

化学制品

华鲁恒升 (600426. SH) / 23.23 元

成本较低 产能扩张 价格上涨

拥有核心技术优势和成本优势的煤化工龙头

独到见解

华鲁恒升的核心优势是公司拥有稳健优秀的管理团队和先进的生产技术。公司的煤气化技术采用烟煤为原料导致下游生产成本低于同行业。公司的技术和成本优势导致公司主要产品尿素、DMF 的原料成本低于国内同类企业 200 多元。这是公司连续多年持续快速发展的重要因素之一，是公司能够深度发展煤化工的重要因素之一，也是公司能够在全国尿素和 DMF 产能相对过剩的情况下能够保持较高毛利的重要因素之一，也是在醋酸市场产能相对过剩的情况下依然可以大力发展醋酸产业的重要因素之一。

投资要点

1、尿素生产成本低，产能扩张，尿素价格上涨。公司采用烟煤做原料，成本低于其它煤头尿素 200 元。华鲁恒升 2010 年 3 月尿素产能将达到 150 万吨。气头尿素用天然气价格上调的呼声很高，天然气价格上调将推动尿素价格上涨，将导致尿素毛利提升。

2、醋酸产能释放，醋酸价格上涨。醋酸装置 2009 年 4 月建成时产能达到 35 万吨，目前达到 100% 生产负荷，2010 年产量达到 35 万吨没有问题。化工生产成本向下游传导有一个过程，未来醋酸的价格上涨幅度将超过甲醇上涨幅度的可能性非常大。醋酸的主要原料甲醇价格已经回到前几年的平均价格区间，从甲醇和醋酸的价格走势比较，二者价差目前处于低位。

3、华鲁恒升是全球最大的 DMF 生产企业，目前 DMF 价格处于低位。华鲁恒升是 DMF 产能 23 万吨，全球最大。DMF 价格处于 6 年来的低位，随着下游 PU 浆料、电子等行业复苏，DMF 下游需求逐步恢复。原油价格上涨导致 DMF 出口增加。

4、主要业务分别参照相应业务的上市公司的 2010 年 PE 预测值，加权平均得到 2010 年华鲁恒升的 PE 为 31.14 倍。华鲁恒升 2010 年 EPS 达到 1.33 元，按 31.14 倍 PE 的目标价位 41.41 元，股价离目标价位有 78.2% 的上涨空间。给予强推评级。

风险提示

公司 EPS 对尿素价格变化敏感，如果 2010 年气头尿素天然气价格不上调，尿素价格有可能达不到我们预计的 1800 元 / 吨，公司的尿素毛利会低于预期。DMF 和醋酸行业整体是供大于求，价格如果不能上涨到我们假设的相应价位，公司盈利会低于预期。

主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	3392	4007	5550	6484
同比增速 (%)	20.09	18.13	38.50	16.82
净利润(百万)	377	462	664	874
同比增速 (%)	15.67	22.55	44.35	31.6
每股盈利(元)	0.76	0.93	1.34	1.76
市盈率(倍)	30.56	24.98	17.34	13.19

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

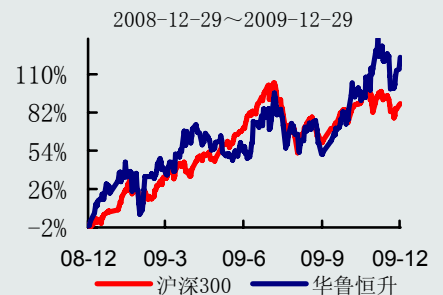
投资评级

投资评级：强推
 评级变动：调高

公司基本数据

总股本(万股)	49575
流通 A 股/B 股(万股)	49575/0
资产负债率 (%)	54.30
每股净资产(元)	4.81
市盈率(倍)	30.56
市净率(倍)	4.83
12 个月内最高/最低价	9.7/24.97

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《规模成本技术优势 持续稳定高速增长》
 2009-12-04

目 录

一、华鲁恒升是具有核心优势的大型尿素企业和全球最大的DMF生产企业.....	4
1、华鲁恒升的核心优势	4
2、华鲁恒升依靠技术、成本和规模优势在尿素行业处于前列.....	6
3、华鲁恒升是技术领先的全球最大的DMF生产企业.....	8
4、华鲁恒升采用相对先进的技术进入醋酸行业前景看好.....	9
二、看好华鲁恒升 2010 年盈利的因素.....	10
1、现有业务利润有较大提升空间	10
2、2009 年新业务增加公司利润	14
三、盈利预测与投资建议.....	15
1、模型假设条件	15
2、根据假设条件得出的主要产品损益表	16
3、氮肥行业和华鲁恒升的历史估值	16
4、相关业务和可比业务的PE预测值.....	17
5、投资建议	19

图表目录

图表 1	公司产业链	4
图表 2	公司产能	5
图表 3	华鲁恒升上市以来主要产品尿素的收入和毛利率	5
图表 4	华鲁恒升 2008 年收入和利润构成	5
图表 5	华鲁恒升 2010 年收入和利润构成（预测）	6
图表 6	2005—2009 年我国尿素生产和出口情况	6
图表 7	上市公司氮肥生产能力比较	7
图表 8	2009 年前九月华鲁恒升产量位于山东尿素企业第三位	8
图表 9	国际主要的DMF生产企业	9
图表 10	国内DMF生产企业	9
图表 11	国内甲醇羰基合成法醋酸生产企业	10
图表 12	煤头尿素企业从天然气和原油价格上涨受益	11
图表 13	国内尿素平均价格走势	12
图表 14	DMF产品和甲醇价格走势	12
图表 15	成本推动和需求拉动DMF价格上涨	13
图表 16	国内皮革服装产量	13
图表 17	我国DMF进出口量	14
图表 18	国内聚酯产量	14
图表 19	醋酸原料和产品价格走势	15
图表 20	主要原料价格假设	15
图表 21	主要产品销量假设	15
图表 22	主要产品价格假设	16
图表 23	尿素损益表	16
图表 24	DMF损益表	16
图表 25	三甲胺损益表	16
图表 26	醋酸损益表	16
图表 27	氮肥行业、沪深全部A股、沪深 300PE对比	17
图表 28	华鲁恒升的历史估值	17
图表 29	尿素行业PE预测值	18
图表 30	国内其它DMF上市公司估值	18
图表 31	化工新材料上市公司估值	19
图表 32	EPS敏感性分析	19

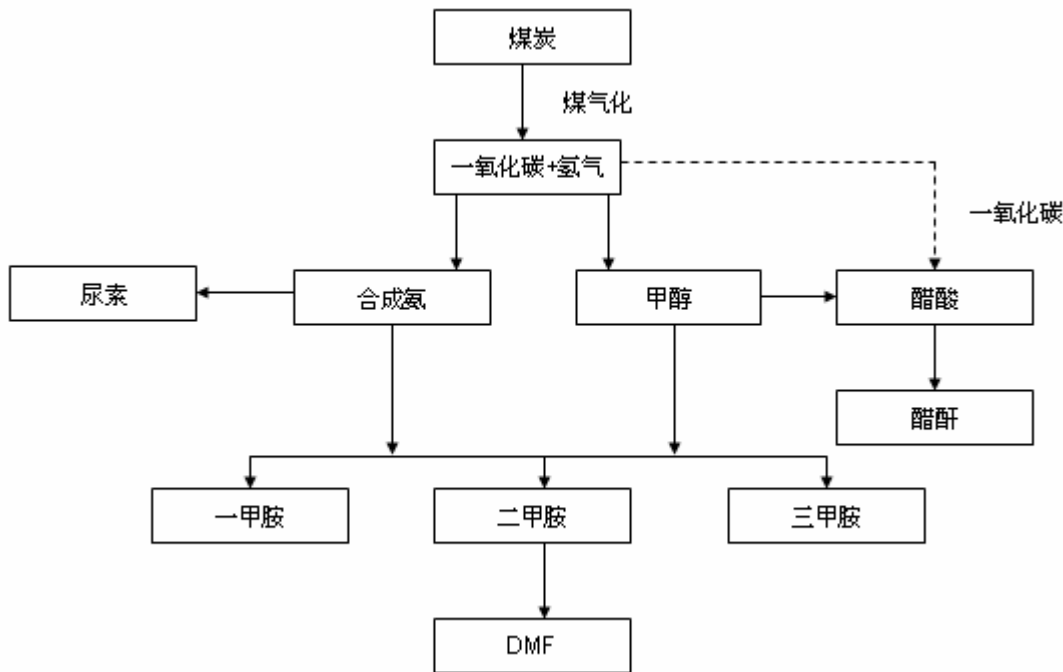
一、华鲁恒升是具有核心优势的大型尿素企业和全球最大的 DMF 生产企业

1、华鲁恒升的核心优势

华鲁恒升的核心优势是公司拥有稳健优秀的管理团队和先进的生产技术。公司的煤气化技术采用烟煤为原料导致下游生产成本低于同行业。公司的技术和成本优势导致公司主要产品尿素、DMF 的原料成本低于国内同类企业 200 多元。这是公司连续多年持续快速发展的重要因素之一，是公司能够深度发展煤化工的重要因素之一，也是公司能够在全国尿素和 DMF 产能相对过剩的情况下能够保持较高毛利的重要因素之一，也是公司在醋酸市场产能相对过剩的情况下依然可以大力发展醋酸产业的重要因素之一。

华鲁恒升位于山东德州市，是全国大型化肥企业之一和全球最大的 DMF 供应商，主导产品“友谊”牌尿素系中国名牌、全国免检产品。企业产品涉及化肥、化工、热电，具备年产 100 万吨尿素、100 万吨氨醇、23 万吨 DMF、20 万吨混甲胺、35 万吨醋酸的生产能力。2010 年尿素产能将扩大到 150 万吨，未来三年内醋酸产能达到 80 万吨。

图表 1 公司产业链



资料来源：华创证券

作为煤化工企业，华鲁恒升产业链长，具有多联产优势，产品结构合理，甲醇下游加工具有深度，公司可根据合成氨和甲醇的相对价格灵活调整产品结构，在市场中处于主动地位。合成氨价格低甲醇价格高时多生产甲醇，满足下游需求的同时对外销售甲醇；甲醇价格低时，从外采购甲醇满足下游生产需求，对外销售具有比价优势的合成氨。DMF 价格具有优势时调整多生产二甲胺满足 DMF 生产的原料需求，三甲胺价格有优势时，更改三种甲胺产出比，增加三甲胺产量。

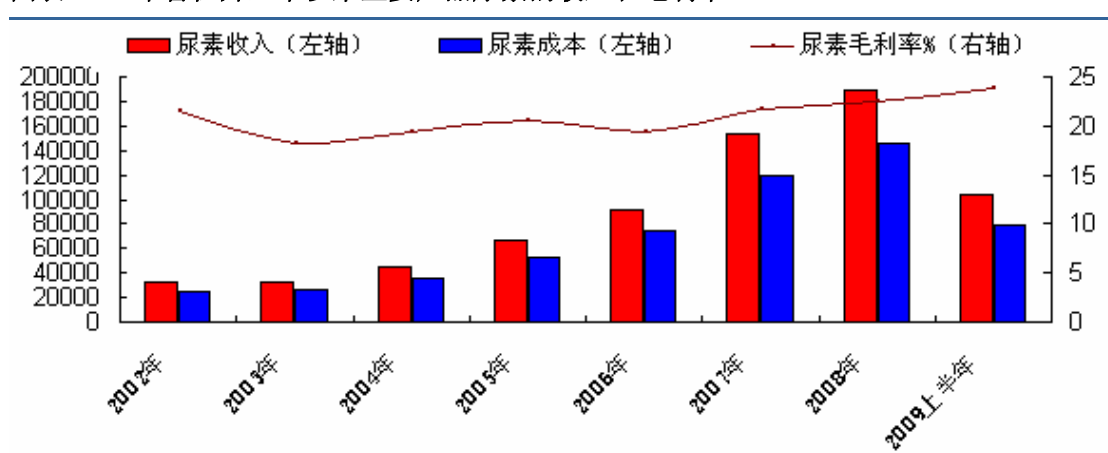
图表 2 公司产能

装置产能（万吨）	2009年	2010年	2011年	2012年
尿素	110	150	150	150
DMF	23	23	23	23
三甲胺	6	6	6	6
甲醛	3	3	3	3
一甲胺	0.68	0.68	0.68	0.68
醋酸	35	35	35	80
醋酐	0	10	10	10

资料来源：华鲁恒升定期报告 华创证券

华鲁恒升经营稳健，上市以来，公司最重要的产品尿素销售收入稳步增长，尿素毛利率维持在稳健水平。

图表 3 华鲁恒升上市以来主要产品尿素的收入和毛利率



资料来源：华鲁恒升 2008 年年报 华创证券

华鲁恒升作为国内一流的煤化工基地，依托先进的煤气化技术，实行化肥和化工联产，不断向煤化工下游产业链延伸。2008 年尿素销量 85 万吨，DMF 销量 22.5 万吨，三甲胺销量 5 万吨。

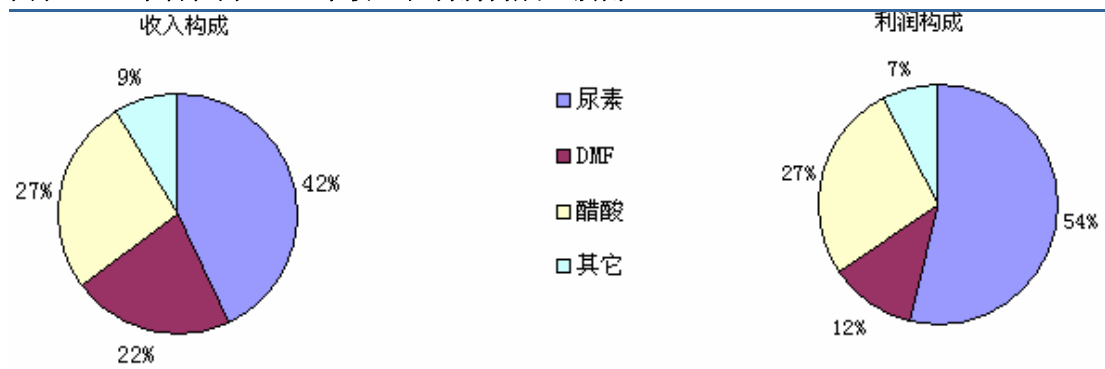
图表 4 华鲁恒升 2008 年收入和利润构成



资料来源：华鲁恒升 2008 年年报 华创证券

随着新尿素装置和醋酸产能的释放，2010 年醋酸业务占公司收入和利润达到 27%左右。尿素依然是最大的收入和利润来源，DMF 在公司业务中的比重将明显下降。

图表 5 华鲁恒升 2010 年收入和利润构成（预测）



资料来源：华创证券

2、华鲁恒升依靠技术、成本和规模优势在尿素行业处于前列

尿素是最重要的肥料之一 农业投入决定化肥景气度

由于其含氮量在 46%(质量)以上，含氮量高，运输、储存、施用方便，消费量约为氮肥总量的 60%左右。尿素在工业上的用途也很广泛，主要用于高聚物的合成材料，如脲醛树脂和三聚氰胺。目前国内外市场上尿素有 90%用作肥料，10%左右用作工业原料。尿素工业的上游产业是煤、天然气、原油，主要能源是蒸汽和电力。下游行业主要是农业，农业的投入和产业升级是决定化肥行业景气度的重要因素。

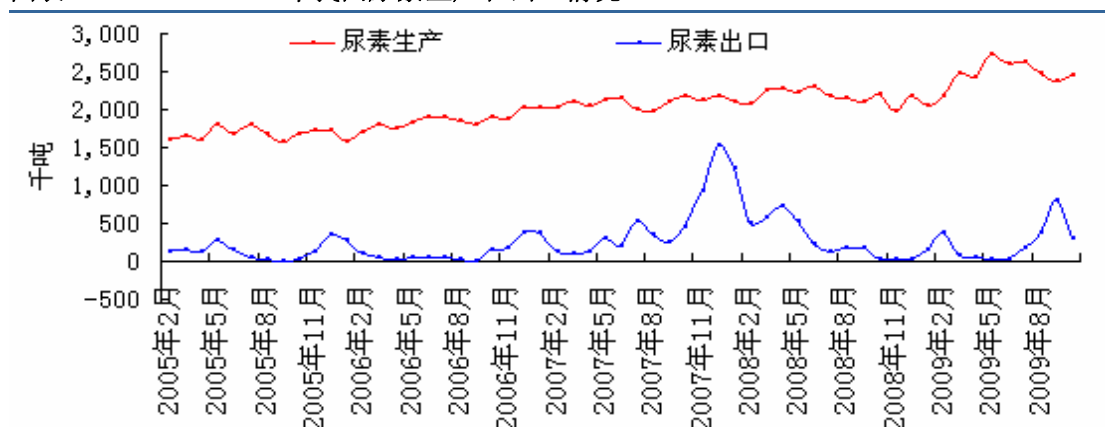
粮食增产的 55%来自化肥作用 未来全球尿素需求平稳增长

农业生产是影响我国尿素中长期需求的主要因素。我国从 2003 年以来已经成为粮食净进口国。2008 年底，国家发改委公布国家粮食安全中长期规划，到 2020 年粮食综合生产能力达到 5,400 亿公斤以上，2010 年全国粮食单产水平提高到每亩 325 公斤左右，到 2020 年提高到 350 公斤左右。据联合国粮农组织估计，发展中国家粮食增产中 55%来自化肥的作用。在我国耕地面积很难大幅提高的情况下，提高化肥施用量就成了提高粮食产量的重要途径，在未来 10 年内中国化肥需求量将有 500~1,000 万吨的增长潜力。国际肥料协会(IFA)公布的 2009-2013 年化肥市场展望报告预计 2010 年初全球化肥市场将会平稳回升，未来几年将以 2.3%的年均增长速度增长，2013 年消费量将达到 1.87 亿吨。

国内尿素市场稳定增长

国内尿素市场的生产稳定增长，和消费量呈现不断增长的趋势。

图表 6 2005—2009 年我国尿素生产和出口情况



资料来源：中国石油化工协会、华创证券

出口方面，2009 年尿素出口低于 2007 年的高峰，但已经出现复苏现象，已经达到前几年的平均水平，明显高于去年同期水平，随着全球经济复苏，国外尿素需求有望进一步提升。

华鲁恒升具有煤气化技术优势和每吨尿素 200 多元的成本优势

从规模上来看，日合成氨 1000 吨以上的可称为大氮肥装置。我国大氮肥装置约 34 套，占氮肥供应总量的 40%，60%左右氮肥由中小企业供应。大氮肥装置中有 13 套是 20 世纪 70 年代引进的，这些装置先后都进行过节能降耗改造，能耗水平大大降低；其他大氮肥装置为 80 年代末至 90 年代陆续引进的，这些装置的工艺技术比较先进，能耗基本可以达到世界先进水平。

华鲁恒升 2004 年 12 月 28 日投产的大氮肥装置为目前我国第一套自行设计制造的大氮肥装置。该套装置是以具有国内自主知识产权的合成氨成套技术与关键设备开发研制及应用为核心，是国内第一套国产化大型洁净煤气化装置、第一套国产化大型合成氨装置。华鲁恒升的煤气化技术采用具有自主知识产权的多喷嘴对置式煤浆气化和多元料浆气化技术，技术成熟，且稳定性好。

作为国内第一套水煤浆煤气化装置，华鲁恒升使用价格较低的烟煤，煤气化成本降低，加上装置运行稳定，公司具有明显的成本优势。公司的烟煤进厂价在 580 元左右，无烟煤进厂价格超过 1000 元，考虑到使用烟煤消耗量比无烟煤块高 20%左右，目前该装置与气头尿素企业接近，生产成本比其它煤头尿素生产企业低 200 多元。几年来，华鲁恒升尿素毛利在煤头尿素企业处于领先地位。

华鲁恒升尿素生产能力居于上市公司第四位和山东省化肥行业第三位

华鲁恒升尿素生产能力处于上市公司第四位，2010 年将达到第二位。

图表 7 上市公司氮肥生产能力比较

代码	公司简称	加工路线	地域	尿素	备注
600426	华鲁恒升	煤头	山东	110	
600092	云天化	气头	云南	76.2	
000059	辽通化工	气头	辽宁		
	辽河化肥		辽宁	48	
	辽宁盘锦		辽宁	50	
	新疆阿克苏		新疆	50	
	合计			148	
000921	泸天化	气头	四川	96	
	天华			64	控股59.27%
	捷美丰友			76	搬迁，控股100%
000155	川化股份	气头	四川	90	80万吨在建
600227	赤天化	气头	贵州	72	52万吨在建
600230	沧州大化	气头	河北	55	
600423	柳化股份	煤头	广西	30	
002274	华昌化工	煤头	江苏	30	
000830	鲁西化工	煤头	山东	150	
	第一化肥厂		聊城	45	

	聊城鲁西第二化肥		东阿县	45	
	平阴鲁西第三化肥		平阴县	20	
	八场		东阿	40	
000950	建峰化工	气头	重庆	52	80万吨在建
000422	本部	煤头、气化	湖北	65	
	湖南宣化			40	控股100%
	贵州宣化			45	控股50%
	联合化工			104	2010年达到120万吨，控股51%
	合计			250	
000953	河池化工	煤头	广西	26	
002113	天润发展	煤头	湖南	20	
600228	昌九生化	煤头	江西	17	

资料来源：上市公司定期报告 华创证券

山东是全国的尿素生产大省，华鲁恒升尿素 2009 年前九月产量处于山东省第三位，随着产能扩大到 150 万吨，2010 年产能达到山东第一位。

图表 8 2009 年前九月华鲁恒升产量位于山东尿素企业第三位

序号	企业名称	合成氨产量(吨)	企业名称	尿素产量(吨)	企业名称	碳铵产量(吨)
1	鲁西化工	748480	鲁西化工	1176349	明水大化	215516
2	寿光联盟	633518	寿光联盟	1022367	安丘奥宝	213740
3	华鲁恒升	547005	华鲁恒升	845731	平邑丰源	177567
4	明水大化	397359	明水大化	577855	舜天化工	163376
5	德齐龙	376709	东平瑞星	554421	郓城鲁发	139948
6	东平瑞星	331332	兖矿鲁南	515865	荷泽泰龙	131823
7	兖矿鲁南	286444	德齐龙	512547	费县化肥	108700
8	兖矿峰山	226492	兖矿峰山	348814	昌乐振兴	64542
9	章丘日月	135465	肥城化肥	221643	日照富民	63893
10	肥城化肥	134284	禹城润田	173708	德齐龙	62235

资料来源：华创证券

3、华鲁恒升是技术领先的全球最大的 DMF 生产企业

DMF 是二甲基甲酰胺的简称。DMF 是优良极性溶剂和重要的化工原料，主要应用于聚氨酯、腈纶、医药、农药、染料、电子等行业。其上游行业为石油化工行业或煤化工行业。

国外 DMF 消费结构为电子行业约占 23%，聚丙烯腈纤维（腈纶）抽丝约占 35%，PU 浆料行业约占 30%，农药、医药及染料及其它行业约占 12%。国内 DMF 消费结构为聚氨酯浆料（PU 浆料）约占 DMF 消费总量的 60%，医药和农药行业约占到 15%，染料约为 9%，电子行业约为 8%，食品添加剂 4%，腈纶行业约占 2%，其它为 2%。

中国是全球最大 DMF 消费国。中国是世界最大的皮鞋、箱包生产国，年产量占世界的 50%，因而 DMF 需求旺盛，国内 DMF 近几年的需求增长率保持在 10%左右，增长速度较快，国内 DMF 的最大的下游需求是 PU 浆料行业，约占到 DMF 总需求的近 60%。

中国是全球最大的 DMF 生产国。全球 DMF 产能 123 万吨。我国上世纪 90 年代 DMF 需求

刚起步，以进口为主，但发展迅速，截至 2008 年，国内 DMF 产能已经达到 85 万吨。

图表 9 国际主要的 DMF 生产企业

企业名称	产能
韩国三星精细化工有限公司	10 万吨/年
德国巴斯夫公司	6 万吨/年
美国杜邦公司	6 万吨/年
三菱瓦斯公司	3.7 万吨/年
日本三菱丽阳公司	3.5 万吨/年
台湾台塑化学材料有限公司	4 万吨/年

资料来源：环球聚氨酯网

图表 10 国内 DMF 生产企业

企业名称	产能
华鲁恒升	23 万吨/年
浙江江山化工股份有限公司	18 万吨/年
河南安阳九天化工集团	12 万吨/年
山东章丘日月化工有限公司	8 万吨/年
安徽淮化精细化工有限公司	5 万吨/年

资料来源：中国聚氨酯网

华鲁恒升是全球最大的 DMF 生产商，在国内外市场影响力较大。目前国内 DMF 主要生产厂家有华鲁恒升、江山化工、安阳九天、章丘日月等，其生产能力占国内总产能达到三分之二，国内市场占有率近 80%，行业集中度较高，市场竞争主要在少数优势企业中进行。受国际金融危机影响，国内 DMF 行业整体出现阶段性供过于求情况，2008 年国内总产量为 53 万吨左右。

华鲁恒升具有国内先进水平的低压法合成有机胺和接触法合成 DMF 生产新工艺，拥有自主知识产权，生产工艺合理、设备配置得当、装置运行安全可靠。华鲁恒升的 DMF 原料之一的 CO 由洁净煤气化并经膜分离提纯产生，质量优于同类装置，并降低了原料消耗，提高了产品质量。公司产品有机胺和 DMF 质量指标均优于国内行业标准，达到国际先进水平。

华鲁恒升具备年产 20 万吨混甲胺和 23 万吨 DMF 的能力，在 DMF 和三甲胺行业具有综合和整体优势。作为全球最大的 DMF 供应商，占据国内市场的 40%，实现了对外出口，在国际市场影响力逐步增强。

4、华鲁恒升采用相对先进的技术进入醋酸行业前景看好

醋酸是重要的有机化工原料之一。醋酸的上游产业为石油化工行业或煤炭行业。醋酸主要用于生产醋酸乙烯、醋酐等，终端需求约 50%以上集中于房地产及纺织行业。国际醋酸消费比例为醋酸乙烯占 36%，对苯二甲酸占 19%，醋酸酯占 13%，醋酐占 13%，氯乙酸占 3%，其它占 16%。国内醋酸主要用于对苯二甲酸、醋酸乙烯、醋酐、醋酸纤维素、醋酸酯等化工产品的生产。

2008 年全球醋酸产能总计约 1200 万吨，世界最大产能最大的美国塞拉尼斯和英国 BP 公司产能达到 230 万吨和 160 万吨。自 2000 年以来，全球醋酸市场需求一直以年均 3%~5% 的速度增长，需求增长主要来自于中国经济的快速增长。受 2008 年全球金融危机影响，2008

年全球表观消费量出现负增长，随着经济复苏，醋酸需求呈现回升态势。2000 年以来我国醋酸平均消费增长率超过 15%，2008 年，表观消费量达到 250 万吨，进口 30 万吨，出口 2 万吨。

世界上主要有三种工业技术路线，甲醇羰基合成法、乙醇乙醛氧化法、乙烯乙醛氧化法。甲醇羰基合成法以甲醇、CO 为原料，原料价格便宜、产品收率高，产品质量好，在醋酸生产中占有优势。乙醇乙醛氧化法以乙醇为原料，生产成本低。乙烯乙醛氧化法以乙烯为原料、成本高，正在逐步淘汰。2008 年国内醋酸总产能为 395 万吨，总产量 225 万吨，2009 年底醋酸产能达到 540 万吨。目前国内醋酸装置中采用乙烯乙醛法的占总产能的 7%，采用乙醇乙醛法的装置占总产能的 8%，采用甲醇羰基合成法生产醋酸的产能占 85%。华鲁恒升采用的是先进的甲醇羰基合成法醋酸生产方法。

图表 11 国内甲醇羰基合成法醋酸生产企业

生产企业	产能（万吨）
榆林卓创能源有限公司	70
江苏索普化工股份有限公司	60
南京 Celanese 公司	60
上海吴泾化工有限公司	55
山东兖矿国泰化工有限公司	55
南京 BP 公司	50
河北忠信化工有限公司	50
扬子江乙酰化工有限公司	35
华鲁恒升	35
河南顺达化工有限公司	20
大庆油田化工有限公司	20

资料来源：华创证券

二、看好华鲁恒升 2010 年盈利的因素

1、现有业务利润有较大提升空间

尿素产能扩大和尿素价格上涨提升尿素利润

华鲁恒升生产形势良好，产量达到 110 万吨。40 万吨尿素装置建设顺利，2010 年 4 月份投产的可能性很大，投产后公司尿素产能扩大到 150 万吨。

天然气涨价呼声很高 煤头尿素具有比较优势

根据使用原料的不同，尿素企业可以分为以下三种类型：煤头、气头、油头。我国尿素原料以煤为主，天然气制尿素的装置分布在四川、贵州、云南，国内的煤头尿素产量占到总量的近 70%，气头尿素占总产量的约 30%。原料成本和能源成本是尿素生产成本中最主要的组成部分。对于气头企业，国家对于化肥用气还有价格优惠的政策，目前我国天然气的成本比煤制尿素的成本低。2008 年年报数据统计，气头尿素公司的平均毛利率为 32.90%，煤头上市公司平均 11.02%的毛利率。

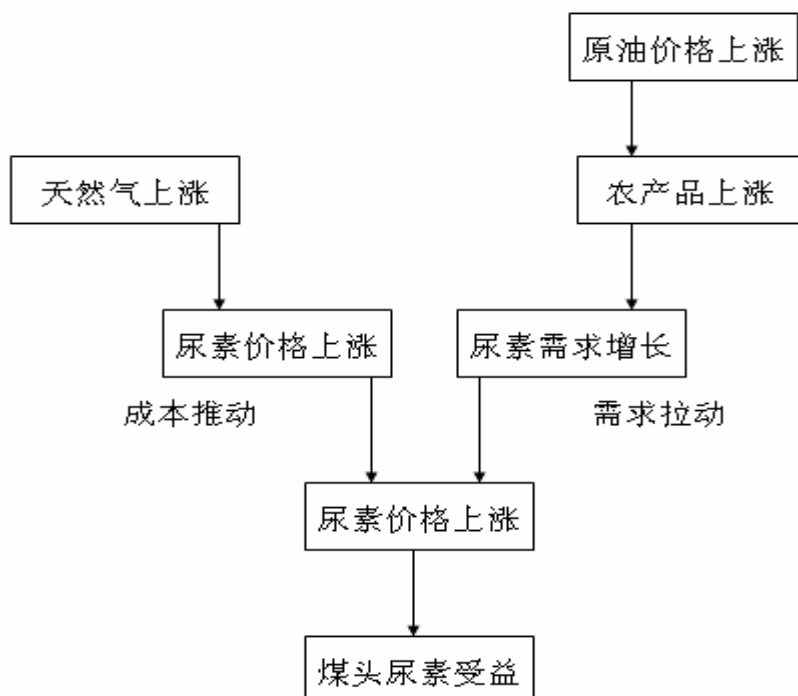
天然气价差带来涨价预期。目前国内化肥用气含税约 0.71 元/立方米、民用天然气含税价格

约 0.8~0.9 元/立方米，工业用气含税价约 1.12 元/立方米，全国工业用气的最高含税价格为含税 1.32 元/立方米。西气东输天然气进口到岸气价在 2 元以上，加上输气成本，相比高出西气东输一线目前天然气价格一倍以上。进口天然气的高价格与国产的天然气低价之间的差距将给国内天然气带来涨价预期。

未来巨大的天然气缺口牵引天然气价格上涨。国内天然气供需缺口很大，根据社科院发布的“2008 能源蓝皮书”预计我国 2015 年天然气消费将达到 2400 亿立方米、供需缺口 500 亿~600 亿立方米，2020 年供需缺口达到 900 亿立方米。年输气设计能力为 400 亿立方米中国---土库曼斯坦天然气管道将按于 2009 年 12 月通气，推动政府进行天然气价格改革提上日程。

天然气提价迫在眉睫，气头尿素用天然气价格提升幅度可能超过 0.4 元，气头尿素成本提升 250 元/吨，将推动整个尿素市场价格上涨。如果尿素价格不上涨，气头尿素成本将达到 1500 元，以十月份尿素价格计算，气头尿素全部亏损。

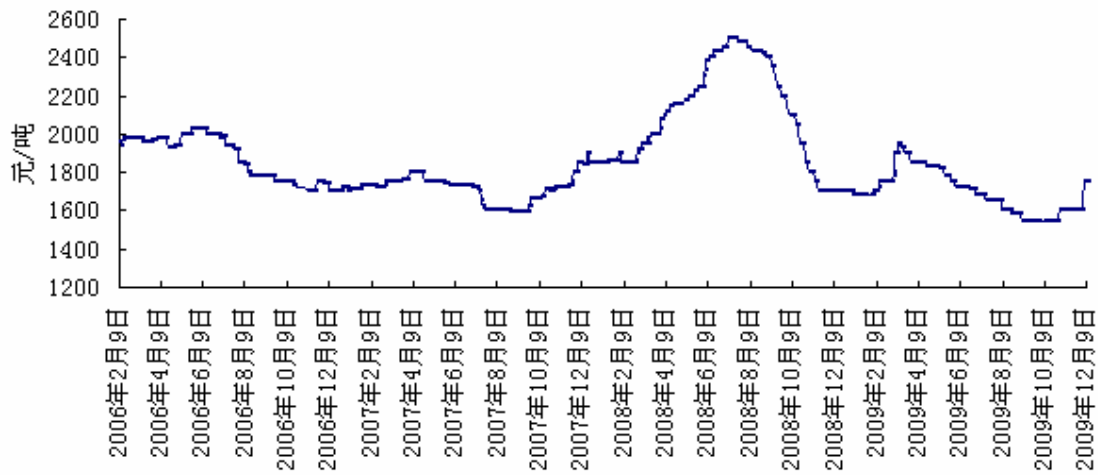
图表 12 煤头尿素企业从天然气和原油价格上涨受益



资料来源：华创证券

气头尿素用天然气价格上调的呼声很高，天然气价格上调将推动尿素价格上涨，将导致煤头尿素毛利提升。目前尿素的销售旺季还没到来，但尿素价格已经呈现企稳态势，山东地区尿素价格在一个多月上涨了 300 多元，尿素厂家出厂价从 1500 元以下提高到了 1800 多元。

图表 13 国内尿素平均价格走势

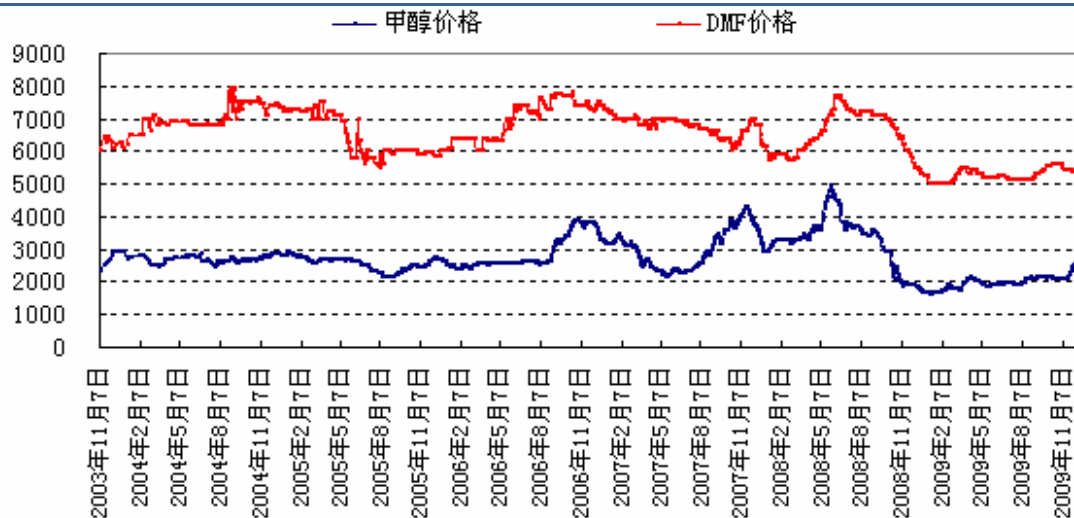


资料来源：化工在线 华创证券

DMF 价格上涨提升 DMF 利润

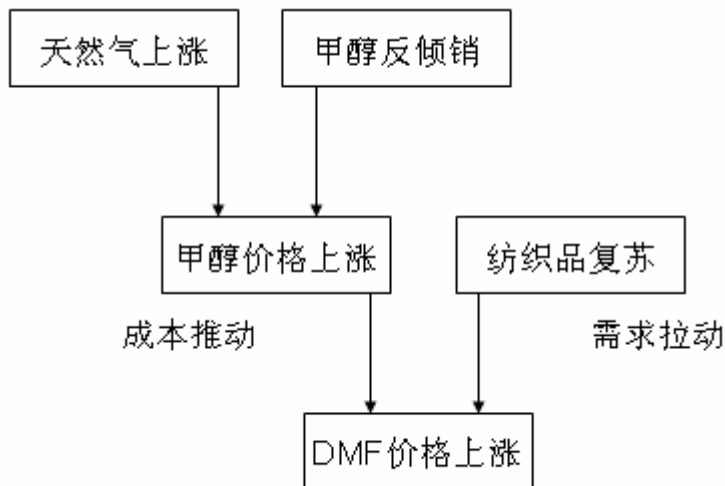
目前 DMF 处于历史低位，下游需求正在恢复，原油价格和天然气价格上涨推动 DMF 成本上升，在成本推动和需求拉动的背景下，DMF 价格上涨可以预期。原油上涨背景下 DMF 出口提升。

图表 14 DMF 产品和甲醇价格走势



资料来源：化工在线 华创证券

图表 15 成本推动和需求拉动 DMF 价格上涨

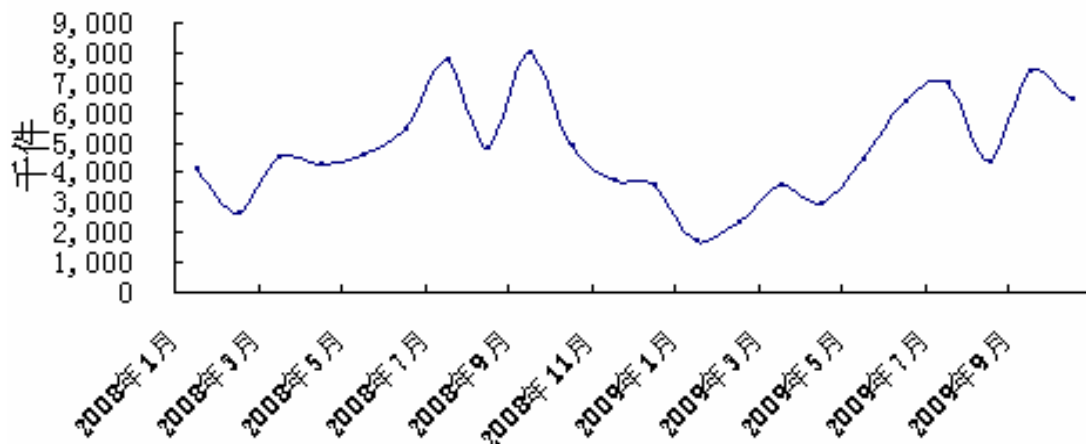


资料来源：华创证券

皮革服装产量已经接近去年水平

DMF 在 PU 浆料行业中应用依赖于高档服装、鞋帽、箱包等消费品需求的增长。

图表 16 国内皮革服装产量

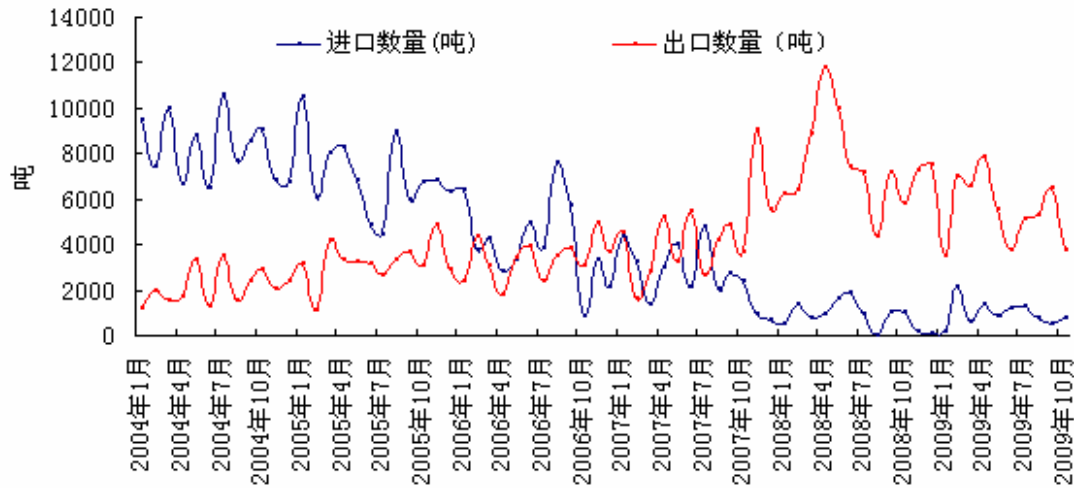


数据来源：CEIC 华创证券

原油上涨背景下 DMF 出口提升。

原油价格上涨导致国外成本提高。国外 DMF 原料以石油为主，生产成本相对较高，在原油 70-80 美元/桶的情况下，国外产品价格 800 美元/吨才能维持成本的平衡。DMF2009 年出口量低于高油价的 2008 年，但明显高于 2004-2007 年水平。

图表 17 我国 DMF 进出口量



数据来源：中国海关

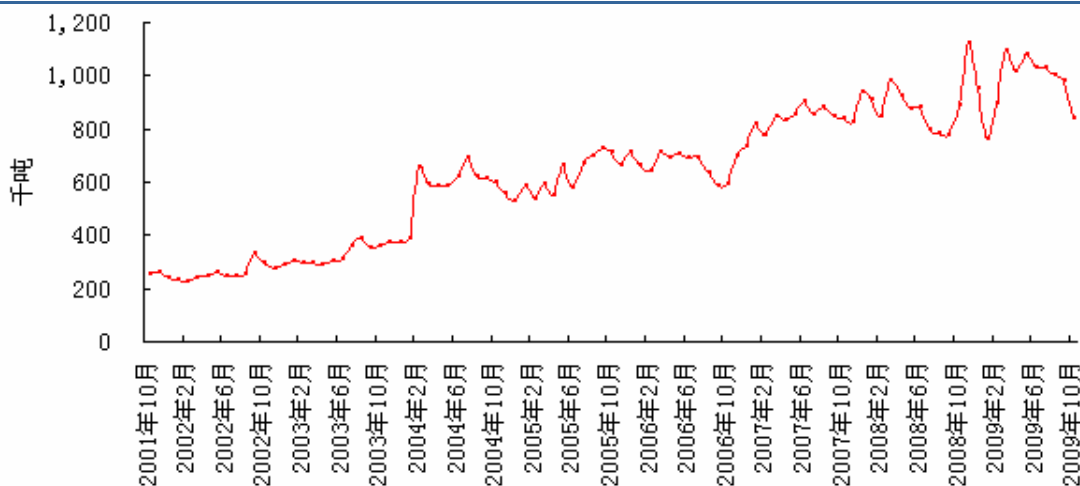
2、2009 年新业务增加公司利润

2010 年醋酸产量增长和醋酸价格上涨提升醋酸利润

醋酸产能释放。华鲁恒升设计为年产 20 万吨的醋酸装置，在建造过程中进行技术改进，装置建成时产能达到 35 万吨。2009 年 4 月开车以来生产形式良好，从投产开始的日产 300 多吨到目前日产超过 1000 吨。华鲁恒升目前醋酸装置日生产负荷在 100%左右，2009 年醋酸装置产量将达到 17 万吨、2010 年产量达到 35 万吨没有问题。

从过去十年来看，醋酸下游需求趋势呈现稳步攀升。醋酸价格回升依赖于下游需求如聚酯纤维等纺织行业的复苏。

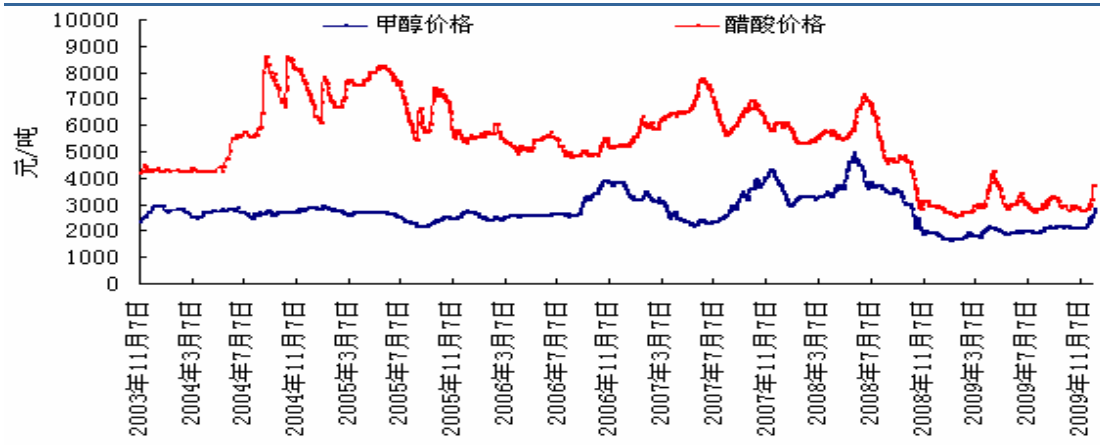
图表 18 国内聚酯产量



资料来源：石油和化学工业协会 华创证券

醋酸价格存在上涨预期。随着经济复苏，醋酸价格出现企稳态势，目前醋酸价格每吨 3000 多元，前几年醋酸市场价格最高达到 8000 多元/吨（平均价格在 6000 元/吨左右）。

图表 19 醋酸原料和产品价格走势



资料来源：中国化工在线 华创证券

醋酸毛利将出现扩大。从醋酸的主要原料甲醇来看，甲醇价格已经回到前几年的平均价格区间，从甲醇和醋酸的价格走势比较，二者价差目前处于低位。醋酸毛利率主要依赖二者价差扩大，化工生产成本向下游传导有一个过程，未来醋酸的价格上涨幅度将超过甲醇上涨幅度的可能性非常大。

热电资产提升公司盈利

2009 年 4 月 1 日，以 6,415.77 万元为基础转让价，通过山东产权交易中心以协议转让的方式获得目公司热电资产。2009 年 4-6 月，热电产品实现收入 4966 万元，为公司带来毛利 1428 万元。热电产品每年直接带来的毛利达到 5700 万元。

收购山东华鲁恒升集团德州热电有限责任公司锅炉、发电相关生产经营性资产后，进一步完善了公司产业链，使公司的蒸汽采购成本内生化，减少了蒸汽价格波动对公司盈利能力的影响，同时，减少了公司与德州热电之间的关联交易，提高了公司运作独立性。

三、盈利预测与投资建议

1、模型假设条件

主要原料价格、产品销量和价格假设如下。

图表 20 主要原料价格假设

主要原料	2009 年	2010 年	2011 年
煤炭价格	585	620	645

资料来源：华创证券

图表 21 主要产品销量假设

产品销量（万吨）	2009 年	2010 年	2011 年
尿素	110	140	150
DMF	22	23	23
三甲胺	4.85	5.07	6
醋酸	17.5	35	40

资料来源：华创证券

图表 22 主要产品价格假设

产品平均价格	2009 年	2010 年	2011 年
尿素	1610	1800	1800
DMF	5500	5500	5600
三甲胺	5500	5800	5900
醋酸	3050	4500	5000

资料来源：华创证券

2、根据假设条件得出的主要产品损益表

图表 23 尿素损益表

尿素（万元）	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	177100	252000	270000
主营业务成本	130938	169260	188663
主营业务毛利	46162	82740	81338
主营业务毛利率%	26.07	32.83	30.13

资料来源：华创证券

图表 24 DMF 损益表

DMF（万元）	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	121000	126500	128800
主营业务成本	97978	108560	112937
主营业务毛利	23022	17940	15863
主营业务毛利率%	19.03	14.18	12.32

资料来源：华创证券

图表 25 三甲胺损益表

三甲胺（万元）	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	26679	27891	35400
主营业务成本	21455	23884	27909
主营业务毛利	5224	4008	7491
主营业务毛利率%	19.58	14.37	21.16

资料来源：华创证券

图表 26 醋酸损益表

醋酸（万元）	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	53375	157500	200000
主营业务成本	46200	115500	132000
主营业务毛利	7175	42000	68000
主营业务毛利率%	13.44	26.67	34.00

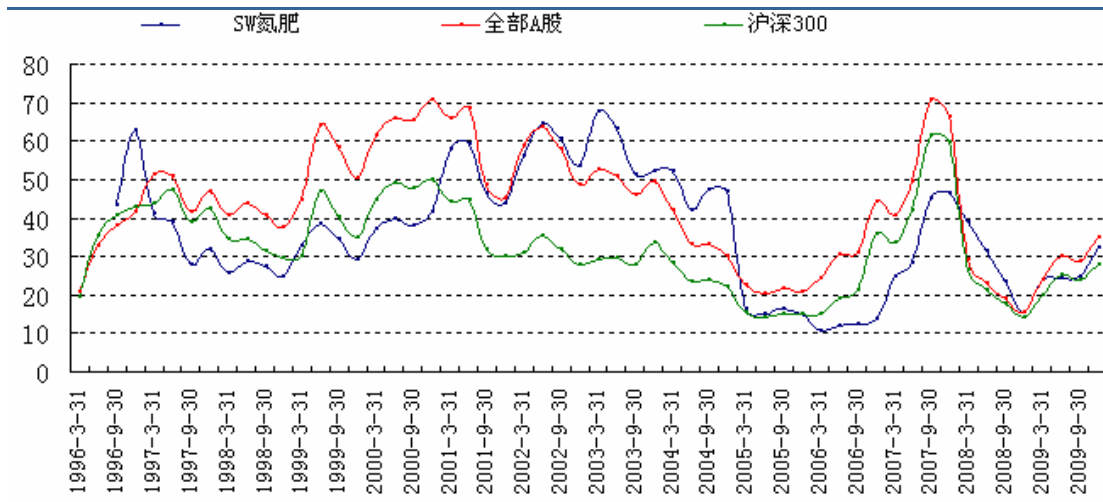
资料来源：华创证券

3、氮肥行业和华鲁恒升的历史估值

1996 年-2009 年前三季度，以季度末收盘价相对前一年 EPS 进行统计。氮肥行业 PE 在 2003 年 3 月 31 日达到 67.67 倍，高于同期的全部 A 股的平均 PE 的 52.51 倍和沪深 300 的平均

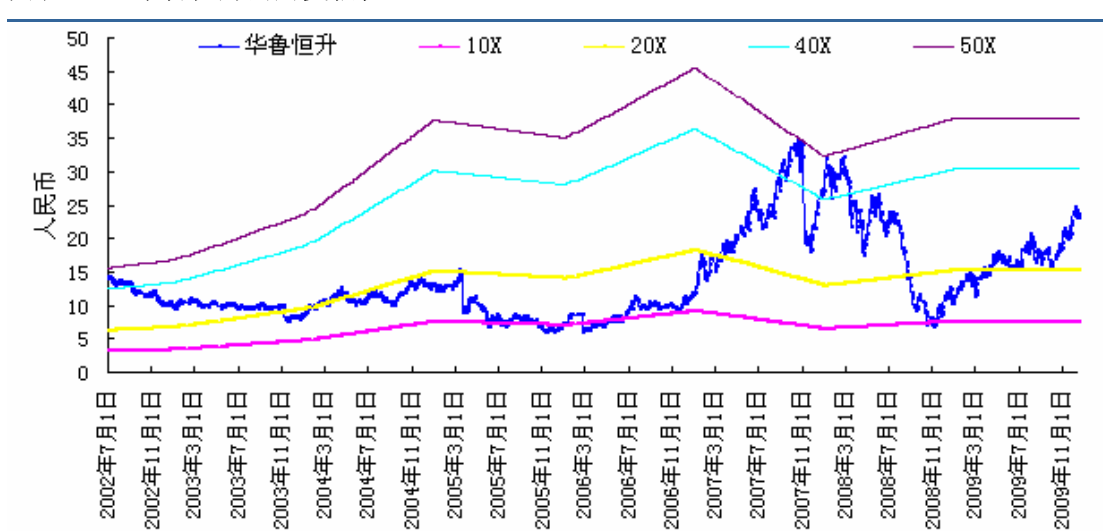
PE 的 28.99 倍。2006 年 3 月 31 日达到 10.44 倍，低于同期的全部 A 股的平均 PE 的 24.19 倍和沪深 300 的平均 PE 的 15 倍。氮肥行业的平均 PE 是 36.64 倍，同期的全部 A 股的平均 PE 为 42.98 倍，沪深 300 的平均 PE 为 32.18 倍。历史上氮肥行业的估值高于沪深 300 指数 14%以上。

图表 27 氮肥行业、沪深全部 A 股、沪深 300PE 对比



资料来源：华创证券

图表 28 华鲁恒升的历史估值



资料来源：华创证券

华鲁恒升近三年平均 PE 高点到过 56 倍，30 倍属于平均区间。

4、相关业务和可比业务的 PE 预测值

至 2009 年 12 月 10 日，尿素行业 PE（预测）均值 2009 年和 2010 年分别为 35.62 倍和 22.20 倍（剔除亏损公司和 PE 很高的异常值）。

图表 29 尿素行业 PE 预测值

证券简称	收盘价元	2009PE	2010PE	2011PE
辽通化工	12.01	44.48	17.93	12.38
川化股份	9.03	47.53	25.80	22.02
湖北宜化	19.68	37.85	21.16	15.62
四川美丰	9.71	24.28	18.67	14.49
鲁西化工	6.52	34.32	26.08	14.17
泸天化	10.83	21.24	14.64	20.06
建峰化工	19.38	28.50	17.62	13.94
河池化工		--	--	--
天润发展		--	--	--
芭田股份	11.29	225.80	43.42	24.54
华昌化工	18.91	25.55	17.19	15.76
云天化	25.38	317.25	26.44	20.80
赤天化	12.29	25.08	18.07	16.17
昌九生化	8.88	222.00	211.43	177.60
沧州大化	22.35	48.59	19.78	17.74
柳化股份	14.17	64.41	26.74	20.24
华鲁恒升	22.91	25.46	17.23	12.94
平均		35.62	22.20	17.21

资料来源：华创证券（将绿色部分作为异常值剔除）

国内上市公司中生产 DMF 的企业有华鲁恒升和江山化工。江山化工年产 DMF 为 18 万吨。我们在预测华鲁恒升业绩时的假设条件是 2009 年、2010 年、2011 年 DMF 价格分别为 5500 元/吨、5500 元/吨、5600 元/吨。在相同的 DMF 价格作为预测条件的情况下，预测江山化工的 2009、2010、2011 年 EPS 为 0.50 元、0.20 和 0.22 元，对应预测的 2010、2011 年 PE 为 76.25 倍和 69.32 倍。

图表 30 国内其它 DMF 上市公司估值

证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
江山化工	30.5	76.25	69.32

资料来源：华创证券

化工新材料板块上市公司 PE 预测值如下：

图表 31 化工新材料上市公司估值

证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
德赛电池		138.88	74.07
*ST 科苑		878.50	87.85
大庆华科	49.33	30.20	22.09
中材科技	69.15	40.03	31.96
鲁阳股份	38.38	25.45	19.66
沃尔核材	64.84	40.20	25.77
红宝丽	39.40	27.31	20.74
东方锆业	89.41	52.51	39.38
九鼎新材	89.18	28.60	22.63
宏达新材	77.33	29.62	24.42
巨化股份	59.18	27.19	19.73
中国玻纤		41.91	21.19
蓝星新材		47.06	18.47
烟台万华	32.25	23.31	17.97
亚星化学	134.91	65.00	29.79
时代新材	40.31	21.64	15.23
广东榕泰	35.26	18.86	15.90
三爱富	111.56	66.93	41.83
力诺太阳			
平均	66.46	36.31	30.48

资料来源：华创证券（将绿色部分作为异常值剔除）

5、投资建议

2010 年华鲁恒升氮肥利润占 54%，DMF 利润占 12%，醋酸利润占 27%，其它利润占 7%。DMF 有江山化工生产，具有一定可比性。国内上市公司中没有大的醋酸生产装置，考虑到醋酸的生产和用途，我们认为醋酸业务可以归为化工新材料类别。

分不同业务加权平均确定华鲁恒升 PE。氮肥业务参考行业 2010 年的 22 倍平均 PE，醋酸业务参考化工新材料 2010 年的平均 36.61 倍 PE，DMF 业务参考具有一定可比性的公司的 2010 年 PE 为参考给予 60 倍 PE，得到华鲁恒升的加权平均 PE 为 31.14 倍。

华鲁恒升 2010 年 EPS 达到 1.33 元，按 31.14 倍 PE 的目标价位 41.42 元，股价离目标价位有 78.3% 的上涨空间。给予强推评级。

图表 32 EPS 敏感性分析

价格变化(元/吨)	2009 年 EPS 变化	2010 年 EPS 变化	2011 年 EPS 变化
煤炭（10 元）	0.07	0.08	0.07
尿素（100 元）	0.18	0.22	0.23
DMF（100 元）	0.04	0.03	0.03
醋酸（元）	0.03	0.05	0.05

资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1221	1243	1354	2131
现金	580	515	143	831
应收账款	0	58	22	69
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	291	392	588	781
存货	342	236	556	405
其他	7	42	44	43
非流动资产	3995	5162	5865	5820
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2737	4336	5216	5216
无形资产	173	195	223	255
其他	1084	631	426	349
资产总计	5216	6405	7219	7951
流动负债	1092	1161	1297	1632
短期借款	203	129	135	156
应付账款	254	523	505	659
其他	636	509	656	817
非流动负债	1740	2498	2533	2095
长期借款	1740	2477	2525	2085
其他	0	21	8	10
负债合计	2832	3659	3830	3727
少数股东权益	0	0	0	0
股本	496	496	496	496
资本公积金	636	636	636	636
留存收益	1252	1614	2258	3093
归属母公司股东权益	2383	2746	3390	4224
负债和股东权益	5216	6405	7219	7951

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	616	1026	939	1331
净利润	377	462	664	874
折旧摊销	252	187	210	221
财务费用	125	124	118	80
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-176	273	-66	157
其它	38	-21	14	-1
投资活动现金流	-1063	-23	-31	-34
资本支出	1064	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-23	-31	-34
筹资活动现金流	531	-368	-30	103
短期借款	129	-74	6	20
长期借款	337	737	48	-440
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	65	-1031	-84	522
现金净增加额	83	634	879	1399

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3444	4020	5556	6513
营业成本	2682	3142	4332	5036
营业税金及附加	12	5	22	25
营业费用	95	93	158	177
管理费用	57	78	89	107
财务费用	125	124	118	80
资产减值损失	27	2	13	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	446	576	824	1071
营业外收入	5	1	3	4
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	450	576	826	1073
所得税	74	114	162	200
净利润	377	462	664	874
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	377	462	664	874
EBITDA	823	887	1151	1372
EPS（元）	0.76	0.93	1.34	1.76

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	20.1%	16.7%	38.2%	17.2%
营业利润	5.9%	29.1%	43.1%	30.0%
归属母公司净利润	15.8%	22.5%	43.8%	31.6%
获利能力				
毛利率	22.1%	21.8%	22.0%	22.7%
净利率	10.9%	11.5%	11.9%	13.4%
ROE	15.8%	16.8%	19.6%	20.7%
ROIC	11.4%	11.0%	12.1%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	54.3%	57.1%	53.0%	46.9%
净负债比率	81.27%	75.62%	75.06%	66.70%
流动比率	1.12	1.07	1.04	1.31
速动比率	0.78	0.86	0.60	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.69	0.82	0.86
应收帐款周转率	151	139	139	143
应付帐款周转率	9.44	8.09	8.43	8.65
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.93	1.34	1.76
每股经营现金	1.24	2.07	1.90	2.68
每股净资产	4.81	5.54	6.84	8.52
估值比率				
P/E	29.37	23.98	16.68	12.67
P/B	4.64	4.03	3.27	2.62
EV/EBITDA	16	14	11	9

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801