

华鲁恒升(600426.sh)

醋酸、醋酐项目导致公司兼具防御性与高业绩弹性

曹新 化工行业 研究员

电话: 021-68818805

 eMail: CX2@gf.com.cn

吕丙凤 化工行业研究助理

电话: 020-87555888-698

 eMail: lbf2@gf.com.cn

收购上游热电资产大幅提升盈利能力

公司中间产品合成氨与甲醇、终端产品尿素、三甲胺、DMF、醋酸、酸酐(正在建设)都大量消耗蒸汽,蒸汽是公司生产成本重要组成部分。因此,本次收购上游热电资产对公司意义重大,不仅减少了关联交易,关键是完善了上下游产业链,增强了公司未来抵御上游煤炭原材料价格波动的能力。如果 2009 年一季度公司不收购热电资产,公司仍按 160 元/吨的价格外购蒸汽,则公司 2009 年 EPS 前后相差约 0.36 元/股。

醋酸、醋酐项目投产导致公司未来兼具防御性与高业绩弹性

以前,公司为煤头尿素企业,由于洁净煤气化技术带来的成本优势,公司是一个非常好的防御品种。2009 年醋酸、醋酐项目投产后:一方面,如果下游地产、汽车、纺织、出口需求恢复带动醋酸、醋酐价格上涨或者油价上涨导致甲醇成本上升进而推动醋酸、醋酐价格上涨,公司业绩向上弹性非常大;另一方面,公司醋酸、醋酐成本远远低于行业平均水平。如果下游需求不景气导致产品价格跌至行业平均线以下,在其它企业发生亏损时公司仍可以保持盈利。价格长期低于行业平均水平为不合理现象,不具有持续性,产品价格必将跟随供需调整而自动调整。因此,在下游需求不景气时,公司具有较好的防御属性。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.22 元、1.37 元。按照目前股价 16.57 元计算,对应的动态市盈率分别为 18.2 倍、13.6 倍和 12.1 倍。目前,化肥板块大家都给予 15 倍市盈率。但由于公司兼具防御性与高业绩弹性双重属性,可以给予 18 倍市盈率,1 年内目标价 16.38 元,给予“持有”评级,可以逢低介入。

风险提示

- 1、煤炭价格上涨导致蒸汽成本上升的风险;
- 2、醋酸、醋酐下游需求恢复进程低于预期的风险;
- 3、醋酐项目不能按时投产的风险。

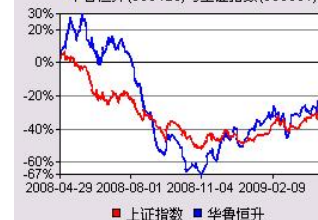
公司评级

持有

当前价格(元)	16.57
目标价格(元)	16.38
前次评级	无评级

股价走势

华鲁恒升(600426)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.18%	29.86%	-19.17%
上证综指	1.14%	20.64%	-31.84%

股票数据

总股本(万股)	49,575.00
流通 A 股(万股)	49,575.00
主要股东:	
山东华鲁恒升集团有限公司	
主要股东持股比例	38.98%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	15.81%
ROA	7.23%
资产负债率	54.30%
每股净资产(元)	4.81

2008 年报数据。

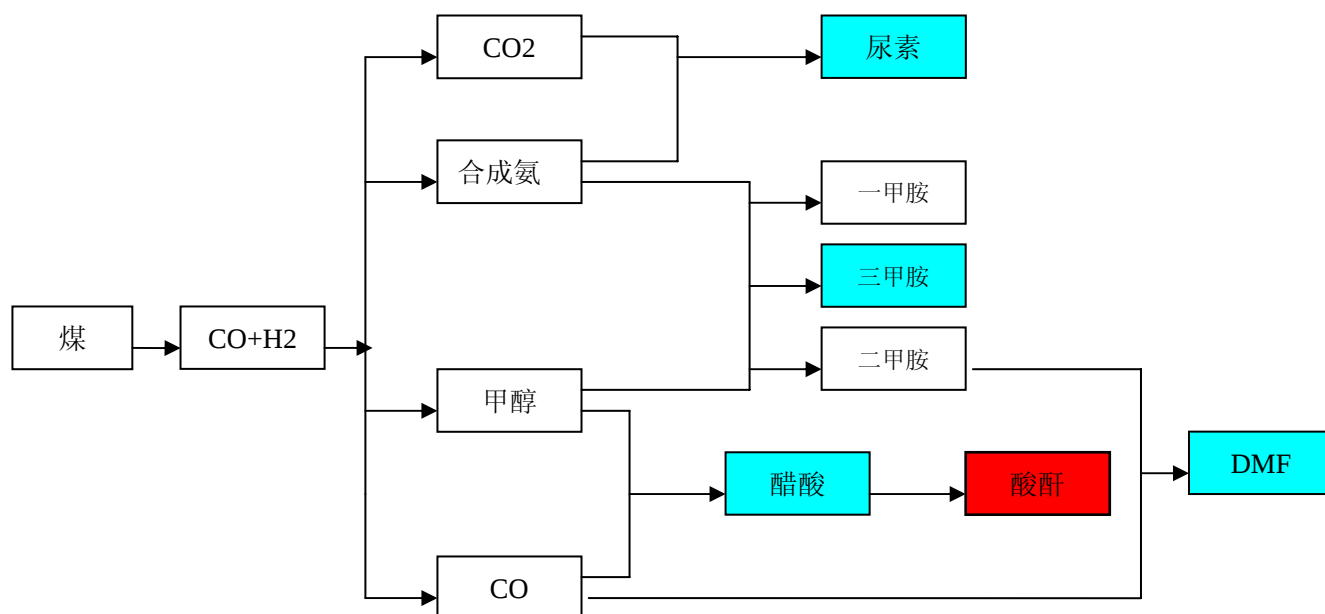
一、事件

4月26日我们与公司高管进行了深入交流，主要对刚收购的热电资产、刚投产的20万吨醋酸项目及即将投产的2.8万吨醋酐项目进行深入了解，并亲自参观了施工现场。

二、收购上游热电资产大幅提升盈利能力

公司是以水煤浆气化技术为基础，以合成氨、甲醇、CO、CO₂等为中间产品，以尿素、DMF、三甲胺为终端产品的典型“碳一化工”生产企业。目前，依靠低成本优势，公司已将煤化工产业链延伸至下游附加值较高的醋酸、酸酐产品，且公司正在积极研发、储备其它煤化工项目，力争将煤化工产业链做大做强。

图1：公司煤化工产业链一览



数据来源：广发证券发展研究中心整理

其中，中间产品合成氨与甲醇、终端产品尿素、三甲胺、DMF、醋酸、酸酐（正在建设）都大量消耗蒸汽，蒸汽是公司生产成本的重要组成部分（参见表1）。

表1：近三年公司外购蒸汽成本

	外购蒸汽量（万吨）	蒸汽价格（元/吨）	蒸汽成本（亿元）
2006	266	100	2.66
2007	444	100	4.44
2008	561	1Q-3Q为100，4Q为160；	5.51

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2009年1季度公司以6415.77万元收购了集团控股的德州热电公司的经营性资产及相应负债，从二季度开始进入合并报表。此次收购不仅减少了关联交易，关键是完善了上下游产业链，增强了公司未来在煤炭价格上涨时抵御上游原材料价格波动的能力。如果2009年一季度公司不收购热电资产，公司仍按160元/吨的价格外购蒸汽，则公司2009年EPS前后相差约0.36元/股。

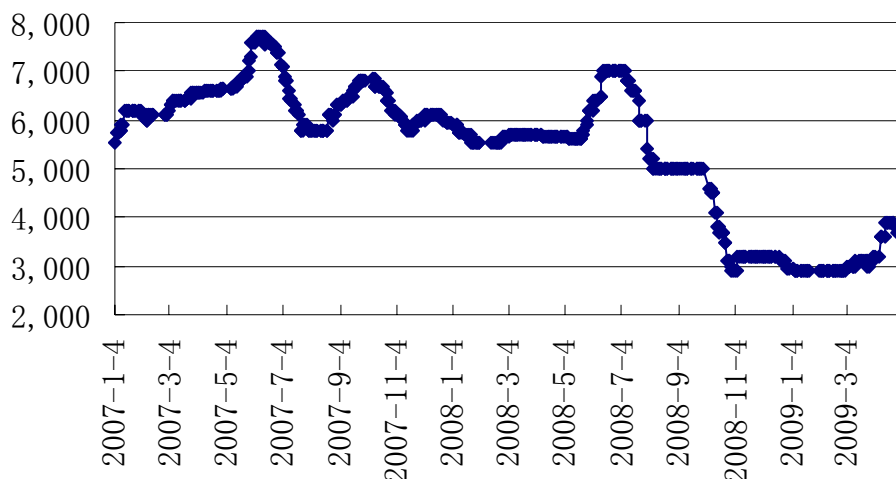
因此，本次收购上游热电资产对公司意义重大，增强了公司未来抵御上游煤炭原材料价格波动的能力，进而提升了产品盈利能力。

三、醋酸、醋酐投产导致公司未来兼具防御性与高业绩弹性

在没有成熟经验可以借鉴的条件下，2009年3月，公司20万吨醋酸募集项目实现了当月一次开车成功、当月达到设计负荷、当月盈利“三个第一”，这在国内外非常少见，足见公司的研发实力与执行能力。

由于国外BP、塞拉尼斯醋酸装置停车导致供给量减少，公司20万吨醋酸项目投产时机非常恰当，恰逢醋酸涨价。目前，公司醋酸出厂价格约为3700-3800元/吨，制造成本约为2400元/吨，吨毛利高达760元/吨，吨毛利率高约24%，醋酸盈利能力非常强，将显著增厚公司2009年业绩。这主要基于以下两点原因：一是公司采用水煤浆气化技术生产甲醇，甲醇制造成本不到2000元/吨，而市场上大部分企业采用老生产工艺，甲醇成本均在2000元/吨之上。二是一吨醋酸约消耗0.51吨C0。依靠洁净煤气化技术，目前公司C0成本仅为960元/吨，而江苏索普等外购焦炭企业的C0成本高达1600元之上。据不完全统计，外购焦炭生产C0企业的醋酸生产成本都在3000元/吨以上，个别高达3400-3500元/吨。因此，我们认为未来公司醋酸的竞争力非常强，尤其是目前下游行业需求低迷之时。当前，醋酸价格已处于历史最低位，受行业平均成本支撑及国外限产影响，醋酸价格再次大幅下跌可能性较小，全年含税均价3700元/吨。

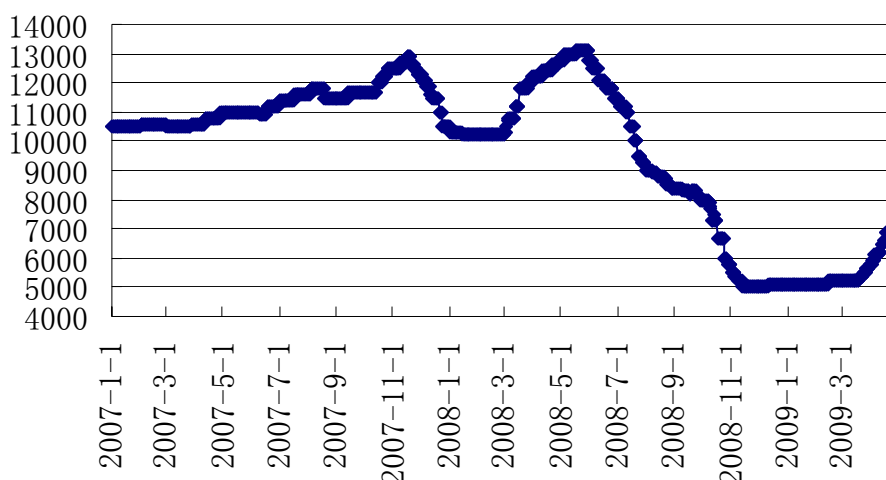
图2：近3年山东地区醋酸出厂价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

煤化工产业链越靠近下游，产品附加值越高。公司10万吨醋酐项目一期2.8万吨醋酐项目将在2009年6月底投产，采用甲醇羰基合成工艺，与乙烯乙醛氧化工艺、乙醇乙醛氧化工艺相比成本较低。即使与采用甲醇羰基合成工艺的同类型企业相比，由于公司醋酸成本较低，公司醋酐生产成本也较低，不到4000元/吨，未来公司醋酐产品非常具有竞争力，这主要归功于公司洁净煤气化技术及产业链一体化带来的成本优势。当前，受甲醇、醋酸成本推动，国内醋酐含税市场价约为6800元/吨，由于下游需求相对稳定，后期醋酐价格走势关键看成本，预计全年含税出厂均价6000元/吨。

图3：近3年国内醋酐市场价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

以前，公司为煤头尿素企业，由于洁净煤气化技术带来的成本优势，公司是一个非常好的防御品种。2009年醋酸、醋酐项目投产后：一方面，如果下游地产、汽车、纺织、出口需求恢复带动醋酸、醋酐价格上涨或者油价上涨导致甲醇成本上升进而推动醋酸、醋酐价格上涨，公司业绩向上弹性非常大；另一方面，公司醋酸、醋酐成本远远低于行业平均水平。如果下游需求不景气导致醋酸、醋酐产品价格跌至行业平均线以下，在其它企业亏损时公司仍可以保持盈利。价格长期低于行业平均水平为不合理现象，不具有持续性，产品价格必将跟随供需调整而自动调整。因此，在下游需求不景气时，公司具有较好的防御属性。

醋酸、醋酐项目投产导致公司未来兼具防御性与高业绩弹性双重属性，公司不再是一个单纯的尿素企业，而是一个煤化工产业链一体化的优质公司。

四、盈利预测与投资评级

盈利假设如下：

- 1、假设2009-2011年公司尿素全年出厂均价分别为1790元/吨、1800元/吨、1800元/吨；尿素销量分别为110吨、115吨、125吨。
- 2、由于目前DMF出厂价在5100-5200元/吨附近维持达4个月之久，

只要下游纺织、出口略微好转，DMF价格向上反弹可能性较大，因此我们假设2009年公司DMF全年含税出厂均价为5500元/吨；假设2010-2011年公司DMF全年含税出厂均价分别为6000元/吨、6000元/吨；2009-2011年DMF销量分别为21万吨、21万吨、21万吨。

3、假设2009-2011年公司三甲胺全年含税出厂均价分别为6000元/吨、6100元/吨、6300元/吨；销量分别为5万吨、5万吨、5万吨。

4、假设2009-2011年公司醋酸全年含税出厂均价分别为3700元/吨、3900元/吨、4000元/吨；销量分别为17万吨、18万吨、20万吨。

5、假设2009-2011年公司醋酐全年含税出厂均价分别为6000元/吨、6200元/吨、6500元/吨；销量分别为1万吨、2.8万吨、3.0万吨。

6、暂不考虑蒸汽成本上调对公司产品成本的影响。

表 2: 公司盈利预测 (百万元、元/股)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3443.66	3801.48	4155.98	4446.58
营业成本	2682.39	2936.57	3108.50	3309.60
营业税金及附加	12.39	14.45	16.21	17.79
营业费用	94.51	106.44	116.37	124.50
管理费用	56.60	62.72	68.57	73.37
财务费用	124.60	150.00	130.00	120.00
资产减值损失	27.41	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	445.76	528.29	713.33	798.32
营业外收入	5.13	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.44	1.70	1.70	1.70
利润总额	450.45	528.59	713.63	798.62
所得税	73.55	79.29	107.04	119.79
净利润	376.90	449.30	606.59	678.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	376.90	449.30	606.59	678.83
EPS (元)	0.76	0.91	1.22	1.37

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预测公司2009-2011年的EPS分别为0.91元、1.22元、1.37元。按照目前股价16.57元计算，对应的动态市盈率分别为18.2倍、13.6倍和12.1倍。目前，化肥板块大家都给予15倍市盈率。但由于公司醋酸、醋酐项目业绩向上弹性较大，且即使下游需求不景气导致其它企业发生亏损时，由于成本优势公司醋酸、醋酐发生亏损的可能性较小，而一个产品长期处于亏损状态为不合理状态，是不可持续的。因此，我们认为醋酸、醋酐项目投产后，公司兼具防御性与高业绩弹性双重属性，可以给予18倍市盈率，1年内目标价16.38元，给予“持有”评级，可以逢低介入。

五、风险提示

- 1、煤炭价格上涨导致蒸汽成本上升的风险；
- 2、醋酸、醋酐下游需求恢复进程低于预期的风险；
- 3、醋酐项目不能按时投产的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

华鲁恒升(600426)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。