

华鲁恒升(600426) 2009-8-18



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

以技术优势对抗行业低迷的煤化工龙头

投资要点:

- 技术优势明显。**公司利用国产化多喷嘴水煤浆气化技术成功建成了第一套工业化装置,实现了烟煤对无烟煤的替代。新工艺使合成氨生产成本降低20%以上,与同行业传统煤头尿素相比,公司成本优势维持在200元/吨左右。目前公司以水煤浆气化为核心的上游环节仍然是行业内的成本洼地。
- 产业链完整,具备抗周期优势。**公司通过煤化工多联产系统将煤炭转化技术通过优化耦合集成在一起,以同时获得多种高附加值的化工产品。多联产实现了煤炭资源价值的梯级利用,达到了煤炭资源价值利用效率和经济效益的最大化,满足了煤炭资源利用的环境最友好,同时也实现了循环经济。公司能过多联产工艺,生产甲醇、混合胺、尿素、DMF、醋酸等形成煤化工产业链条的多个分支链条,使得公司具有较强的抗周期性。
- 收购集团公司热电资产,产品毛利率大幅上升。**公司在今年4月份收购了母公司山东华鲁恒升集团有限公司控股的热电资产,减少关联交易的同时使蒸汽成本内部化。此次收购将大幅提升公司三大主营产品尿素、DMF和三甲胺的毛利率。
- 醋酸项目进展顺利,打开未来发展空间。**在行业普遍以扩大产能应对危机的情况下,公司采取完善产业链、进一步提升技术优势的策略来保证盈利。公司新建的20万吨醋酸经过前期的单机试车和联动试车,已经于09年4月初打通流程,取得投料一次成功。试车成功充分说明了公司已经掌握羰基化反应的诀窍,为将来公司产业链向醋酐和乙二醇的延伸打下坚实基础。
- 盈利预测与评级。**我们预计公司09、10年的EPS为0.9、1.13,对应的PE分别为18.85、14.95

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3444	5020	6010	7050
收入同比(%)	20%	46%	20%	17%
归属母公司净利润	377	444	559	730
净利润同比(%)	16%	18%	26%	31%
毛利率(%)	22.1%	18.1%	18.3%	18.9%
ROE(%)	15.8%	16.0%	16.8%	18.0%
每股收益(元)	0.76	0.90	1.13	1.47
P/E	22.19	18.85	14.95	11.45
P/B	3.51	3.01	2.51	2.06
EV/EBITDA	12	12	10	8

评级: 增持(首次)

当前价格: 16.87 元

2009.8.18

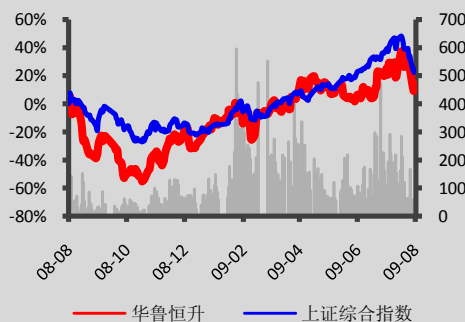
基础数据

总市值(亿元)	82.33
每股净资产(元)	4.81
总股本/流通A股(百万股)	496/496
净资产收益率(%)	17.19
流通市值(亿元)	82.33

交易数据

52周内股价区间(元)	6.36-21.06
静态市盈率(倍)	22.19
动态市盈率(倍)	18.85
市净率(倍)	3.27

52周内股价走势图



行业研究员 杜志强

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

相关研究报告:

- 《2009 下半年投资策略:强者恒强,关注通胀预期下的资源类龙头》;
- 《华昌化工:主营稳定提升业绩,区位优势保证销量》;
- 《澳洋科技:产品价格上涨利好有限,业绩增长还看下游需求》;

目 录

目 录	2
一、 公司简介	3
1.1 公司简介	3
1.2 股权结构	3
1.3 经营业务	4
1.4 出色的抗周期性	4
二、 公司经营及未来业绩增长点	5
2.1 煤化工多联产，平滑周期性波动	5
2.2 尿素：技术优势基础上进行产能扩张	6
2.3 全球规模最大、成本最低的 DMF 供应商	7
2.4 醋酸及其产业链延伸带来业绩持续增长	8
2.5 乙二醇是继醋酸之后的潜在盈利增长点	9
三、 公司竞争优势	9
3.1 技术优势	9
3.2 品牌优势	10
3.3 抗周期性优势	10
四、 盈利预测及评级	10

一、公司简介

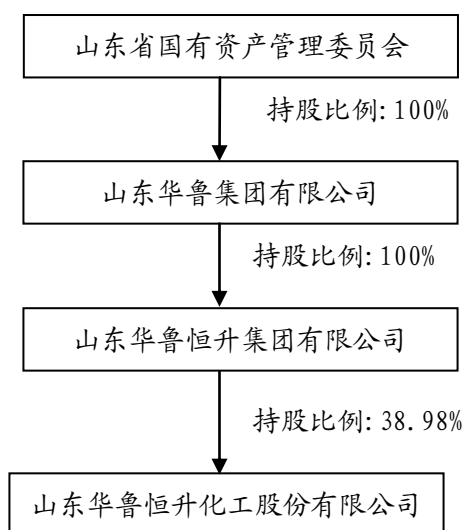
1.1 公司简介

山东华鲁恒升化工股份有限公司是以山东华鲁恒升集团有限公司作为主发起人，联合其他几家山东大型国有企业共同发起，2000年实现股份制改制，2002年6月在上交所上市。当时公司主要营业业务为尿素的生产与销售，目前公司已成功转型为国内具有竞争力的大型煤化工企业及一流的煤化工基地。

1.2 股权结构

公司控股股东为山东华鲁恒升集团有限公司，持有 38.98 的股权，其最终控股股东为山东省国有资产管理委员会（见图表 1）。

图表 1: 股权结构图



资料来源: 公司年报

公司在 2002 年 6 月 20 日上市，总股本 16,700 万股，后经多次转送股，目前总股本为 49,575 万股，已实现全流通。公司第一大股东为山东华鲁恒升集团公司，其持有 19,322 万股，占总股本的 38.98%。

图表 2: 前十大股东

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
山东华鲁恒升集团有限公司	19,322	38.98
中化化肥有限公司	2,250	4.54
易方达价值成长混合型证券投资基金	1,401	2.83
富兰克林国海弹性市值股票型证券投资基金	1,051	2.12
南方成份精选股票型证券投资基金	949	1.91
易方达积极成长证券投资基金	851	1.72
上投摩根内需动力股票型证券投资基金	781	1.58

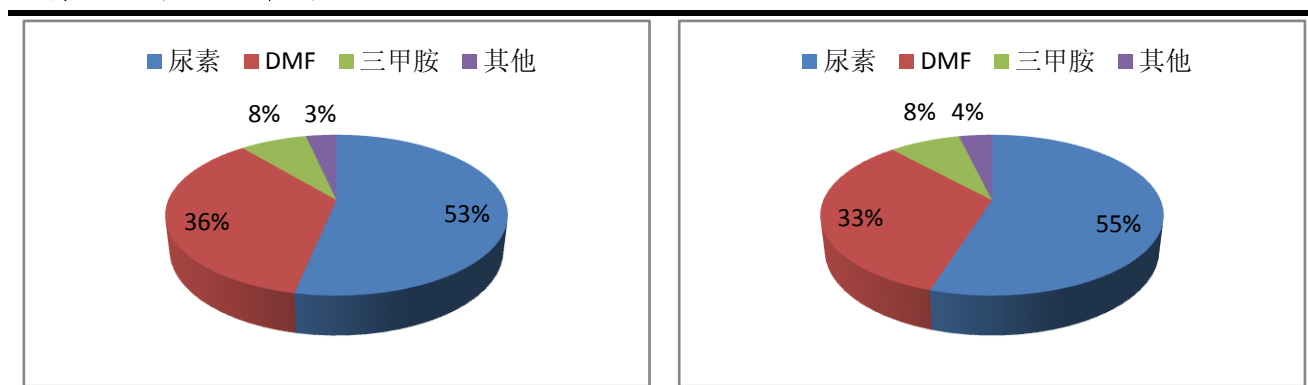
易方达价值精选股票型证券投资基金	680	1.37
招商先锋证券投资基金	537	1.08
广发大盘成长混合型证券投资基金	505	1.02

资料来源:公司公告(截止2009年3月31日)

1.3 经营业务

公司属于化工行业,主要从事化学肥料、醇类、醛类、树脂、胺类、羰基化合物的生产、销售,主要产品为尿素、DMF、有机胺、甲醛等,其中尿素和DMF占主营业务收入将近90%左右。

图表3: 公司07、08年主营收入占比



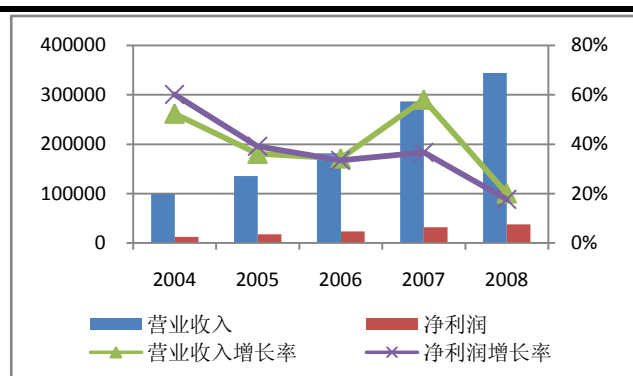
数据来源: 公司报告, 爱建证券研究部

1.4 出色的抗周期性

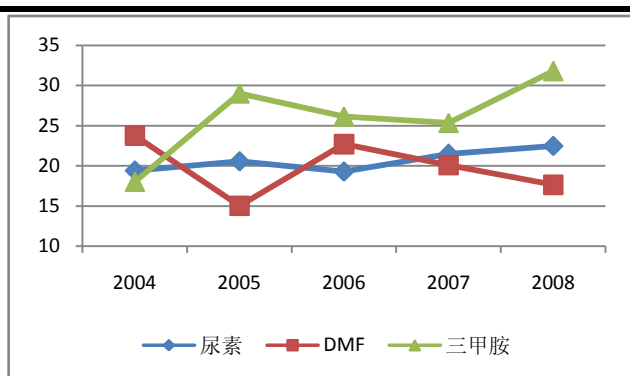
目前公司已经具备了70万吨合成氨、100万吨尿素,32万吨甲醇,23万吨DMF、4万吨三甲胺产能。09年将通过技改新增40万吨尿素产能,届时产能将达到140万吨,处于行业前5位,规模优势明显。另有20万吨醋酸项目今年4月份顺利投产,此外还将启动节能技术改造、原料气醇烃化节能改造、氨合成能量系统优化等工程,将有力保障公司后续盈利能力。公司属煤化工龙头,独有的水煤气化技术使公司主要产品毛利率保持在20%左右,处于行业较高水平。

公司从2004年以来,连续保持高速增长,主营收入和净利润增速均维持在30%以上,只是在08年受金融危机影响,出现下滑,但增长仍维持在20%以上,高于行业平均水平,说明公司通过技术进步和管理水平的提升,盈利能力在行业内处于领先地位,具备出色的抗周期特性。

图表 4: 近 5 年公司主营收入及净利润增长



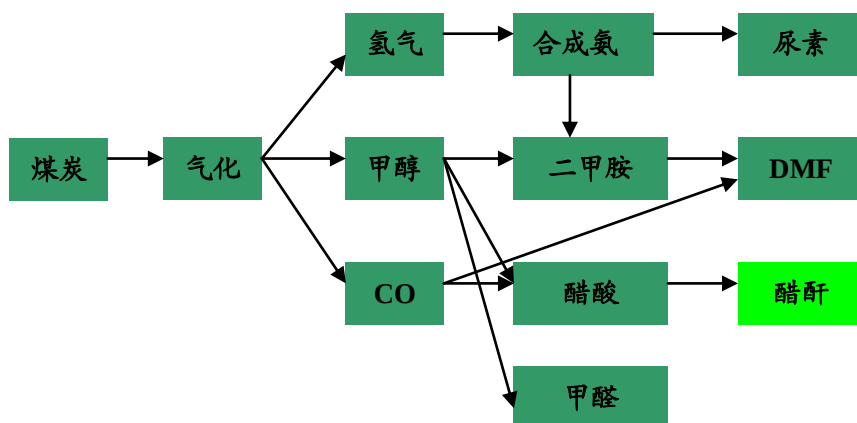
图表 5: 主要产品近 5 年毛利率



数据来源: 公司报告, 爱建证券研究部

目前公司的业务主要为化肥(尿素)和新型煤化工业务两大块, 并且根据公司的发展战略, 未来新型煤化工是公司重点发展的业务领域。公司的产业链条如下图所示。

图表 6: 华鲁恒升煤化工产业链(浅绿色为在建项目)



资料来源: 爱建证券研究部

二、公司经营及未来业绩增长点

2.1 煤化工多联产, 平滑周期性波动

目前公司营业收入的几乎 90%来自于尿素和 DMF 产品, 而对于尿素行业, 目前产能已显过剩, 价格已经处于底部。未来尿素将在经济回暖的拉动下缓慢回升。在国家政策的导向下, 整个行业的去产能化将逐步拉开序幕, 有技术、资源以及规模优势的企业将占领行业整合的制高点。公司凭借独有的技术优势, 能够保证上下游产业链中各产品的毛利率在同行业中处于前列, 成长性非常明确。随着公司 DMF 规模扩大及醋酸项目的投产, 公司氮肥业务的比重将逐渐下降, 公司无论生产 DMF 还是醋酸系列产品, 均有明显的成本优势, 同时公司凭借

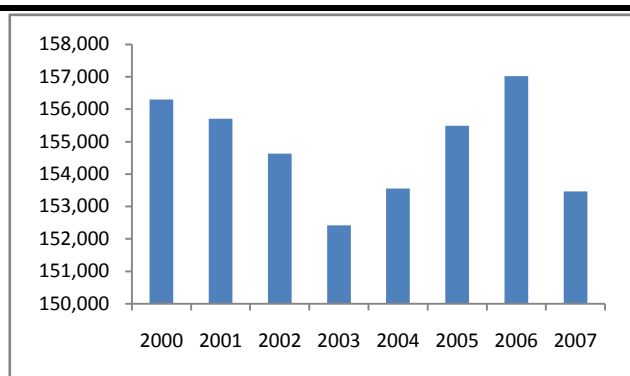
多联产的优势，公司未来可以通过氨、尿素、甲胺、DMF、甲醇、醋酸及其下游产品、乙二醇等调节产品结构，平滑公司营运周期，因此，即使考虑尿素处于产能严重过剩的周期底部，公司未来的成长性还是非常明确的。

2.2 尿素：技术优势基础上进行产能扩张

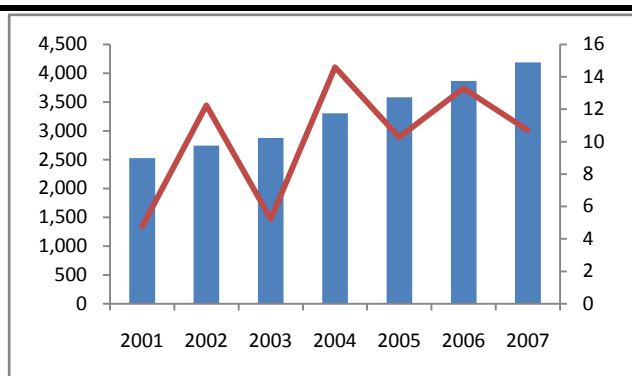
尿素产业由于以煤或天然气为原料，成为了一些有资源优势地区的首要发展重点。据中国石油和化学工业协会分析报告显示，今年以来化肥产业投资激增。其中一季度化肥行业投资同比增长 55.1%，加快 37 个百分点；新开工项目 230 个，同比增长 60.8%。具体来说，宏达股份将投资 9.6 亿建年产 20 万吨合成氨、30 万吨尿素、30 万吨复合肥项目。泸天化也宣布在宁夏投资年产 40 万吨合成氨、70 万吨尿素，联产 20 万吨甲醇项目，项目总投资额为 41.7 亿。此外，鲁西化工近期也表示，将投资 48.5 亿新建 5 项目，其中要新建 30 万吨尿素。继 2007 年全国新增尿素产能 327 万吨，2008 年又新增尿素产能 285 万吨，到 2008 年底尿素产能已达 5857 万吨(实物量)，09 年产能将达 6000 万—6300 万吨，到 2011 年有望达到 7000 万吨。

产能大幅增长的同时，近几年农用消费却一直增长乏力。城镇化的推进使国内粮食种植面积难以持续增长，再加上受粮价等多种因素制约，我们认为未来几年的种粮面积仍难有较大增长。

图表 7：农作物种植面积：千公顷



图表 8：氮肥产量(万吨)及同比

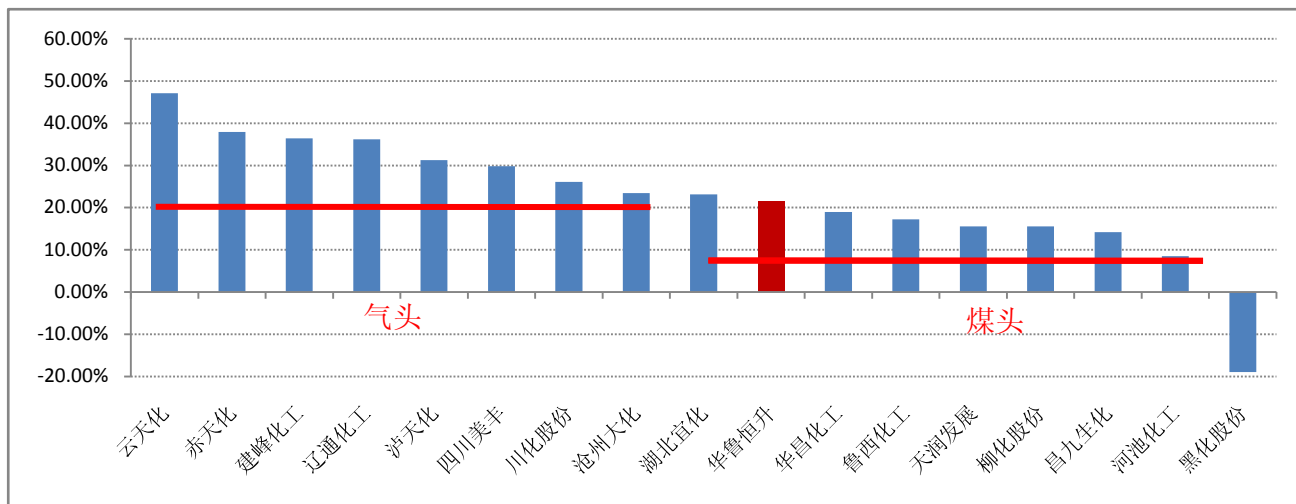


数据来源：爱建证券研究部

供需矛盾的显现使 4 月份以来尿素市场发生了大逆转。即使在传统的用肥旺季，价格也处于持续下跌状态。目前尿素主流出厂报价为 1600~1700 元/吨，实际成交价已跌破了 1600 元大关。而价格下滑还只是一个方面，更重要的是市场需求意愿相当的低，呈现旺季不旺，淡季更淡的状况。

国际尿素的价格显现一定回暖态势，波罗的海小颗粒报价从前期 230 美元/吨左右反弹至目前的 255 美元/吨，在现有淡季关税下，尿素出口将会逐步增加，一定程度上可以缓解国内供需矛盾。

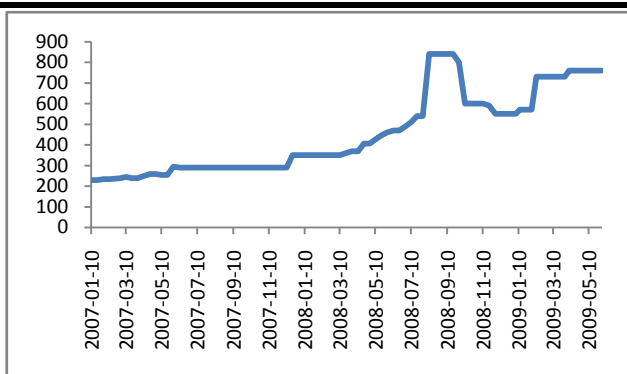
图表 9：国内尿素企业毛利率比较



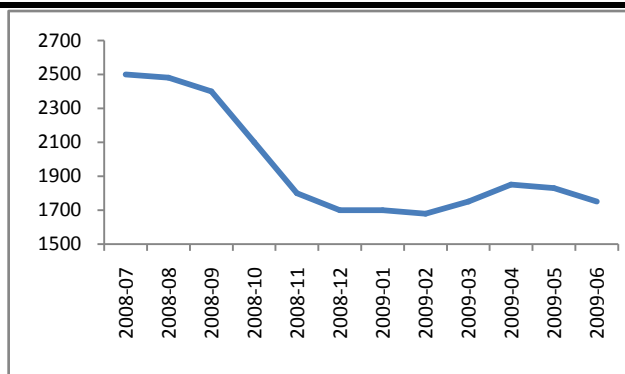
数据来源：公司年报，爱建证券研究部

另外值得关注的一点是，国内尿素行业中 60%以上属于煤头企业，煤头企业的用煤成本一般占生产成本的 40%以上，尿素的价格很大程度上取决于煤价的成本支撑。目前我国无烟煤价格在 800 元/吨左右，依然处于较高的位置，有一定下跌空间。我们预计 09 年尿素整体价格将低于 08 年水平，全年平均价格应在 1600-1900 元左右，价格走势将比较平稳。

图表 10：国内无烟煤价格：元/吨



图表 11：国内尿素价格：元/吨



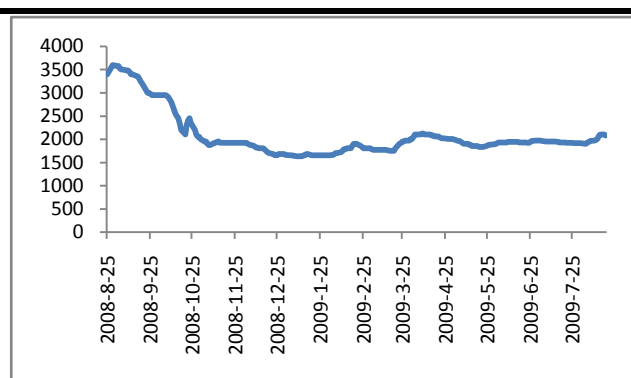
数据来源：爱建证券研究部

2.3 全球规模最大、成本最低的 DMF 供应商

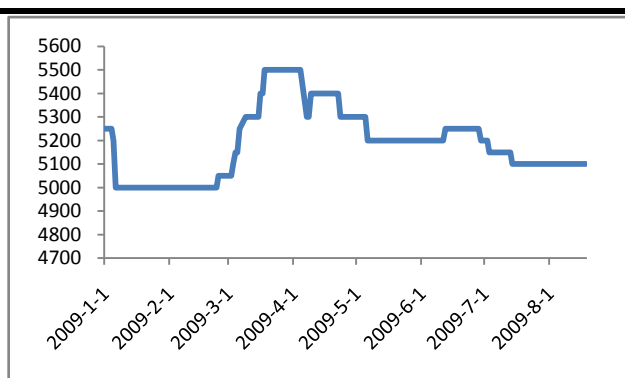
公司原有 DMF 产能 15 万吨，经过 8 改 15，目前 DMF 产能过到 23 万吨，高于目前国内第二大 DMF 制造企业江山化工。目前两家企业的

国内占有率达到 65%左右，全球市场份额也将近 50%。华鲁恒升和江山化工通过联合定价，基本平衡了 DMF 产品的价格，公司目前的产品毛利率维持在 20%左右。另外，公司拥有国内最完整的煤化工产业链，通过水煤浆气化技术平台能够生产低成本甲醇和 DMF。公司通过 DMF 产能扩张，一方面可以利用出口来消化新增产能，发挥目前的低成本优势，压制国际厂商；另一方面可以阻止国内竞争对手扩建以及新进入者；三是规模的扩大，未来国内国际的定价能力进一步增加，可以通过控制产能来稳定市场，增强公司驾驭市场的能力。

图表 12: 国内甲醇价格: 元/吨



图表 13: 国内 DMF 价格: 元/吨



数据来源: 爱建证券研究部

2.4 醋酸及其产业链延伸带来业绩持续增长

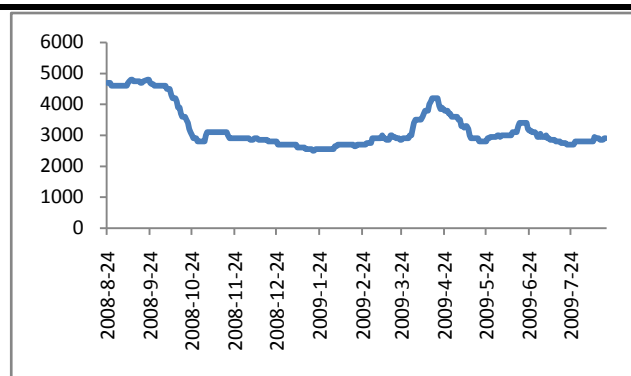
公司历时 2 年半的 20 万吨醋酸项目已于今年 4 月份开车成功，以目前的产能估计，年产将达到 25 万吨，吨成本在 2500 元左右。另外，公司将于明年启动 60 万吨醋酸项目，并于 2013 年投产。醋酸项目也是甲醇的下游产业链，包括甲醇和一氧化碳等主要原料完全自供，考虑到公司水煤浆技术的成本优势，我们认为公司未来的盈利能力将非常可观。

由于技术、产业链、规模等壁垒，未来国内醋酸行业格局将演变为少数企业占主导的寡头竞争。公司在建和筹建的项目达产后，将成为国内乃至亚太地区占主导地位的醋酸生产商。凭借规模效应加上成本优势，公司将在未来的行业竞争中占有有利位置。

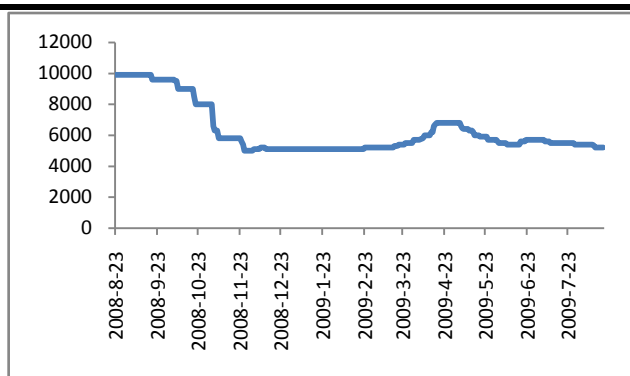
公司目前也基本掌握了羟基合成法直接生产醋酐的技术（目前国内只有丹化科技一家企业拥有此技术），醋酐的合成路线是“醋酸+甲醇→醋酸甲酯”、“醋酸甲酯+CO→醋酐”，醋酸、甲醇、CO 均是公司产业链的主要产品，从链条上看，公司醋酸产业链雏形初具。

公司将在建设 20 万吨醋酸装置的同时建设 10 万吨的醋酐项目，一期 3 万吨预计今年 9 月达产，由于羟基合成醋酐的成本和醋酸的成本接近，因此盈利能力将显著高于醋酸。

图表 14: 国内醋酸价格: 元/吨



图表 15: 国内醋酐价格: 元/吨



数据来源: 爱建证券研究部

2.5 乙二醇是继醋酸之后的潜在盈利增长点

乙二醇是一种重要的石油化工基础有机原料。在我国，乙二醇主要用于生产聚酯产品、防冻剂、不饱和聚酯树脂、润滑剂、增塑剂、非离子表面活性剂以及炸药等，此外还可用于涂料、照像显影液、刹车液以及油墨等行业，用途十分广泛。目前世界各国主要采用石油路线来生产乙二醇，三分之一的市场需求在中国。

公司在掌握煤气化和高纯一氧化碳分离等关键技术后，目前正在研讨其他合成气直接和羟基合成等新技术。目前国内只有丹化科技掌握了煤制乙二醇的技术，并将在 9 月份工业化投产。公司也正在这方面进行积极的技术储备。乙二醇产品可能成为公司下一个突破口，将成为继醋酸之后的潜在盈利增长点。

三、公司竞争优势

3.1 技术优势

公司利用国产化多喷嘴水煤浆气化技术成功建成了第一套工业化装置，成功实现了烟煤对无烟煤的替代，新工艺合成氨生产成本降低 20% 以上。目前公司以水煤浆气化为核心的上游环节仍在持续地创造行业成本洼地，公司借此在产业链延伸的各产品上都具有低成本优势。

3.2 品牌优势

公司是我国较早，规模比较大的化肥生产企业，后经多次扩产及调整产品结构，转变经营思路，目前成为我国新型煤化工龙头企业。分产品来看，全球规模最大的 DMF 生产企业，DMF 国内市场占有率排名国内同行之首，具有广泛的品牌认知度。公司“友谊”牌尿素在业内也具有很高的品牌知名度，“友谊”牌尿素曾获中国名牌产品及中国化肥行业十大影响力品牌。

3.3 抗周期性优势

公司通过煤化工多联产系统将煤炭转化技术通过优化耦合集成在一起，以同时获得多种高附加值的化工产品。多联产实现了煤炭资源价值的梯级利用，达到了煤炭资源价值利用效率和经济效益的最大化，满足了煤炭资源利用的环境最友好，同时也实现了循环经济。公司能过多联产工艺，生产甲醇、混合胺、尿素、DMF、醋酸等形成煤化工产业链条的多个分支链条，使得公司具有较强的抗周期性。

四、盈利预测及评级

我们预测公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.9 元、1.13 元、1.47 元，目前股价对应于 2009 年、2010 年、2011 年动态 PE 分别为 18.85、14.95、11.45 左右，鉴于公司是我国煤化工行业的龙头企业，具有低成本优势、规模优势、技术优势及较强的成长性等因素，综合考虑，我们给予“增持”的首次投资评级。

财务报表及预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1221	1471	1990	2969	营业收入	3444	5020	6010	7050
现金	580	663	1005	1782	营业成本	2682	4110	4911	5721
应收账款	0	28	45	31	营业税金及附加	12	20	24	27
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	95	128	171	192
预付账款	291	261	326	402	管理费用	57	85	97	116
存货	342	464	563	703	财务费用	125	156	151	138
其他流动资产	7	53	49	49	资产减值损失	27	0	0	0
非流动资产	3995	4221	4406	4523	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2737	3444	3865	4101	营业利润	446	520	656	856
无形资产	173	173	173	173	营业外收入	5	3	3	4
其他非流动资产	1084	604	367	249	营业外支出	0	2	1	1
资产总计	5216	5692	6395	7492	利润总额	450	522	658	859

流动负债	1092	1048	1144	1339	所得税	74	78	99	129
短期借款	203	129	135	156	净利润	377	444	559	730
应付账款	254	576	613	686	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	636	343	395	498	归属母公司净利润	377	444	559	730
非流动负债	1740	1867	1915	2085	EBITDA	823	874	1053	1277
长期借款	1740	1867	1915	2085	EPS (元)	0.76	0.90	1.13	1.47
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2832	2915	3058	3424	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	496	496	496	496	成长能力				
资本公积	636	636	636	636	营业收入	20.1%	45.8%	19.7%	17.3%
留存收益	1252	1646	2205	2935	营业利润	5.9%	16.8%	26.0%	30.5%
归属母公司股东权益	2383	2778	3337	4067	归属于母公司净利润	15.8%	17.7%	26.1%	30.5%
负债和股东权益	5216	5692	6395	7492	获利能力				
					毛利率 (%)	22.1%	18.1%	18.3%	18.9%
现金流量表			单位: 百万元		净利率 (%)	10.9%	8.8%	9.3%	10.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE (%)	15.8%	16.0%	16.8%	18.0%
经营活动现金流	616	1024	869	1124	ROIC (%)	11.4%	13.8%	15.4%	18.4%
净利润	377	444	559	730	偿债能力				
折旧摊销	252	197	246	282	资产负债率 (%)	54.3%	51.2%	47.8%	45.7%
财务费用	125	156	151	138	净负债比率 (%)	81.27%	68.47%	67.03%	65.44%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.12	1.40	1.74	2.22
营运资金变动	-176	242	-78	-27	速动比率	0.78	0.95	1.25	1.69
其他经营现金流	38	-15	-9	0	营运能力				
投资活动现金流	-1063	-430	-430	-400	总资产周转率	0.74	0.92	0.99	1.02
资本支出	1064	430	430	400	应收账款周转率	142	356	164	186
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	9.44	9.91	8.26	8.81
其他投资现金流	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	531	-512	-97	53	每股收益 (最新摊薄)	0.76	0.90	1.13	1.47
短期借款	129	-74	6	20	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.24	2.07	1.75	2.27
长期借款	337	127	48	171	每股净资产 (最新摊薄)	4.81	5.60	6.73	8.20
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	22.19	18.85	14.95	11.45
其他筹资现金流	65	-564	-151	-138	P/B	3.51	3.01	2.51	2.06
现金净增加额	83	82	342	777	EV/EBITDA	12	12	10	8

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。