万吨, 未来随着醋酸的上马, 未来甲醇仍主要自用, 基本不会外卖。公司核算的甲醇成本也达到了 1700 元~1800/吨, 高于进口价格的 1500 元, 但据消息, 近期行业协会可能会对国外甲醇提出反倾销。

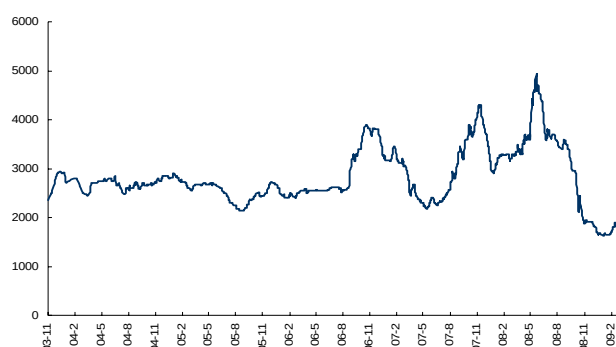
公司拟通过自筹资金和银行贷款, 采用先进的醇烃化技术改造老系统铜洗装置, 以达到节能降耗、提高经济效益和环保效益的效果。项目总投资 6200 万元, 建设期为 1 年, 竣工投产后, 每年可创造效益 1700 万元。

2、DMF 目前盈亏平衡, 期待价格反弹: 公司共 4 条 DMF 线, 02 年上市时购买了集团的 1 万吨产能, 经过不断技术改造扩产, 并于 04 年 6 月 9 日开车了一套新的 4 万吨装置, 产能达到 8 万吨; 到 2007 年 3 月, 在原来 8 万吨的基础上技改增加到 15 万吨总产能。同时在 6 月底, 新上的投资 14861 万元的一套 8 万吨产能完工试产。

受到下游聚氨酯浆料氨纶开工率不足的影响, 目前公司 DMF 产品价格下跌至 5100~5200 元/吨左右, 成本在 5000 左右, 公司今年最近一个月的产销量只有 1 万吨(日产 400 吨), 出现大幅下降, 开工率在 6 成目前, 基本上包括江山股份已经出现全行业的亏损, 华鲁只有半个月的库存, 价格我们认为已接近底部。

3、三甲胺销售及盈利良好, 未来可能放大产量: 公司三甲胺作为 DMF 的副产品, 目前产能 4 万吨, 产量可以调节, 公司目前三甲胺销售明显好于 DMF, 主要用作周边的饲料添加剂和试剂消毒剂的需要, 从公司销售部门传达的信息, 目前三甲胺的销售可能实现产能的满产, 未来公司可能压缩 DMF 产量, 提高三甲胺产能, 我们预计 2008 和 2009 年的产销量可以达到 4 万吨和 4.5 万吨。目前的价格在 5200 元/吨左右, 毛利率 15~20%。

图 3: 受进口低价甲醇冲击国内甲醇市场持续低迷

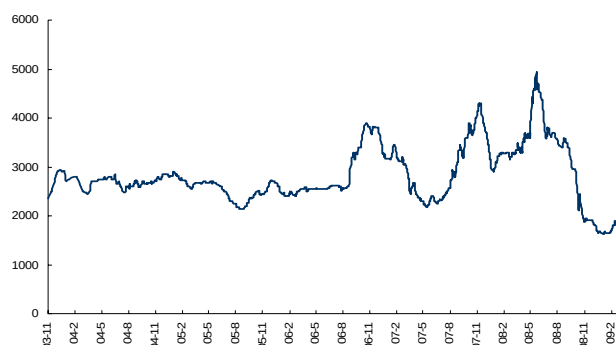


第五、醋酸和醋酐将是公司未来主要增长点

经过 2 年半的建设，20 万吨醋酸项目将于今年 3 月初开车投产，预计在 3 个月左右的时间内，装置将达到稳定。目前公司核算醋酸成本近 3000，目前价格不到 3000，预计未来会有小幅反弹，全年保本生产或微利。长远规划公司将视市场情况，将醋酸规模扩大到 35 万吨，进一步强化规模优势。

10 万吨的醋酐一期 3 万吨于 08 年 2 月开工建设，历时近 1 年半，预计将于今年 6 月试车投产，采用的是醋酸羰基化法生产，所需醋酸和 CO 自给，工艺上与丹化科技基本一样。未来公司可能根据市场情况将煤化工产业链继续延伸到乙二醇、醋酸乙烯、二甲醚等。

图 3：醋酸价格近期有所反弹（元/吨）



资料来源：化工在线

图 4：醋酐价格跌至谷底（元/吨）



资料来源：化工在线

第六、公司未来的增长点和关注点

- 1、经过技改，老合成氨装置的能耗物耗将进一步降低，尿素的产能也有 20 万吨的增长潜力；
- 2、煤炭价格可能进一步下降；
- 3、20 万吨醋酸和 3 万吨醋酐项目将在 09，10 年贡献收入和利润；
- 4、MDI、BDO 等聚氨酯原料价格都已反弹，未来 DMF 反弹值得期待；
- 5、09 年我们预计高新技术企业的优惠税率将会得到落实。

第七、业绩预测与估值

公司 07 年和 08 年三季度的所得税税率分别为 17%和 15%左右，是考虑了国产大氮肥项目和 DMF 的国产设备抵税，而这块 08 年已经都抵完了，09 年将不再有。但公司申请的高新技术企业，据悉相关文件已经到了德州市里，公司暂时没接到正式通知，但我们认为这只是时间问题。公司目前所有产品均采用预收款发货，款到货发，所以没有应收账款，财务状况非常稳健。

我们初步预计公司 2008、2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.784、0.618 元和 0.950 元，考虑到公司所处农化行业需求的稳定性，以及公司自身历来稳健的经营和财务状况，是经济危机之下化工行业难得的防御性品种，我们首次给与公司“推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2868	3492	3726	4514	货币资金	497	594	745	903
营业成本	2260	2766	3074	3620	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	607	726	652	895	应收账款	46	90	96	116
%营业收入	21.2%	20.8%	17.5%	19.8%	存货	203	226	251	296
营业税金及附加	12	15	16	19	预付账款	190	248	275	324
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	93	105	112	135	流动资产合计	971	1199	1412	1693
%营业收入	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	42	63	67	81	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	43	84	107	118	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	2.4%	2.9%	2.6%	固定资产合计	3012	3810	4270	4619
资产减值损失	3	3	0	1	无形资产	124	137	150	162
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	414	457	351	540	其他非流动资产	3	3	3	3
%营业收入	14.4%	13.1%	9.4%	12.0%	资产总计	4113	5150	5835	6477
营业外收支	0	2	1	1	短期贷款	198	870	1291	1479
利润总额	415	459	352	541	应付款项	358	432	480	565
%营业收入	14.5%	13.1%	9.4%	12.0%	预收账款	95	115	123	149
所得税费用	94	69	46	70	应付职工薪酬	12	14	15	18
净利润	320	390	306	471	应交税费	35	27	20	29
归属于母公司所有者	320.3	390.3	306.2	470.8	其他流动负债	4	3	3	4
的净利润					流动负债合计	700	1461	1932	2244
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	1403	1403	1403	1403
EPS (元/股)	0.65	0.79	0.62	0.95	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	9	9	9	9
经营活动现金流净额	406	685	699	928	负债合计	2112	2873	3344	3656
取得投资收益收回现	0	0	0	0	归属于母公司所有者	2001	2275	2489	2818
金					权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	-20	-20	-20	股东权益	2001	2275	2489	2818
固定资产投资	-358	-1040	-749	-681	负债及股东权益	4113	5147	5833	6474
其他	14	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-343	-1060	-769	-701	EPS	0.646	0.787	0.618	0.950
债券融资	0	0	0	0	BVPS	4.04	4.59	5.02	5.69
股权融资	0	0	0	0	PE	20.15	16.54	21.08	13.71
银行贷款增加(减少)	-232	672	420	189	PEG	1.47	1.21	1.54	1.00
筹资成本	131	-201	-199	-259	PB	3.23	2.84	2.59	2.29
其他	-261	0	0	0	EV/EBITDA	11.13	10.27	11.14	8.45
筹资活动现金流净额	-363	471	222	-70	ROE	16.0%	17.2%	12.3%	16.7%
现金净流量	-300	96	151	158					

分析师介绍

徐斌，华南理工大学化工学院化学工程与工艺专业工学学士；上海交通大学生物化工专业硕士。曾任职于国家上海新药安全评价研究中心。现任长江证券化工行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。