



编者按:

齐鲁证券特色研究——“山东板块研究”开张了。自证券市场问世以来，山东上市公司一直以“绩优板块”享誉国内资本市场。山东作为经济强省和证券大省，在中国资本市场上有着自己独特的地位和作用。截至到目前，山东在国内主板上市的股票共有100支（其中，B股6支）。

我们看到，山东资本市场经过十几年的发展，已经形成了一批业绩优良、可持续发展能力强的上市公司群体，既有一批“阳春白雪”的公司，也有“横空出世”的金股和黑马。在资本市场上造纸行业独领风骚的四巨头——晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、华泰股份；经营业绩持续稳定增长的绩优蓝筹——潍柴动力、兖州煤业、济南钢铁、莱钢股份、烟台万华、山东黄金、山推股份、华鲁恒升、张裕A、鲁泰A等；中国股市版的“丑小鸭变白天鹅”也不乏运作相当成功的范例——中国重汽、金岭矿业、银座股份、普洛康裕等通过重组目前都已进入绩优公司的行列。更重要的是，山东上市公司作为一个整体在历史上就是重组并购比较活跃的板块，历来是黑马频出的风水宝地。随着国家产业结构的优化，山东板块将会涌现出更多的“黑马”和“金股”。为此，我们隆重推出“山东板块研究”这个产品，旨在为广大投资者提供一块“投资的乐土”。

我们将本着“专业、客观”的职业态度，以“务实、高效”的研究风格，把“山东板块研究”做成色、香、味俱全的“特色研究大餐”。请相信齐鲁证券研究的水平和实力！

齐鲁证券有限公司研究所
山东板块研究小组

Tel: (8621) 58208334
Fax: (8621) 58318543

春暖花开 面向“山东板块”

——写在“山东板块特色研究”联合调研成果发布之际

清代思想家王国维在《人间词话》中说过：“成大事业，大学问者，必经过的三种境界。第一种境界，‘昨夜西风凋碧树，独上高楼，望尽天涯路’（晏殊）；第二种境界，‘衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴’（柳永）；第三种境界，‘众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在灯火阑珊处。’（辛弃疾）。其实，“山东板块特色研究”的启动，也是基于我们多年来对山东市场的关注和一往情深。几年来，“山东板块情结”一直牵动着我们的心，我们孜孜不倦的追求、义无反顾的耕耘，就是期望早日把“山东板块特色研究”的成果呈现给大家。

随着国际金融危机的蔓延，我国实体经济也受到了影响，09年国内经济形势不容乐观。山东上市公司多属基础行业龙头，在本轮国家刺激内需政策下影响几何？山东九大产业规划的出台将给山东的上市公司带来何种发展机遇？在这种背景下，山东资本市场如何健康发展？“山东板块”的投资机会在哪里？

为此，齐鲁证券研究所近期与山东省发改委、省国资委、山东证监局以及《证券时报》对山东上市公司展开了全面、深入的联合调研。从四月份开始，我们将联合调研的成果在这里陆续发布，敬请各位有识之士关注。（尹萃）

本期将发布联合调研的第三批调研成果——德州篇



2009 年 4 月 23 日 星期四

华鲁恒升

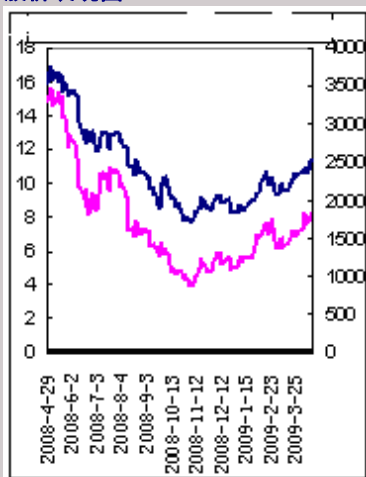
(600426)

谨慎推荐 (维持)
所属行业：化工
行业评级：中性

股本结构

总市值 (亿元)	17.06
流通市值 (亿元)	14.92
总股本 (万股)	23850
流通 A 股 (万股)	20866

股价表现图


 齐鲁证券有限公司研究所
 行业公司部

分析师 孙建新

Tel: (86531) 8128-3787

Fax: (86531) 8128-3791

Email: sunjx@qlzq.com.cn

产业链完备，业绩稳健增长

——华鲁恒升 (000957) 调研简报

报告起因：

2009 年 4 月 21 日，我们对华鲁恒升进行了调研，就客车行业与公司的基本情况与公司高管进行了深入交流。

投资要点：

◆ **公司目前产能与未来的有序扩张保障公司后续发展。**目前公司已经具备了 70 万吨合成氨、100 万吨尿素，32 万吨甲醇，23 万吨 DMF、4 万吨三甲胺产能。09 年将通过技改新增 20 万吨尿素产能，20 万吨醋酸（可扩产至 35 万吨）、3 万吨醋酐项目也将于年中试车投产，此外还将启动节能技术改造、原料气醇炔化节能改造、氨合成能量系统优化等工程，将有力保障公司后续盈利能力。

公司属煤化工龙头，独有的水煤气化技术使公司主要产品毛利率高于同行 10% 左右。成本优势下，公司以销定产，目前，尿素产能开工 100%、DMF80% 以上，均在行业内处领先地位。公司围绕煤气化技术不断延伸产业链的战略符合行业发展趋势。

◆ **公司产品一季度价格坚挺保证其盈利水平。**公司 08 年四季度实现净利润 1868 万元，在四季度计提了 3029 万元的资产减值损失下实现盈利，而化工行业在 08 年四季度普遍出现亏损。公司 09 年逐盈利能力环比逐步提高，尿素的价格 3 月份一度达到 1900 元 / 吨，目前维持在 1830 元 / 吨，考虑到国内无烟煤价格居高不下，估计尿素价格短期难以下跌。DMF 由于下游的开工逐步恢复，出货顺畅，销量大于产量，库存已经回落到正常水平以下。

◆ **尿素是公司发展的基石，DMF09 年有望为公司贡献利润。**目前公司的尿素产品满产满销，实现零库存，价格稳定；目前出厂价格在 1830 元 / 吨左右，预计公司 09 尿素产销量可以达到 110 万吨，目前 DMF 产品处于盈亏平衡状态，但如果下半年经济形势好转，DMF 也将为公司贡献一定的利润。

◆ **收购热电厂以降低成本为 09 年业绩提供重要支持。**德州热电厂的收购完成将较大幅度的提高公司的盈利，并稳定公司未来的业绩表现。四季度以来动力煤价格大幅下跌，公司动力煤到厂价由 700 多元 / 吨下降至 400 多元 / 吨，导致蒸汽成本大幅下降，目前蒸汽完全成本约 110~120 元 / 吨（原定价 160 元 / 吨），年蒸汽用量采购量约 400 万吨。收购集团热电资产后，可降低成本 1 亿元左右。





◆ **公司将受益于国家政策对农业与化工产业支持。**国家对农业的支持（18 亿亩耕地红线、淡旺季差别关税、1200 亿农业各种补贴、提高粮食最低收购价、5 次粮食收储等）、氮肥价格市场化以及 09 年化肥生产优惠措施不变等保障了尿素需求；4 月 1 日下游行业出口退税的提高（纤维、纺织 16%、PU 革 13%等）将间接提高 DMF 需求，有利于盈利向上；石化行业振兴规划，对化肥产业、煤化工产业的调整将会有利于公司；此外，《山东省化学工业调整振兴规划》中，公司作为区域龙头可能受益。

◆ **高新技术企业所得税优惠 09 年将到位。**公司已经获得高新技术企业认证，但 08 年由于地方财政压力，并未实际享受 15% 的所得税优惠，此政策在 09 年将会落实。

◆ **具备一定估值优势，维持谨慎推荐投资评级。**公司为国内煤化工产业龙头，受到国家对农业和化肥产业的大力扶持，DMF、醋酸市场 09 年将会转暖，我们预计公司 09、10 年的每股收益为 0.81、1.09 元，维持谨慎推荐评级。

盈利预测及估值简表

指标	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入（百万元）	2868	3444	3710	4210
增长率（%）	58	20	6	13
净利润（百万元）	325	377	391	527
增长率（%）	39	16	4	26
EPS（元/股）	0.66	0.76	0.81	1.09

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791