



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简 评

中国：化工

华鲁恒升：可能收购集团热电资产有利于公司长期发展

中金公司研究部

分析员：时雪松 shixs@cicc.com.cn

电话：86-21-5879 6226

.....2009年3月13日

事件：

华鲁恒升公告其控股股东山东华鲁恒升集团有限公司董事会审议通过了关于控股子公司——山东华鲁恒升集团德州热电有限责任公司（以下简称“热电公司”）拟转让生产经营性资产及相关负债的议案。资产转让方案已报上级主管部门办理相关手续。

华鲁恒升生产经营中需要从热电公司采购蒸汽产品，每年的关联交易达到 5 亿元左右，公司认为热电公司转让资产将给公司生产经营带来一定的不确定性，特此公告。本次公告中并没有明确收购方和价格等信息，我们认为由于集团热电主要供应华鲁恒升使用，华鲁恒升上市公司收购集团相关热电资产的可能性很大。

分析和评论：

收购集团热电资产有利于减少关联交易，降低公司的经营波动

华鲁恒升集团德州热电公司现有年发电能力 20 万千瓦，蒸汽供热能力 1300 万 GJ。蒸汽主要供给华鲁恒升的生产装置和德州市西部地区作为民用供热。蒸汽价格经过去年 8 月底上调后为 53.33 元/GJ (约 160 元/吨)。

华鲁恒升的生产装置最初设计中为了降低电力消耗，大量设备采用蒸汽驱动，蒸汽成本占比较大，带来每年 5 亿多的关联交易。去年因为煤价压力，集团蒸汽价格连续上调还受到了市场的质疑，我们认为上市公司如果能够收购集团的关联资产，有利于改善治理，同时从经营上来讲，能够降低原材料波动，进一步提升成本竞争力。

随着 2009 年以来煤价的下跌，本身热电厂的蒸汽价格也面临下调，在我们对华鲁恒升的盈利预测中已经考虑了蒸汽价格的下调。以目前的蒸汽价格，我们估计热电资产的全年盈利将达到 1.5~2.0 亿元左右，如果考虑到蒸汽价格应该的下调，我们认为收购后对华鲁恒升的盈利增厚在 8000 万元左右，我们认为收购价格应该在净资产左右，考虑资金成本，对 EPS 增厚在 0.1 元左右。

经营稳健，行业竞争优势，维持“推荐”评级

华鲁恒升本身经营风格比较稳健，煤气化带来的成本优势明显，目前尿素整体价格稳定在 1900 元/吨左右，DMF 开工率也在 80% 以上，价格略有回升至 5200 元/吨，醋酸相对低迷，公司尚未正式投料。

我们认为公司中长期行业竞争优势明显，可能的收购有利于企业长期发展，维持“推荐”。



表 1: 主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E		
主营业务收入	1,807	2,868	3,434	4,323	4,887		(%) — 华鲁恒升 — 上证A股指数 股票代码 600426.CH 当前股价 人民币14.1 日成交量(百万股) - 52周最高价/最低价 人民币38.30/6.40 发行股数(百万股) 496 其中:流通股(百万股) 496 总市值(百万元) 6,945 主要股东(持股比例) 山东华鲁恒升集团有限公司(38.98%)
(+/-)	34%	59%	20%	26%	13%		
主营业务利润	374	595	686	749	877		
(+/-)	47%	59%	15%	9%	17%		
净利润	234	320	417	432	550		
每股盈利(元)	0.71	0.65	0.84	0.87	1.11		
(+/-)	33%	-9%	30%	4%	27%		
市盈率	19.8	21.7	16.6	16.1	12.6		
市净率	4.1	3.5	2.9	2.5	2.2		
EV/EBITDA	12.1	11.9	9.3	8.3	6.8		
净资产收益率	13.6%	16.0%	17.3%	15.7%	17.2%		
ROCE	7.9%	9.3%	11.5%	11.4%	14.2%		
现金分红收益率	0.7%	0.0%	1.4%	1.4%	1.4%		
每股经营现金流(元)	0.7	0.8	1.3	1.6	1.8		
股价/经营现金	21.0	17.1	10.5	8.9	7.8		

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 2: 行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价 2009-3-12	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
					2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国内化肥公司													
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	22.97	14.7	12.0	11.1	3.2	2.8	2.4	8.9	7.3	6.5
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	50.63	22.5	8.9	12.3	12.1	6.3	6.6	14.3	5.2	7.1
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.92	19.6	12.7	11.1	2.4	2.2	1.9	5.7	5.7	5.0
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	14.01	16.6	16.0	12.6	2.9	2.5	2.2	9.5	8.9	7.7
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.16	16.1	14.5	12.4	1.9	1.8	1.6	6.0	5.3	4.9
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	34.14	255.9	11.5	7.7	10.2	5.4	3.2	786.6	268.2	221.9
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	12.5	16.9	18.1	10.8	4.4	3.9	3.1	8.1	6.7	4.4
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.34	10.9	11.7	7.6	1.5	1.4	1.1	9.2	9.8	6.9
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	23.97	30.3	21.4	20.5	14.1	8.5	6.0	14.5	9.9	9.1
平均					44.8	14.1	11.8	5.9	3.9	3.1	95.9	36.3	30.4
中间值					16.9	12.7	11.1	3.2	2.8	2.4	9.2	7.3	6.9
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	12.58	13.9	15.0	13.9	4.3	3.4	2.7	11.2	13.4	9.2
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	37.27	6.2	14.5	11.9	3.6	3.0	2.5	4.4	8.6	6.8
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	11.99	32.5	42.2	26.6	1.9	1.9	1.8	10.5	9.4	8.0
三爱富	600636 CH	CNY	中性	6.21	13.4	20.1	15.6	1.1	1.1	1.0	2.8	3.7	3.1
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	5.59	19.2	23.8	24.3	1.5	1.5	1.4	7.4	7.4	7.4
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.4	293.7	47.1	24.6	1.6	1.6	1.6	16.2	12.5	10.3
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	8.08	19.5	32.1	16.4	1.5	1.4	1.3	8.8	9.6	7.3
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.06	10.7	16.2	13.1	2.8	2.4	2.1	6.3	8.0	7.5
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	14.36	12.3	20.5	14.9	3.2	2.9	2.5	8.2	10.0	7.5
云维股份	600725 CH	CNY	中性	13.53	29.4	32.7	21.7	2.5	2.3	2.1	9.4	8.7	6.9
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	16.5	194.6	92.8	23.9	21.7	4.3	3.7	77.3	27.1	8.4
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.717	59.2	28.2	7.3	6.6	1.3	1.1	33.9	13.6	6.1
平均					58.7	32.1	17.9	4.4	2.2	2.0	16.4	11.0	7.4
中间值					19.3	26.0	16.0	2.6	2.1	1.9	9.1	9.5	7.4

资料来源: Wind, 中金公司研究部



表 3: 国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			2009-3-12	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	97.19	27.77	7.45	6.10	5.45	5.11	3.86	2.46	1.70	13.75	4.96	4.12	3.84	
Agrium	AGU CN	CAD	46.01	14.03	4.44	5.18	5.22	2.35	1.50	1.15	0.96	8.68	3.32	3.75	3.86	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	42.94	9.14	5.47	4.50	4.29	2.83	1.93	1.19	1.03	5.53	3.31	2.72	2.59	
Terra Industry	TRA US	USD	25.9704	11.97	4.46	6.93	8.44	3.75	2.31	1.76	n.a.	3.74	2.17	4.03	6.79	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	124.15	11.39	n.a.	n.a.	n.a.	11.20	n.a.	n.a.	n.a.	9.96	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	1.95	64.81	3.61	3.25	1.82	21.02	3.02	1.41	0.96	12.08	3.04	2.21	1.54	
Yara	YAR NO	NOK	145.75	7.08	3.20	5.75	5.02	2.02	1.41	1.21	1.01	10.42	3.58	6.00	5.28	
K+S	SDF GR	EUR	31.5	n.m.	5.26	4.45	4.37	5.58	3.26	2.18	1.64	12.74	3.46	3.46	3.46	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3210	19.92	4.61	4.82	3.59	5.95	3.86	3.04	2.49	3.37	3.88	4.04	3.03	
平均				20.76	4.81	5.12	4.78	6.65	2.65	1.80	1.40	8.92	3.47	3.79	3.80	
中间值				11.97	4.61	5.18	5.02	4.43	2.31	1.76	1.34	9.32	3.46	4.03	3.84	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	37.45	6.41	10.14	9.78	8.75	1.71	1.67	1.52	1.41	7.19	6.32	6.02	5.80	
BASF AG	BAS GR	EUR	24.25	5.83	6.20	8.70	8.40	1.21	1.20	1.19	1.15	3.31	3.48	4.22	4.10	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	6.67	2.20	2.49	3.24	2.89	0.32	0.32	0.32	0.31	2.60	2.71	2.94	2.86	
平均				4.81	6.28	7.24	6.68	1.08	1.06	1.01	0.96	4.37	4.17	4.39	4.25	
中间值				5.83	6.20	8.70	8.40	1.21	1.20	1.19	1.15	3.31	3.48	4.22	4.10	
有机碱公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2315	8.78	11.58	12.21	10.45	1.23	1.19	1.08	0.98	5.59	6.51	6.52	5.74	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	453	7.63	7.74	9.05	7.90	0.56	0.57	0.55	0.55	3.29	3.48	4.21	4.18	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	42.39	4.48	5.99	6.60	5.78	0.81	0.78	0.73	0.67	2.97	3.59	3.92	3.64	
3M Co.	MMM US	USD	47.63	8.36	9.21	10.19	10.40	2.88	2.78	2.47	2.31	5.92	5.67	6.28	6.52	
平均				7.31	8.63	9.51	8.63	1.37	1.33	1.21	1.13	4.44	4.81	5.23	5.02	
中间值				7.99	8.48	9.62	9.15	1.02	0.98	0.91	0.83	4.44	4.63	5.24	4.96	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	9.465	4.34	5.09	6.71	6.67	0.82	0.76	0.78	0.77	15.16	13.13	13.70	13.81	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4250	9.96	9.54	9.85	9.02	1.27	1.17	1.08	1.00	3.78	4.31	4.07	4.07	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	2.402	1.86	1.79	2.52	1.80	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.29	2.65	2.83	2.61	
Cabot Corp	CBT US	USD	8.99	4.36	7.05	4.03	3.70	0.49	0.42	0.39	n.a.	3.72	4.01	3.22	3.81	
平均				5.13	5.87	5.78	5.30	0.86	0.78	0.75	0.89	6.24	6.03	5.96	6.08	
中间值				4.35	6.07	5.37	5.19	0.82	0.76	0.78	0.89	3.75	4.16	3.65	3.94	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	5.82	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.42	0.88	8.20	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	230	7.14	7.27	9.54	10.40	0.35	0.35	0.35	0.34	5.10	5.60	6.05	6.32	
Sunoco Inc	SUN US	USD	27.91	3.75	4.82	7.95	6.67	1.30	1.06	0.98	0.90	3.15	3.21	4.50	3.81	
Ciba	CIBN VX	CHF	48.3	13.68	22.69	17.94	15.66	0.98	1.16	1.14	1.11	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
平均				8.19	11.59	11.81	10.91	0.76	0.86	2.67	0.78	4.13	4.41	5.27	5.06	
中间值				7.14	7.27	9.54	10.40	0.70	0.97	1.06	0.90	4.13	4.41	5.27	5.06	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 4: 国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	12.2	9.5	13.1	8.6	1.9	2.0	1.8	2.0	6.5	7.6	5.7	5.6
美国大宗化学品	4.6	6.6	11.7	6.1	0.9	0.8	0.7	0.4	3.9	3.9	4.3	3.9
欧洲化工	8.9	7.8	8.1	7.5	1.5	1.4	1.3	1.1	5.8	5.4	5.5	5.1
日本化工	10.8	15.0	12.0	10.3	0.8	0.7	0.7	0.7	4.0	4.7	4.9	4.6
亚太化工	7.5	9.0	10.5	10.5	1.0	1.2	1.1	1.1	11.2	8.0	9.6	10.3
平均	9.2	9.8	10.9	8.6	1.2	1.3	1.1	1.1	6.3	5.8	5.8	5.7
分类别估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
	6.2	11.0	9.8	9.2	0.8	0.8	0.8	0.7	8.1	5.7	7.0	7.4
	9.2	10.8	9.2	8.2	1.3	1.3	1.2	1.1	7.2	7.6	6.3	5.7
	10.3	8.0	11.9	7.5	1.2	1.1	0.9	0.8	4.8	4.2	4.7	4.3
特殊化学品	10.4	10.0	11.7	8.6	1.5	1.6	1.4	1.4	6.0	6.4	5.6	5.5
平均	9.2	9.8	10.9	8.6	1.2	1.3	1.1	1.1	6.3	5.8	5.8	5.7
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
	9.8	11.2	10.9	9.6	1.9	1.8	1.6	1.5	6.7	6.2	6.4	6.2
	8.2	7.9	9.9	7.6	0.7	0.7	0.7	0.6	6.4	4.8	5.7	5.6
	9.6	10.5	14.7	8.7	0.9	1.1	0.9	0.9	5.1	7.7	4.2	3.3
平均	9.2	9.8	10.9	8.6	1.2	1.3	1.1	1.1	6.3	5.8	5.8	5.7

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。