

华鲁恒升 (600426)

短期受制行业低迷，长期发展仍有潜力

 **魏涛**

0755-23976212

weitaot@gjas.com

S0880209050544

本报告导读：

短期股价受制于所处行业低迷，公司项目丰富，低成本优势突出，管理优秀，长期发展仍有很大潜力。

投资要点：

- 目前产能为尿素 150 万吨、DMF25 万吨、甲胺 10 万吨、醋酸 35 万吨、醋酐 3 万吨。得益于经过优化的先进水煤浆气化技术，公司生产成本处于行业低端，产品盈利能力在行业内属于较高水平。
- 2010 年公司主要产品所处行业都十分低迷，行业供求和产品价格表现不佳。化肥受天气影响，今年旺季不旺，景气提前结束；DMF、醋酸产能明显过剩，但不少产能仍在建设中，市场整体供过于求，使得产品价格 2009 年以来表现低迷，2010 年仍然不容乐观。
- 未来 2 年，公司项目规划丰富，产能在现有规模上还有较大提升，主要将在 2011 年建成。由于前端合成气供应瓶颈，我们认为公司 2010 年产品产销量增长不大，主要为尿素增产 15%至 120-130 万吨；醋酸产量由 19 万吨增长至 30-35 万吨；醋酐新贡献 1.5 万吨左右。
- 2011 年下半年由于新的煤气化装置逐步建成，公司总氨醇能力将提升至 220-240 万吨，约是现在的 2 倍，后端产品产能也将有大幅提升，凭借具备成本优势的合成气优势，2012 年公司盈利有望大幅增长。
- 公司公告计划非公开增发不超过 1.4 亿股，发行价格不低于 16.73 元/股，目前方案在等待发改委的意见，按照目前进度看，年中有望完成增发。
- 不考虑增发摊薄，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.05、1.31、1.84 元。假设增发 1.4 亿股，则 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.82、1.02、1.44 元，公司长期发展看好，但由于行业低迷，给予“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,444	3,998	4,609	5,712	8,401
(+/-)%	20.1%	16.1%	15.3%	23.9%	47.1%
经营利润 (EBIT)	575	631	748	898	1,272
(+/-)%	25.8%	9.8%	18.5%	20.1%	41.6%
净利润	377	425	522	650	914
(+/-)%	17.7%	12.8%	22.9%	24.4%	40.8%
每股净收益 (元)	0.76	0.86	1.05	1.31	1.84
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.13	0.16	0.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	16.7%	15.8%	16.2%	15.7%	15.1%
净资产收益率(%)	15.8%	15.4%	16.2%	17.1%	19.9%
投入资本回报率(%)	11.6%	10.7%	14.2%	18.1%	14.6%
EV/EBITDA	7.5	7.0	5.7	5.1	3.9
市盈率	23.8	21.1	17.2	13.8	9.8
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格： 21.00

上次预测：17.20

当前价格： 18.07

2010.04.21

交易数据

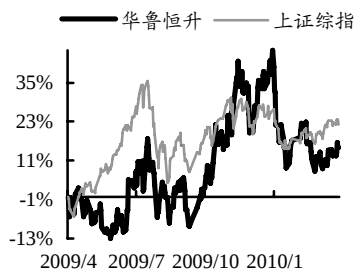
52 周内股价区间 (元)	14.99-25.25
总市值 (百万元)	9,915
总股本/流通 A 股 (百万股)	496/496
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	149

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,759
每股净资产	5.57
市净率	3.6
净负债率	103%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.19	0.23
Q2	0.28	0.29
Q3	0.20	0.26
Q4	0.19	0.27
全年	0.86	1.05

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	-16%	26%
相对指数	1%	-14%	1%

相关报告

- 《春耕促一季度盈利良好，收购热电资产》
2009.04.28
- 《产品价格大幅下跌拖累下半年业绩》
2009.03.31
- 《价格降，成本升，三季度业绩环比下降》
2008.10.27
- 《低成本提升经营效益，多联产拓展发展》
2008.08.26

模型更新时间: 2010.04.21

股票研究

原材料
基础化工

华鲁恒升 (600426)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 21.00

上次预测: 17.20

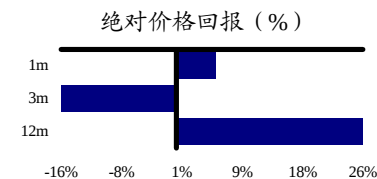
当前价格: 20.00

公司网址

www.hl-hengsheng.com

公司简介

公司地处山东, 母公司华鲁恒升集团是全国化工综合效益百强和山东省 200 家重点企业集团之一。化肥和化工业务占据了上市公司主营的各半壁江山, 主要产品为: 尿素和 DMF (一种化工原料), 这两种产品所贡献的利润占公司主营利润的 90% 左右。



52 周价格范围

14.99-25.25

市值 (百万)

9,915

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

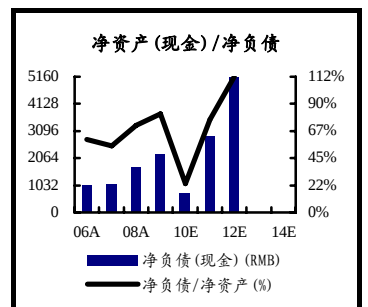
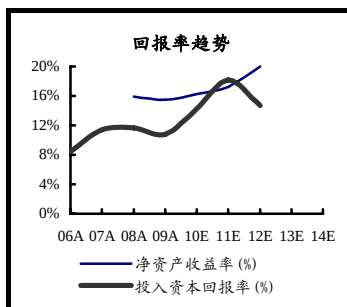
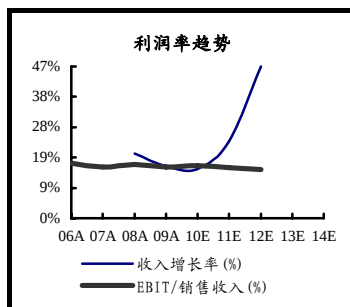
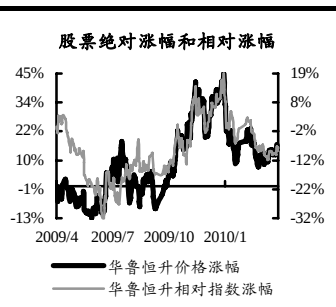
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,868	3,444	3,998	4,609	5,712	8,401
营业成本	2,260	2,682	3,198	3,670	4,561	6,807
税金及附加	12	12	5	6	7	10
营业费用	93	95	88	101	143	193
管理费用	42	57	77	83	103	118
EBIT	457	575	631	748	898	1,272
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
财务费用	43	125	130	136	133	173
营业利润	414	446	500	612	766	1,099
所得税	94	74	77	92	119	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	320	377	425	522	650	914
货币资金、交易性金融资产	497	580	599	1,284	800	1,260
其他流动资产	474	641	583	745	922	1,360
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	3,015	3,745	4,738	4,136	3,829	8,180
无形资产及其他资产	124	243	259	259	259	259
资产合计	4,113	5,216	6,179	6,430	5,817	11,066
流动负债	700	1,092	753	711	2,527	6,971
长期负债	1,412	1,740	2,667	2,000	2,000	2,000
股东权益	2,001	2,383	2,759	3,219	3,790	4,595
投入资本(IC)	3,114	4,105	5,007	4,485	4,199	7,254
NOPLAT	353	477	535	636	759	1,056
折旧与摊销	222	267	272	347	346	348
流动资金增量	(172)	(141)	105	(80)	(20)	1,296
资本支出	(253)	(1,117)	(580)	(1,745)	(3,039)	(4,699)
自由现金流	150	(513)	332	(842)	(1,955)	(1,999)
经营现金流	416	655	933	926	1,108	2,731
投资现金流	(256)	(1,145)	(581)	(1,745)	(3,039)	(4,699)
融资现金流	(324)	522	365	1,504	1,448	2,428
现金流净增加额	(164)	33	717	684	(484)	460
收入增长率		20.1%	16.1%	15.3%	23.9%	47.1%
EBIT 增长率		25.8%	9.8%	18.5%	20.1%	41.6%
净利润增长率		17.7%	12.8%	22.9%	24.4%	40.8%
利润率						
毛利率	21.2%	22.1%	20.0%	20.4%	20.2%	19.0%
EBIT 率	15.9%	16.7%	15.8%	16.2%	15.7%	15.1%
净利润率	11.2%	10.9%	10.6%	11.3%	11.4%	10.9%
净资产收益率(ROE)		15.8%	15.4%	16.2%	17.1%	19.9%
总资产收益率(ROA)	7.8%	7.2%	6.9%	8.8%	7.8%	6.7%
投入资本回报率(ROIC)	11.3%	11.6%	10.7%	14.2%	18.1%	14.6%
存货周转天数	30	37	33	27	27	25
应收账款周转天数	3	2	1	3	5	4
总资产周转天数	526	494	520	499	391	367
净利润现金含量	1.30	1.74	2.20	1.77	1.71	2.99
资本支出/收入	9%	32%	15%	38%	53%	56%
资产负债率	51.3%	54.3%	55.3%	45.7%	54.4%	66.1%
净负债率	55.1%	72.2%	81.5%	23.8%	76.7%	112.3%
PE		23.8	21.1	17.2	13.8	9.8
PB	4.5	3.8	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA		7.5	7.0	5.7	5.1	3.9
P/S	3.12	2.60	2.24	1.94	1.57	1.07
股息率		0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%



1. 洁净煤化工龙头

1.1. 煤气化多联产，不断成长

公司是典型的洁净煤气化多联产型煤化工企业，主要产品为尿素、DMF、三甲胺、醋酸、醋酐。目前产能为尿素 150 万吨、DMF25 万吨、三甲胺 10 万吨、醋酸 35 万吨、醋酐 3 万吨。得益于经过优化的先进水煤浆气化技术，公司生产成本处于行业低端，产品盈利能力在行业内属于较高水平。

随着对煤气化技术理解的不断深入，公司单耗、成本在不断降低中，产品链也不断延伸。近几年尿素在总业务中的占比有所降低，但仍占据最主要的地位，2009 年公司实现尿素销售收入 18.9 亿元，在总销售收入中占据近半壁江山，毛利占比也接近一半，是公司利润的主要贡献者。

图 1：2009 年公司收入构成

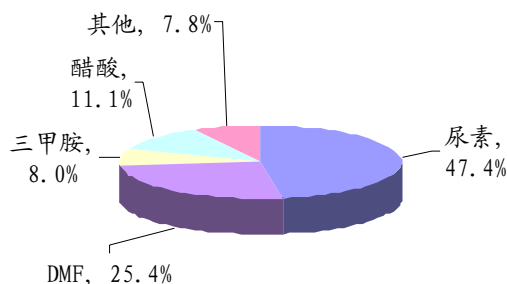
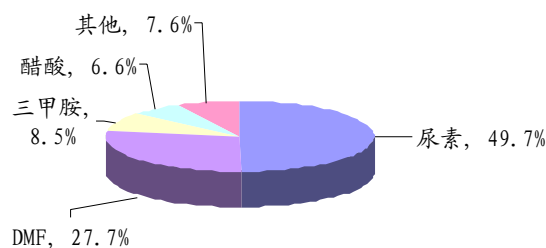


图 2：2009 年公司主营利润构成



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 行业产能过剩，产品价格低迷，景气来临仍需等待

2010 年公司主要产品所处行业都十分低迷，行业供求和产品价格表现不佳。今年春耕国内尿素货源足，经销商储备充分，但由于南旱北雪，特别是西南五省持续干旱，对化肥需求产生较大负面影响。资料显示 2008 年西南五省（区、市）农用化肥消费量达到 804.3 万吨（折纯），占全国消费总量的 15%，云南、重庆、广西、贵州等地均呈现春耕无法启动的现象，造成化肥滞销，库存增加，产品价格下滑。北方地区由于雨雪天气春耕也晚于往年，部分东北经销商已在低于成本价抛售尿素。目前国内尿素价格已从年初的 1800 元/吨下跌至 1600-1650 元/吨。春耕期间化肥的施用量占到全年的 4 成，今年春耕需求下降将导致库存后压，影响到下半年和明年上半年的市场供求。

我国 DMF 年需求量在 50-60 万吨；醋酸年需求量在 300 万吨左右，但国内产能分别达到 108 万吨、480 万吨。虽然国内产能明显过剩，但不少产能仍在建设中，市场整体供过于求，使得产品价格 2009 年以来表现低迷，2010 年仍然不容乐观。

图 3: 国内尿素价格

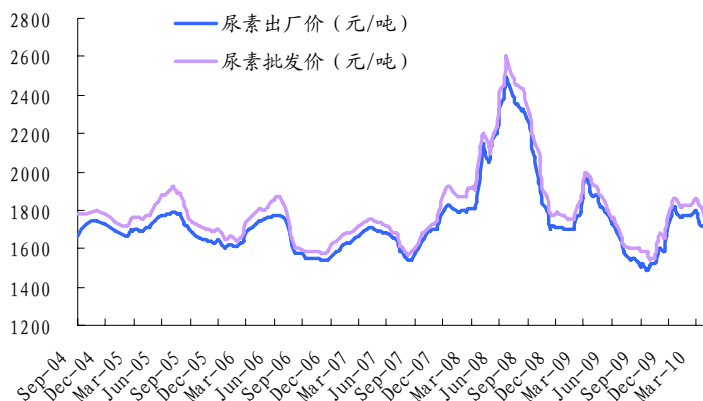


图 4: 国内 DMF 价格

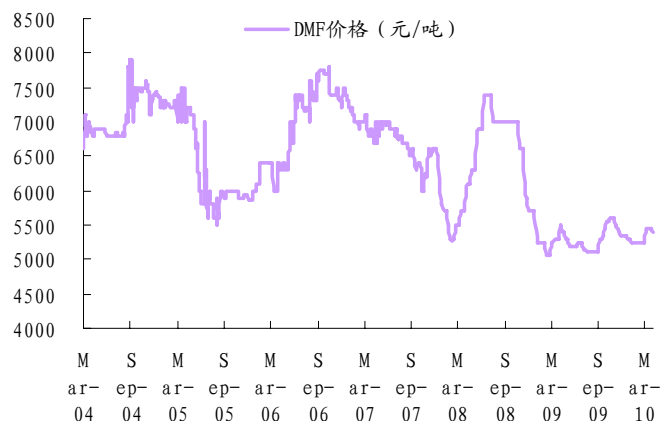
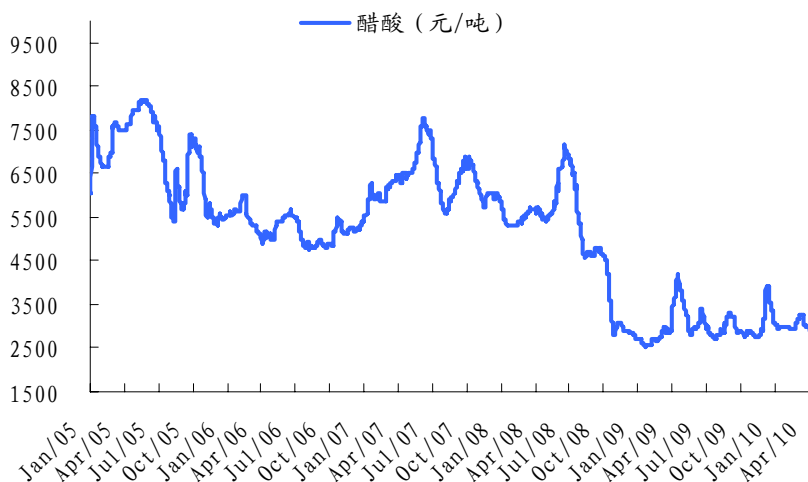


图 5: 2005 年以来国内醋酸价格



资料来源: 中国资讯网、化工在线、国泰君安证券

表 1: 国内醋酸现有产能和在建产能统计

现有	产能 (万吨)	工艺	备注
江苏索普	60	甲醇羰基化	
南京塞拉尼斯	60	甲醇羰基化	
扬子江乙酰	35	甲醇羰基化	
上海吴泾	60	甲醇羰基化	
兖矿国泰	60	甲醇羰基化	
大庆石化	20	甲醇羰基化	
陕西榆天化	15	甲醇羰基化	
吉林石化	20	乙烯-乙醛法	
中石化扬子江石化	10	乙烯-乙醛法	
中石化上海石化	5	乙烯-乙醛法	
山东金沂蒙集团	10	乙醇-乙醛法	
河南天冠	2	乙醇-乙醛法	
南宁化工	1.5	乙醇-乙醛法	
中海先锋	10	乙醇-乙醛法	
南通醋酸化工	1.5	乙醇-乙醛法	
吉安生化	21	乙醇-乙醛法	

天津冠达	4	乙醇-乙醛法	
新宇三阳	10	乙醇-乙醛法	
云维股份	20	甲醇羰基化	2009 年底试车
重庆万盛区	20	甲醇羰基化	2010 年 3 月建成
华鲁恒升	35	甲醇羰基化	
现有合计	480		
拟在建			
河南义马盛源化工	30	甲醇羰基化	2008 年 7 月开工
华鲁恒升	50	甲醇羰基化	2011 下半年建成
兖矿国泰	40	甲醇羰基化	2009 年 4 月开工
扬子江乙酰	65	甲醇羰基化	2011 年投产, 中石化与 BP 合作
延长榆林	20	甲醇羰基化	设备招标阶段
南京塞拉尼斯	60	甲醇羰基化	2008 年 12 月完成批前公示
江苏索普	60	甲醇羰基化	2010 年投产
拟在建合计	325		

资料来源: 国泰君安证券

表 2: 国内 DMF 现有产能和在建产能统计

现有	地点	产能 (万吨)	备注
华鲁恒升	山东	23	
江山化工	浙江	18	
安徽淮化	安徽	5	
章丘日月	山东	8	
九天化工	河南	15	
扬子巴斯夫	南京	4	
新亚化工	江苏	2	
盘锦新兴	盘锦	2	
菱天化工	南京	4	
新菱化工	江苏	3	
远兴江山	内蒙	10	建成未生产
云维集团	云南	10	建成未生产
昊天骏化	南京	4	
现有合计		108	
拟在建			
兖矿峰化	山东	20	在建
鲁西化工	山东	10	2010 年上半年建成
拟在建合计		30	

资料来源: 国泰君安证券

2. 内功深厚, 成本优势保证生存能力和竞争优势

尿素、DMF、醋酸属于同质化大宗化学品, 供应商都是市场价格的接受者, 价格是主要竞争手段, 因此成本是企业竞争力和盈利能力的决定因素。公司尿素、DMF、醋酸等产品成本在行业内能够处于低端水平的核心来自于前端合成气的低成本, 而合成气的低成本则源于几方面: 1、经过自主优化的水煤浆气化技术。相比国内大部分只能采用无烟块煤为原料的煤化工企业, 公司水煤浆气化技术能够消化价格相对低廉的粉煤, 成本优势明显; 相比使用

德士古水煤浆气化技术的企业，经公司优化的技术具备更高的生产效率，更低的单耗，更长的连续运行时间；相比壳牌粉煤气化技术，公司水煤浆气化运行更稳定，连续运行时间长，因此也具备成本优势。2、收购集团热电资产后能源成本降低，新建煤气化装置也配套热电装置；3、近几年公司快速成长，装置大型化，规模效应持续体现。3、在成本上不断挖潜。公司每年都会提出成本下降任务，由财务部门牵头，会同技术、生产部门讨论分解任务，最终层层落实到基层、工段，在各个工段从而完成任务。

按目前煤炭价格测算，公司尿素产品生产成本不到 1300 元/吨，比行业平均水平低 200 元/吨以上；醋酸生产成本不到 2000 元/吨，比主要竞争对手低 300 元/吨以上。突出的成本优势是公司长期生存力和竞争力的保证，保证公司在低谷期实现盈利，在景气期获得超额收益。

3. 产品、项目丰富，持续扩张

未来 2 年，公司项目规划丰富，产能在现有规模上还有较大提升，主要将在 2011 年建成。由于前端合成气供应瓶颈，我们认为公司 2010 年产品产销量增长不大，主要为尿素增产 15%至 120-130 万吨；醋酸产量由 19 万吨增长至 30-35 万吨；醋酐新贡献 1.5 万吨左右。2011 年下半年由于新的煤气化装置逐步建成，公司总氨醇能力将提升至 220-240 万吨，约是现在的 2 倍，后端产品产能也将有大幅提升，凭借具备成本优势的合成气优势，2012 年公司盈利有望大幅增长。

表 3：公司主要产品产能情况

单位：万吨

	2009	2010E	2011E
尿素	110	150	170
DMF	23	23	23
三甲胺	4	4	4
醋酸	20	35	90
醋酐		3	10
乙二醇			5
己二酸			16

资料来源：国泰君安证券

图 6：2003 年以来公司分产品收入及同比增速

图 7：2003 年以来公司主要产品毛利率变化

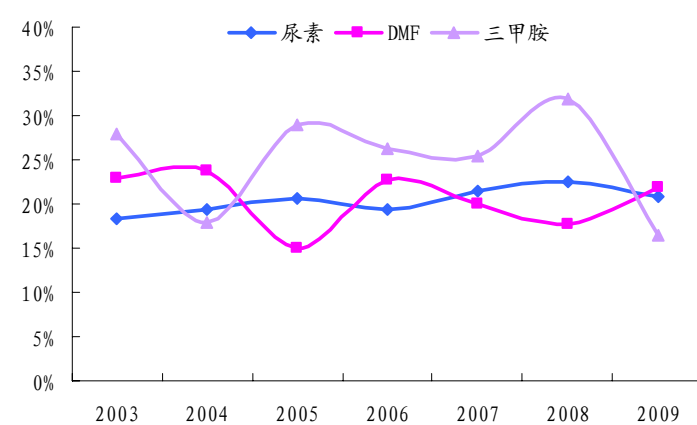
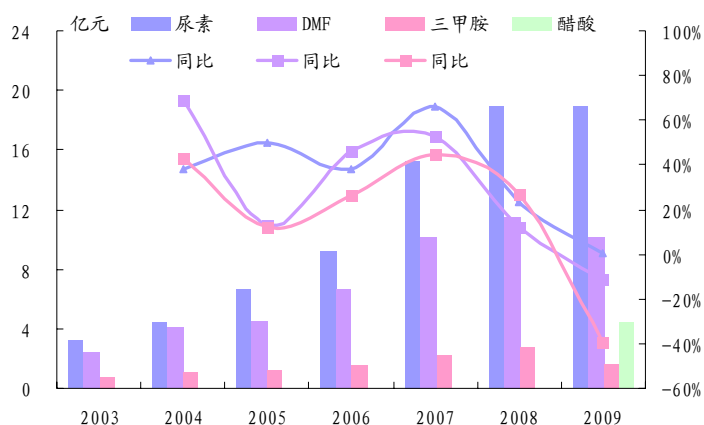


图 8: 公司 2006 年以来单季度收入

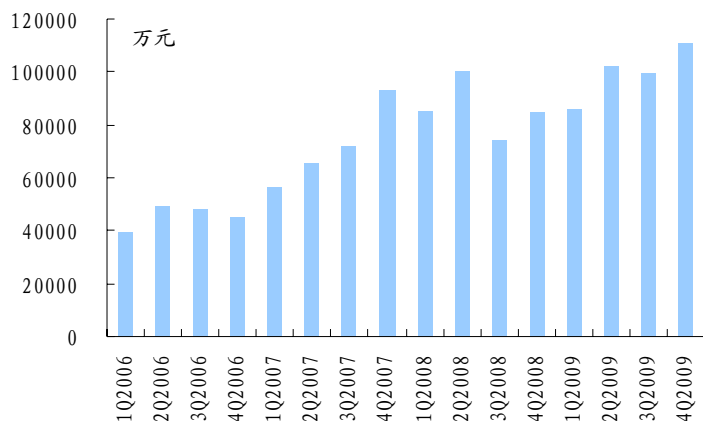
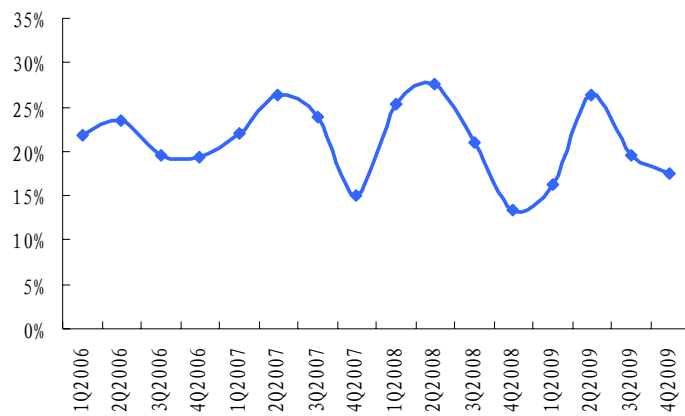


图 9: 公司 2006 年以来单季度综合毛利率



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

4. “谨慎增持”评级

公司公告计划非公开增发不超过 1.4 亿股, 发行价格不低于 16.73 元/股, 目前方案在等待发改委的意见, 按照目前进度看, 年中有望完成增发。公司拥有自主知识产权的水煤浆气化技术, 形成核心竞争力, 生产成本处于行业低端, 具有相对竞争优势, 虽然短期受行业低迷影响, 增速放缓, 但未来成长依然有潜力。

不考虑增发摊薄, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.05、1.31、1.84 元。假设增发 1.4 亿股, 则总股本扩大为 6.35 亿股, 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.82、1.02、1.44 元, 公司长期发展看好, 但由于行业低迷, 给予“谨慎增持”评级。

作者简介:**魏涛:**

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		