

分析师： 刘元瑞 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 梅崧玺 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

冯先涛 (8621)68751310 fengxt@cjsc.com.cn

投资 16 万吨己二酸的点评

事件描述

华鲁恒升 2010 年 7 月 8 日发布公告，公司董事会审议通过关于投资建设 16 万吨/年己二酸项目的议案，其具体内容

为：
本项目总投资 160699 万元，其中：固定资产投资 152476 万元，铺底流动资 8223 万元。项目规模为年产己二酸 160000 吨。建设期为 24 个月，建成投产后预计每年可新增销售收入 22 亿元。

我们针对己二酸行业和公司，有以下三点点评：

- （1） 当前己二酸行业受到国内开工不顺和执行反倾销关税的影响处于暴利时代，但未来己二酸行业将面临较大的过剩的压力，预计当前的暴利无法持续。若按照每吨净利 1000 元/吨，公司新建 16 万吨己二酸将对应业绩 0.32 元。
- （2） 公司的主营业务基本都处于盈亏平衡点，预计继续恶化的空间较小。
- （3） 公司当前 PB 为 2.1，仅比 2008 年 11 月最低点 1.8 高出 10%左右，我们认为即使未来市场大幅向下，公司向下的风险也将比较有限。我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.705,0.869,0.987 元，对应 PE 分别为 16.5, 13.4, 11.8，维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

第一， 当前己二酸行业受到国内装置开工不顺和执行反倾销关税的影响处于暴利时代，但未来己二酸行业将面临较大的过剩压力，预计当前的暴利无法持续。

2009 年，我国己二酸产能达到约 58.5 万吨，产量达到 43 万吨，进口 8 万吨，表观消费量为 50 万吨，自给率达到 86%，行业的供需大体平衡。

表 1：当前国内己二酸主要产能

公司名称	产能/万吨
中石油辽阳石油化工公司	14
山东洪业化工有限公司	16
河南平顶山神马集团公司	6
新疆天利高新股份公司	7.5
山东博汇集团公司	15

合计

58.5

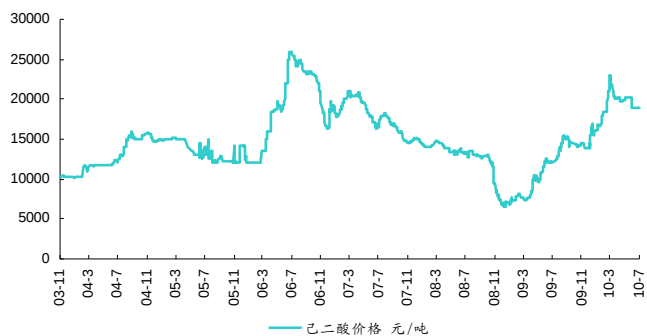
资料来源：长江证券研究部

表 2：近年来己二酸供需平衡表

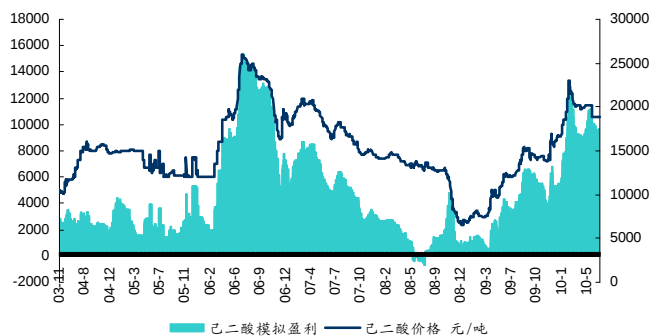
年份	产量	进口量	出口量	表观消费量	自给率
2001	9.7	7	0.1	16.6	58.3
2002	11.5	9.5	0.1	20.9	55.1
2003	11.8	13.3	0.2	25	47.2
2004	12.7	17.4	0.2	29.9	42.5
2005	19.6	14.2	0.3	33.5	58.4
2006	20	18.2	0.2	38	52.6
2007	21.5	27.8	0.3	49	43.8
2008	25	16.2	0.3	41	61
2009	43	8	1	50	86

资料来源：长江证券研究部

国内己二酸价格从 2009 年的 11 月起的 14400 元/吨上涨至 2010 年 3 月份最高的 23000 元/吨，目前进入行业淡季后回落至 18900 元/吨，而成本仅在万元不到，己二酸处于暴利的时代。此次价格的上涨主要是 2009 年 11 月起，我国执行反倾销关税，而 2010 年初，国内的山东洪业，山东博汇等装置受到原料，天气等原因开工不顺，天利高新的运输受到天气的影响，辽阳石油期间停产检修有关，这次价格暴涨并不能反映我国当前己二酸行业真实的供需情况，同样也不能够长期维持。

图 1：己二酸价格目前处在高位


资料来源：长江证券研究所

图 2：己二酸当前处于暴利阶段


资料来源：长江证券研究所

根据中国石油和化工经济分析的数据，从当前至 2012 年，加上华鲁恒升自己新建的装置，己二酸的产能将增加 47 万吨，占当前产能的 80%，到 2012 年，我国己二酸产能将达到 105 万吨。

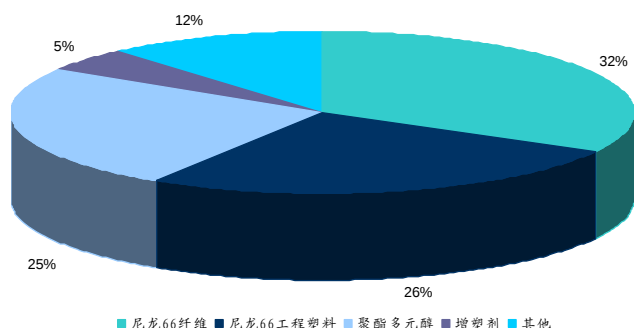
表 3：己二酸拟扩建产能

生产厂家	产能/万吨	备注
辽阳石油化工公司	16	已通过安评
山东博汇	7.5	在建
新疆天利	7.5	拟扩建
华鲁恒升	16	拟扩建
合计	47	

己二酸主要用于聚氨酯（鞋底原液底料和浆料），尼龙 66 盐等领域，我国由于鞋类大量出口，尼龙塑料方面发展较慢，

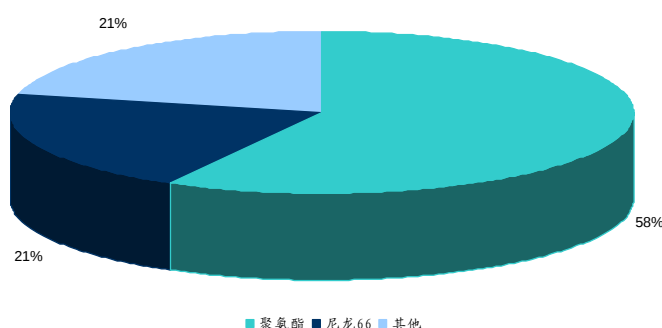
我国的己二酸消费结构和国外相差较大。

图 3: 全球己二酸的需求比例



资料来源: 长江证券研究所

图 4: 国内己二酸的需求比例



资料来源: 长江证券研究所

未来预计生产聚氨酯原料的聚酯多元醇领域的需求能够保持 10%~15% 的增长, 生产尼龙 66 盐的需求尽管也就将有所增加, 但预计对己二酸的拉动有限; 其他行业中, 己二酸酯类增塑剂具有广阔的前景。根据国内某大型化工公司规划研究院的预测, 到 2012 年, 我国己二酸产能将达到 105 万吨, 需求为 65 万吨左右。我们认为, 未来己二酸行业将面临一定的竞争压力, 预计产品价格的波动幅度和盈利能力都将会有所下滑, 但值得注意的是, 己二酸生产过程有一定的不稳定性, 尽管 2012 年底可能供需压力较大, 但也有可能出现像 2010 年 BDO 由于下游转暖, 开工不足, 生产检修等原因的出现较大的涨价行情。

表 4: 我国己二酸的细分下游

消费领域	2004 年	2005 年	2006 年	2009 年
聚氨酯行业	18.5	22.6	30.4	29
尼龙 66 行业	7.3	9.9	12.9	10.35
其他行业	0.8	1	1.4	10.65
总计	26.6	33.5	44.7	50

由于未来己二酸的价格目前难以判读, 假设 2012 年己二酸价格维持在 13000 元/吨, 公司能够实现 5%~10% 的净利率, 每吨己二酸的净利为 650~1300 元/吨, 公司将增加利润 16 亿元, 对应业绩为 0.32 元。

第二. 公司的主营业务基本都处于盈亏平衡点, 预计继续恶化的空间较小。

当前尿素出厂价维持在 1600 元/吨上下波动, 基本都处在成本线附近, 预计再往下的空间较小。醋酸业务受制于行业产能过剩, 预计将处在微利的阶段; DMF 有一定的季节性, 二季度下游浆料, 鞋底原液等行业淡季后价差有所回落。

图 5: 尿素行业普遍亏损给尿素价格带来支撑

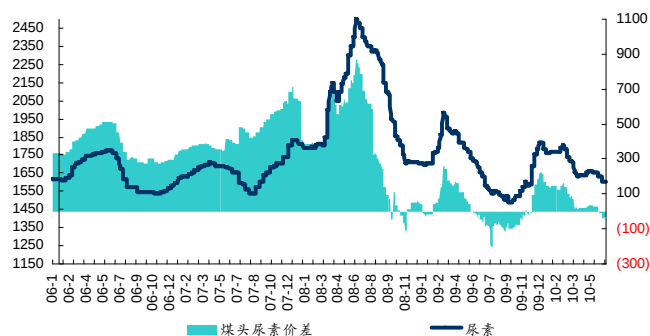
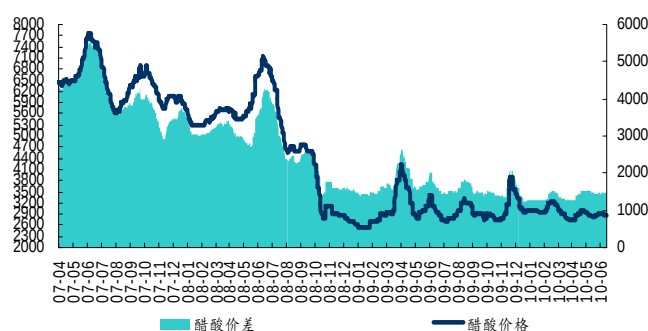


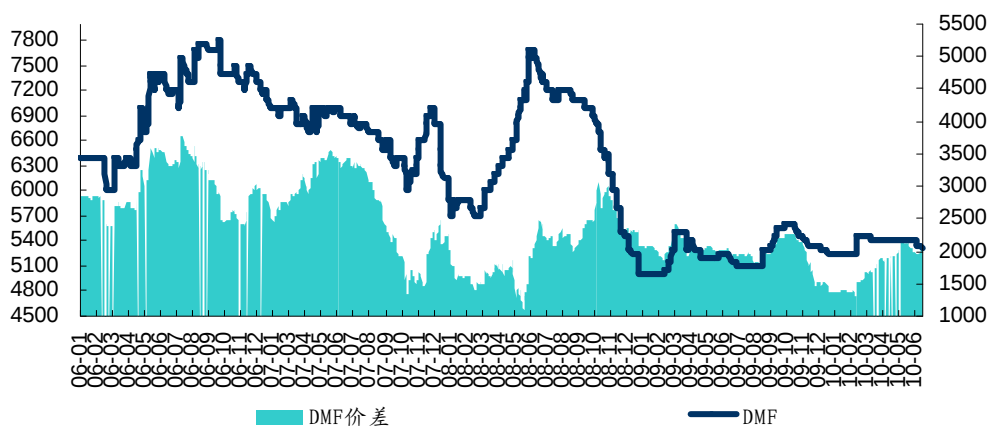
图 6: 醋酸价差二季度基本得到维持



资料来源：长江证券研究所

资料来源：长江证券研究所

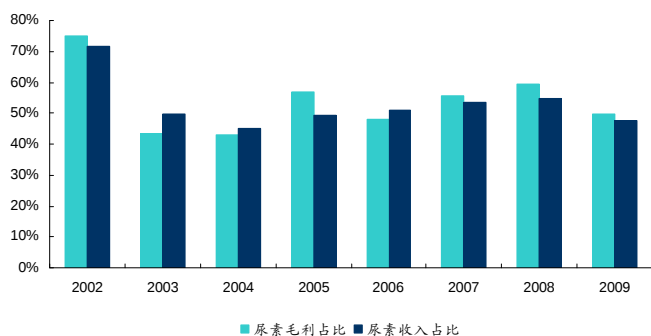
图 7: DMF 行业价差 6 月份有所回落



资料来源：Wind, 长江证券研究部

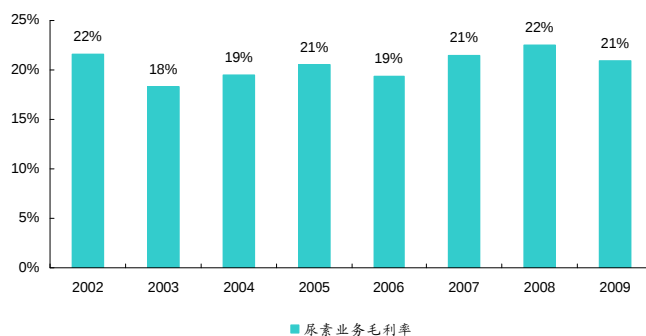
尿素业务一直是公司收入和盈利的主要部分，历史上盈利能力波动的幅度不大。我们认为尿素价格当前见底，预计公司盈利进一步恶化的可能性很小。

图 8: 公司尿素业务收入/毛利占比超过 50%



资料来源：长江证券研究所

图 9: 公司尿素毛利率总体上保持在 20% 以上

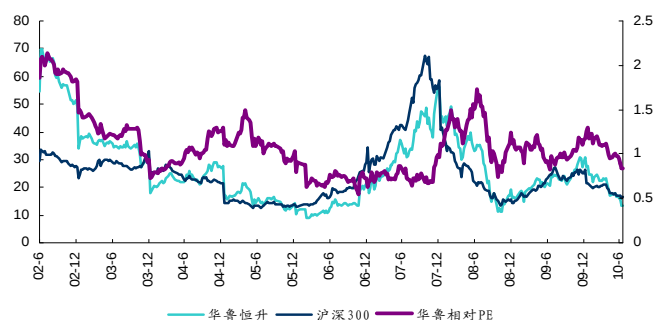


资料来源：长江证券研究所

第三，盈利预测和估值：

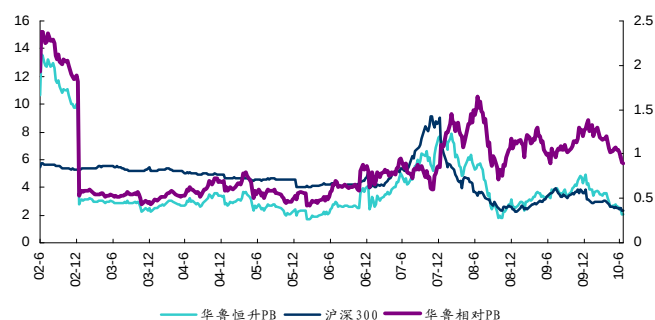
经过前期大幅调整，公司当前 PB 为 2.1，仅比 2008 年 11 月最低点 1.8 高出 10% 左右，我们认为即使未来市场大幅向下，公司向下的风险也将比较有限。

图 30: 公司 PE 接近 2008 年底部



资料来源：长江证券研究所

图 11: 公司 PB 接近 2008 年底部



资料来源：长江证券研究所

公司作为国内煤化工的标杆龙头，尿素业务业绩稳定，提供防御特性；而若未来国际天然气价格上涨带动国际尿素，甲醇价格上涨，公司将受益于煤化工在油价上涨时的业绩弹性，具备一定的进攻属性。我们认为对于这样的公司，估值具备优势时，可以考虑“买入”并持有以等待化肥行业和周期的复苏。

我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.705, 0.869, 0.987 元，对应 PE 分别为 16.5, 13.4, 11.8，维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3998	4180	4495	4828	货币资金	599	418	449	697
营业成本	3198	3440	3650	3902	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	800	739	845	926	应收账款	19	22	23	25
% 营业收入	20.0%	17.7%	18.8%	19.2%	存货	241	264	280	299
营业税金及附加	5	5	5	6	预付账款	315	340	361	386
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	88	92	99	106	流动资产合计	1182	1052	1122	1416
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	77	79	85	92	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	130	150	146	145	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.6%	3.3%	3.0%	固定资产合计	1155	1494	1797	1972
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	191	182	173	164
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	500	413	509	578	其他非流动资产	3650	3650	3650	3650
% 营业收入	12.5%	9.9%	11.3%	12.0%	资产总计	6179	6378	6742	7203
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	180	47	2	0
利润总额	502	413	509	578	应付款项	362	390	413	442
% 营业收入	12.5%	9.9%	11.3%	12.0%	预收账款	174	184	198	212
所得税费用	77	63	78	88	应付职工薪酬	8	10	11	12
净利润	425	350	431	489	应交税费	23	20	24	27
归属于母公司所有者的净利润	425.1	349.7	430.8	489.2	其他流动负债	5	4	4	4
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	753	654	652	697
EPS (元/股)	0.86	0.71	0.87	0.99	长期借款	2667	2667	2667	2667
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	509	596	732	816	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3420	3321	3320	3364
收回现金					归属于母公司	2759	3056	3422	3838
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-602	-442	-445	-348	股东权益	2759	3056	3422	3838
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	6179	6378	6742	7203
投资活动现金流净额	-602	-442	-445	-348	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.857	0.705	0.869	0.987
银行贷款增加 (减少)	275	-133	-45	-2	BVPS	5.57	6.16	6.90	7.74
筹资成本	163	-202	-211	-218	PE	13.61	16.54	13.43	11.83
其他	-326	0	0	0	PEG	2.84	3.45	2.80	2.47
筹资活动现金流净额	112	-335	-255	-221	PB	2.10	1.89	1.69	1.51
现金净流量	19	-181	31	248	EV/EBITDA	8.18	11.97	9.93	8.58
					ROE	15.4%	11.4%	12.6%	12.7%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业研究员

梅崐玺，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

冯先涛，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。