

原材料/化学产品

2009年3月13日



公司研究

公司点评

投资评级：短期-推荐，长期-A

华鲁恒升（600426）：生产经营正在好转，可能收购控股股东热电资产

核心观点

1、公司收购热电公司的可能性较大

近日，公司控股股东山东华鲁恒升集团有限公司召开董事会，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。

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”）是公司母公司的控股子公司。目前热电公司蒸汽为政府定价，价格为53.33元/GJ。

此次热电公司拟转让生产经营性资产及相关负债，公司正在积极争取，将其收购的可能性较大。如收购成功，热电公司将为公司的生产经营产生积极的作用。

（1）降低成本，减少关联交易，完善产业链

目前，公司所用蒸汽全部由热电公司采购，价格依照市场价格。2007年4月9日，公司的蒸汽价格由原来的21.69元/GJ提升到33.33元/GJ。2008年9月1日，公司的蒸汽价格再次提升至53.33元/GJ。2008年上半年采购金额2.6亿元。

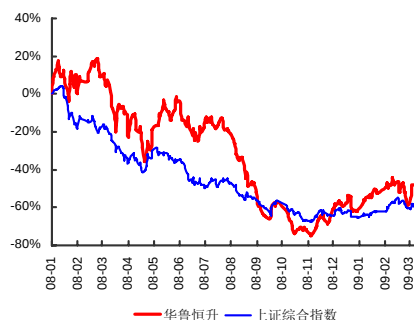
如收购成功，公司可降低生产成本，减少关联交易，完善产业链。

（2）增加部分收益

热电公司年产蒸汽600-700万吨，公司用量约占80%（约400-500万吨）。如收购成功，热电公司将贡献部分收益。

我们暂不能获取热电公司具体的经营信息，同时收购需要经过一系列的市场化程序，完成收购的具体时间也无法预测。因此，我们无法估算此次收购对公司盈利的具体贡献值。

与上证综指走势对比



市场数据

指标	数值
最新股价（元）	14.23
年内最高（元）	32.11
年内最低（元）	6.69

研究员：伍颖

电话：010—84183343

E-mail: wuying@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2、生产经营正在好转

公司主营三大品种：尿素、DMF，以及即将投产的醋酸。

(1) 随着春耕开始，公司尿素销售情况良好，价格上涨至 1800-1900 元/吨。同时主要原料——煤炭价格也在下滑，无烟煤价格在 1000 元/吨，烟煤价格下降到 600 元/吨以下。

(2) 随着三月化工传统旺季开始，公司 DMF 出厂价回升到 5000 元/吨，开工率提升至 100%。

(3) 公司新建项目——醋酸项目进展顺利，预计 3 月底或 4 月初即可投产试车。2.8 万吨/年的醋酐项目预计年中投产。

3、所得税税率优惠提升未来业绩

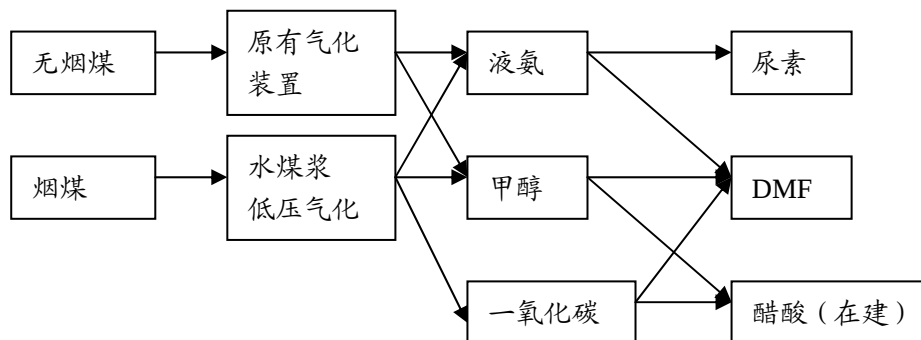
公司已收到山东省科学技术厅、山东省财政厅、山东省国家税务局、山东省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》(编号 GR200837000473)，认定本公司为高新技术企业，认定有效期 3 年。根据《高新技术企业认定管理办法》和《高新技术企业认定管理工作指引》的相关规定，公司将享受 10% 的所得税优惠，即按 15% 的税率缴纳所得税。

预计从 2009 年起，公司连续三年的所得税税率为 15%。

4、给予“短期-推荐，长期-A”的投资评级

公司是煤化工一体化企业，其核心优势在于具有先进的煤化工生产工艺及完整的煤化工产业链，采用价格较低的烟煤做原料，产品具有较好的成本优势。如成功收购热电公司，其将为公司的生产经营产生积极的作用。我们预计，公司 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.82、0.88、1.10 元/股，对应动态市盈率 2008、2009、2010 年分别为 17.3、16.3、13.0 倍，给予“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

图 1 公司煤化工产业链



资料来源：国都证券研究所

表 1 利润预测表

	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入(万元)	286784	337050	334233	383397
减：营业成本(万元)	226042	252689	254988	288478
营业税费营业税金及附加(万元)	1195	1348	1337	1534
销售费用(万元)	9342	10112	10027	11502
管理费用(万元)	4240	6404	6350	7285
财务费用(万元)	4269	12808	10695	10735
资产减值损失(万元)	289			
二、营业利润（亏损以“-”号填列）(万元)	41406	53689	50835	63864
加：营业外收入(万元)	214	200	200	200
减：营业外支出(万元)	171			
其中：非流动资产处置净损失(万元)	114			
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）(万元)	41450	53889	51035	64064
减：所得税(万元)	9421	13203	7655	9610
四、净利润（净亏损以“-”号填列）(万元)	32029	40686	43380	54454
归属于母公司所有者的净利润(万元)	32029	40686	43380	54454
五、每股收益（元/股）	0.65	0.82	0.88	1.10

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员 不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。