

业绩增长来自新建项目，竞争力来自一体化优势

——华鲁恒升（600426）调研报告

要点：

- 日前我们对华鲁恒升进行了调研，与公司证代就公司和行业的情况进行了交流。
- 华鲁恒升目前拥有氨醇能力 120 万吨，尿素 150 万吨，DMF25 万吨，三甲胺 6 万吨，醋酸 35 万吨，醋酐 3 万吨。今年开始，华鲁恒升增发和自建的项目开始陆续投产，包括：100 万吨合成气产能，5 万吨乙二醇，16 万吨己二酸，45 万吨醋酸。
- 华鲁恒升的竞争优势之一：公司的水煤浆气化技术已经可以摆脱对无烟煤的依赖，改用烟煤，（老厂的一套煤气化装置还是要用无烟煤），公司主要向神华采购 6000 大卡的烟煤作为原料。一吨氨醇能力在用无烟煤的老装置上需要 1.25 吨无烟煤，在用烟煤的新装置上吨耗 1.45 吨煤，用烟煤可吨节省成本 300 元以上。
- 华鲁恒升的竞争优势之二：公司的多联产与物料循环利用技术可进一步降低成本。比如传统上一吨合成氨需要耗电 1400 度，但是公司利用电厂的蒸汽来加热和驱动装置，吨合成氨耗电仅 400 度，节省了 1000 度电。
- 公司外销的几种主要产品均面临产能过剩的压力，我们认为：尿素行业整合趋势不可避免，中小尿素企业由于成本压力最终会淘汰出局。DMF 公司占有全国约 30% 市场份额，且原料甲醇有保证，一体化相对能够抵抗原材料价格波动。醋酸行业也同样需要向前或向后拓展产业链提高竞争力，目前行业形势并不很乐观。己二酸在反倾销的保护下，价格暴涨，行业处于暴利阶段。在此吸引下各地纷纷扩产，行业过剩即将到来。乙二醇虽然全球产能过剩，但国内仍处于供不应求的状态，煤制乙二醇由于成本优势可较为看好。中东低价乙二醇可能会对国内产生冲击。
- 我们预测 2010-2012 年，华鲁恒升的每股收益分别为 0.444、0.727、1.354 元，现在股价对应 39 倍、24 倍、13 倍市盈率，我们给予公司推荐投资评级。

报告日期：2011 年 3 月 10 日

分析师与联系人

分析师：王 刚

☎ (86-10) 88366060 – 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人：凌学良

☎ (86-10) 88366060 – 8886

✉ lxl@cgws.com

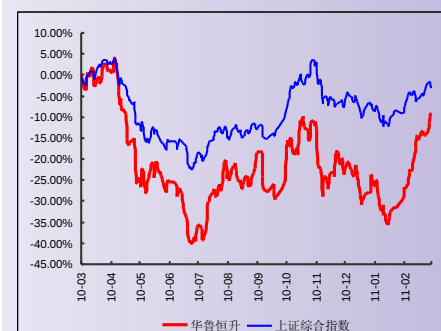
从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

公司盈利预测（百万）

万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	461484	574344	820078
营业成本	389042	471497	654945
营业利润	33177	54384	101250
利润总额	33177	54384	101250
所得税	4977	8158	15187
净利润	28201	46226	86062
EPS	0.444	0.727	1.354

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



华鲁恒升基本情况

华鲁恒升是一家老牌的化工上市企业。所以也走了一条典型的化工企业发展路径：从化肥起家，向化工发展。

目前，华鲁恒升拥有氨醇能力 120 万吨，尿素 150 万吨，DMF25 万吨，三甲胺 6 万吨，醋酸 35 万吨，醋酐 3 万吨。

今年开始，华鲁恒升增发和自建的项目开始陆续投产，包括：100 万吨合成气产能，5 万吨乙二醇，16 万吨己二酸，45 万吨醋酸。

股东方面，母公司是山东华鲁恒升集团有限公司控股，30.39%，母公司则被山东省国资委国有独资的华鲁控股集团有限公司 100%控股。

煤气化技术

煤炭在化工应用中，必须首先经历煤气化或者煤液化的过程，才能进行进一步的合成应用。

煤液化可分直接液化和间接液化。直接液化是在高温高压催化剂溶剂等作用下，煤炭中的碳链直接裂解加氢形成液体燃料。

间接液化开始时实际上和煤气化是一致的，都是煤炭在氧气、水蒸汽、氢气等作用下，变成一氧化碳和氢气的合成气，合成气可进行进一步的反应加工。如果合成气进行费托合成等反应生产液体燃料，那就是所谓间接液化了。

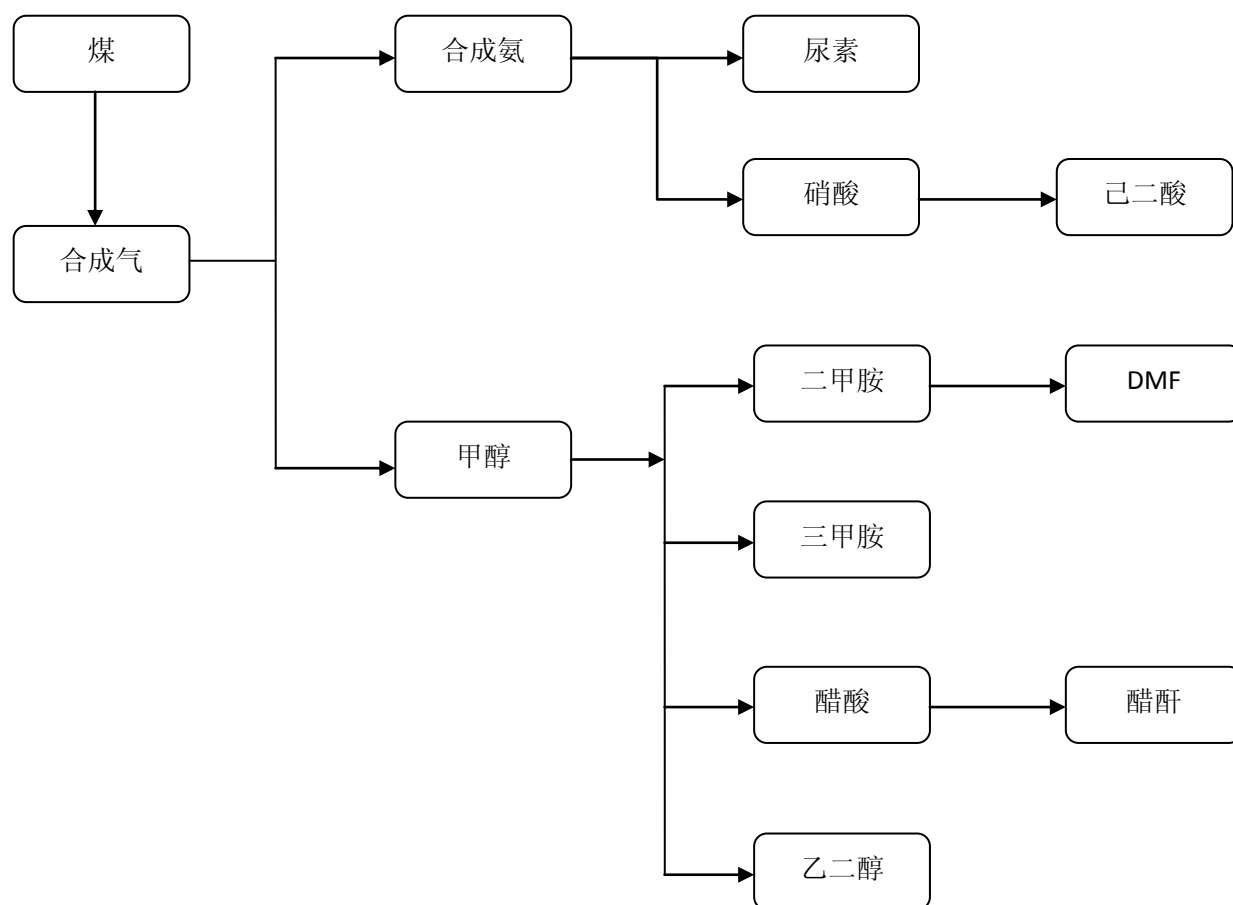
煤气化是生产合成氨、甲醇等的基础，合成氨可进一步生产尿素、硝酸等产品，甲醇则可以制造二甲醚、醋酸等产品，也可以由甲醇制造烯烃进一步生产乙烯、丙烯，这种情况下煤炭就替代了石油的作用。

煤气化用煤的最佳选择是无烟煤，无烟煤的价格相对烟煤和褐煤价格要贵，主要是因为无烟煤储量较少。所以对于煤化工企业来说，节省成本的重要方法一是提高煤的利用效率和转化效率，二是改进工艺用其他煤种来替代无烟煤。

华鲁恒升具有比较完整的产业链

华鲁恒升外卖的主要产品，包括尿素、DMF、三甲胺、醋酸、醋酐等，将来还会有己二酸和乙二醇。

图 1：华鲁恒升产品图



资料来源：公司调研、长城研究所

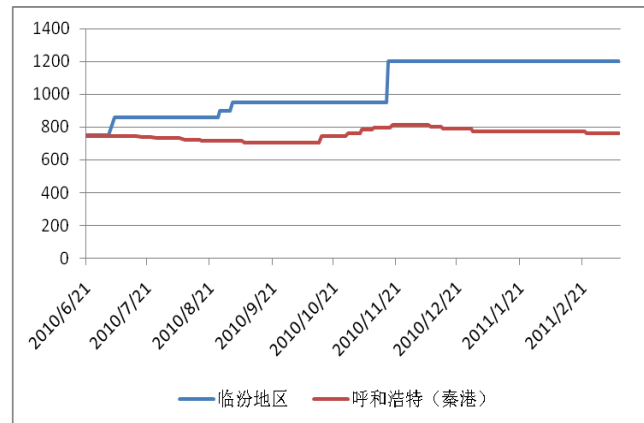
对于华鲁恒升的各项产品，原有的几种，尿素、醋酸、DMF 等，国内的产能实际都不同程度的过剩，那么华鲁恒升的优势来自于哪里呢？

第一：华鲁恒升的水煤浆气化技术已经可以摆脱对无烟煤的依赖，改用烟煤，（老厂的一套煤气化装置还是要用无烟煤），公司主要向神华采购 6000 大卡的烟煤作为原料。一吨氨醇能力在用无烟煤的老装置上需要 1.25 吨无烟煤，在用烟煤的新装置上吨耗 1.45 吨煤，用烟煤可吨节省成本 300 元以上。

第二：公司的多联产与物料循环利用技术可进一步降低成本。比如传统上一吨合成氨需要耗电 1400 度，但是公司利用电厂的蒸汽来加热和驱动合成装置，吨合成氨耗电仅 400 度，节省了 1000 度电。



图 2：2010 年以来无烟煤(临汾地区)和烟煤(呼和浩特)价格走势



数据来源：百川资讯

华鲁恒升主要产品未来市场情况展望

尿素：行业未来在整合

尿素是最基本、使用最广泛的化工产品之一，也是我国技术上最成熟的化工产品。建国初为了满足农业生产的需要，几乎每一个地方都兴建了自己的化肥厂。很多化工厂，也都是在这样一个小小的化肥厂基础上慢慢发展起来的。

目前我国国内尿素产能约 7000 万吨，而每年的消费量仅 5000 万吨，产能过剩十分严重。在我国的尿素产能中，约 7 成是煤头尿素，约 3 成是气头尿素。曾经的油头尿素已经基本淘汰。国际上的尿素产能则主要是气头尿素，占约 85%。

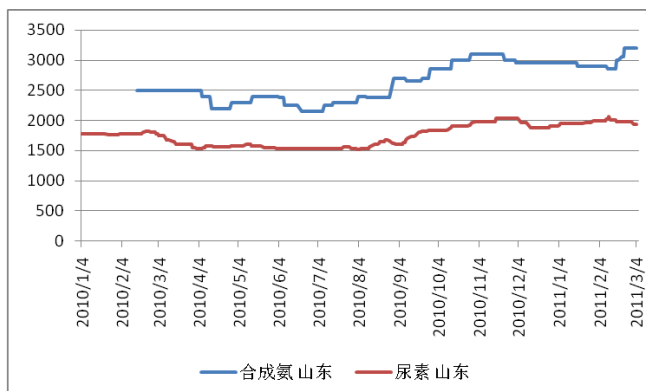
对于产能过剩的行业来说，出口往往是解决国内压力的办法，但是很不幸的是，往往尿素出口量一上去，价格也马上跟涨，直接影响到了下游的农业。同时尿素是从煤炭和天然气生产来的，出口尿素等于变相出口煤炭天然气，这种出口附加值又不高，因此国家对尿素的出口限制比较严格。所以国内的尿素市场常态性的处于比较压抑的状态。

在以前，用来生产尿素的天然气是可以享受国家优惠的，所以气头尿素的成本比煤头尿素低 400-500 元每吨，所以即使市场再差，气头尿素的盈利效果也一直很好。但是可以想见的后果是，由于供给化肥企业的天然气价格太低了，天然气企业就没有动力供气，因此天然气企业开工普遍不足。天然气价改之后，气头尿素成本和煤头尿素成本大幅拉近，仅有小幅的优势，但吃不饱的状态还在延续，所以气头尿素面临着很大的压力。目前气头尿素主要集中在四川盆地、新疆、东北一些有天然气产出的地区。

华鲁恒升虽然是煤头尿素，但是由于其优越的煤气化技术和多联产优势，成本比其他煤头尿素企业要低，因而更具竞争优势。

虽然产能已经过剩，但是一些规模比较大的尿素企业仍然没有停止扩产的步伐。对于未来几年的尿素行业而言，总的盈利水平可能会仍然持续不佳，借此将为数众多的占行业大多数的小尿素企业淘汰出局，从而赢得发展空间。行业的整合不可避免。

图 3：2010 年以来尿素和合成氨价格走势

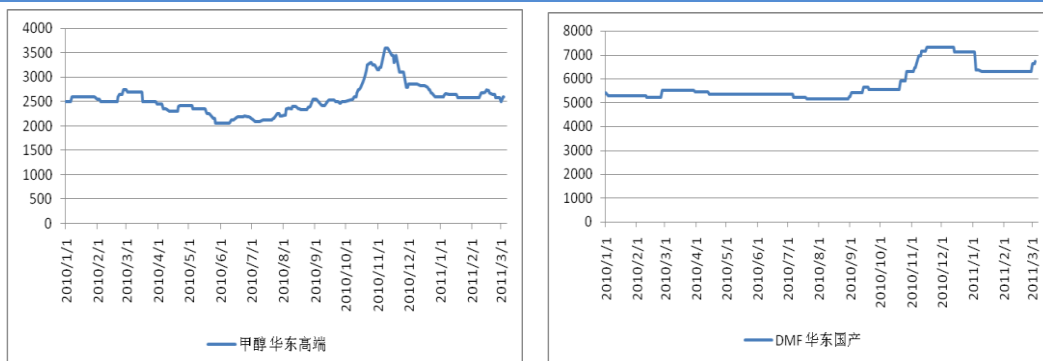


数据来源：百川资讯

DMF：国内龙头，一体化优势明显

华鲁恒升和江山化工是国内 DMF 的两大主要生产者，各占有约 30%的市场份额，从 DMF 的价格走势来看，基本比较平稳，而它的原材料甲醇和合成氨的价格波动相对剧烈，因此在这种情况下，华鲁恒升的一体化优势就比较明显，相对能够抵抗原材料价格的波动。

图 4：2010 年以来 DMF、甲醇价格走势



数据来源：百川资讯

醋酸：延伸产业链是生存之道

醋酸的生产曾经是以欧美为主，但是随着国内醋酸工业的发展，我国的醋酸产能产量已经从占全球的 20%提高到了 40%以上。2010 年，国内共生产 383.8 万吨，同比

提高了 29.29%，进口了 5.89 万吨，出口了 21.61 万吨。表观消费量 368 万吨，而国内的醋酸产能可能已经突破了 600 万吨达到了 680 万吨。

对于醋酸行业而言，应对产能过剩无外乎三种方法，加大出口、前向一体化和后向一体化。华鲁恒升应该说努力在完成前向一体化，以华鲁恒升的生产规模，每年需要外购 30 万吨左右的甲醇，在新的生产装置投产后，将基本可以实现完全自给还有富裕，向前拓展产业链可以降低成本、提高竞争力。

醋酸下游最有潜力的增长点是 PTA、醋酸乙烯、EVA 树脂和醋酸酯。目前公司并没有下游的配套装置。我们相信华鲁恒升的醋酸产能达到 80 万吨的目标后，向下游发展是个不可避免的选择。

图 5：2010 年以来醋酸价格走势



数据来源：百川资讯

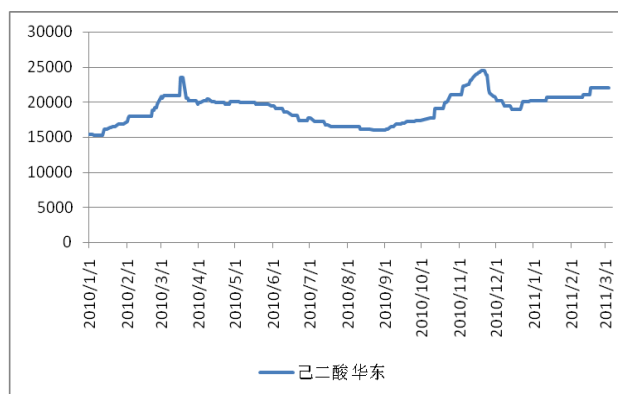
己二酸：化工品的宿命循环，暴利引发扩产狂潮。

己二酸主要用于制造锦纶纤维和塑料、聚氨酯泡沫塑料等。我国原本国内产能满足不了需求，每年需要大量进口己二酸。2009 年 11 月，商务部决定对原产美国、欧盟、韩国的己二酸征收 5%-35.4% 的反倾销税，此后己二酸的价格开始大涨，从 2009 上半年的 7000 起步，2010 年 3 月达到 23500 元/吨，此后就高位震荡，目前 22000 元/吨，而己二酸的生产成本在 11000 左右，毛利高达 50%。

我国目前的己二酸需求约为 65 万吨，而 09 年底的国内产能约为 61 万吨，所以供需已经平衡。但是在暴利的诱惑下，已有产能纷纷扩产，没有产能的纷纷上马。根据媒体的统计，在建和规划的己二酸产能已经达到了约 130 万吨（证券市场周刊，史宁）。如果这些产能全部建成投产，那么己二酸的价格也将一泻千里。己二酸的形势，正是

化工品典型的循环，暴利——大规模盲目扩产——全行业经营困难。对于华鲁恒升而言，现在的目标就是希望能迅速的顺利开车投产，抢在大量产能释放之前生产出产品占领市场。

图 6：2010 年以来己二酸价格走势



数据来源：百川资讯

乙二醇：国际产能过剩、国内供不应求

乙二醇的下游主要用来生产 PET 树脂，纤维级切片用来生产涤纶纤维，瓶级切片用来生产矿泉水瓶等。

乙二醇目前国内仍然是供不应求，对外依存度比较高的产品。2010 年，我国 MEG 的消费量约占全球的 1/3，预计到 2014 年可能达到全球的 41%，我国是乙二醇最重要的消费市场。2009 年，我国进口了 580 万吨的乙二醇，国内产量约 150 万吨，2010 年我国进口了约 550 万吨的乙二醇，国内产量约 200 万吨。在这样的背景下，国内的产能迅速扩大，近年新增的煤制乙二醇产能如下表：

近年国内煤制乙二醇投产情况，万吨/年

公司	装置能力	投产时间
金煤（通辽一期）	20	2009
小计	20	
天津联合	36	2010.2
镇海炼化	60	2010.4
盘锦华锦	20	2010.3
金煤（通辽二期）	40	2010.1

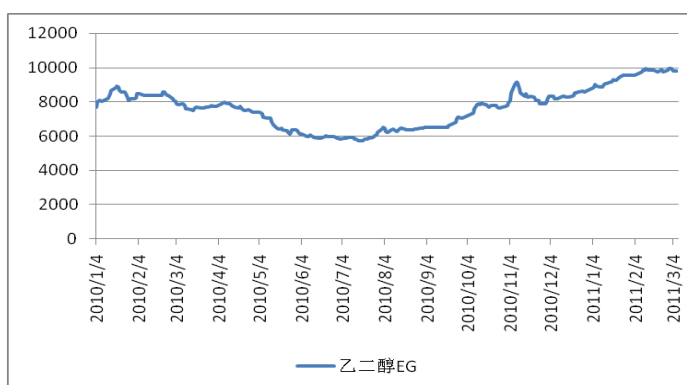
小计	156	
金煤-河南煤业	100	2011
开滦煤业	40	2011
中石油成都	20	2011
中石化武汉	38	2012
小计	198	

数据来源：化工信息周刊，中国石化

乙二醇的情况相对己二酸来讲乐观一些，首先，国内还存在 500 万吨供应缺口，即使目前国内所有新建产能投产也无法填补缺口，二是，目前煤制乙二醇的项目由于工业化先例较少，开车未必能一次性成功投产，也延缓了产能的释放进程。

以全球的视角来看，目前（2009 年底）全球乙二醇产能 2400 万吨，全球消费量 1860 万吨，产能处于过剩状态。以产地来看，亚洲（不含中东）占 38%，中东 31%，北美 20%，欧洲 9%，南美 2%。中东由于拥有大量原油，成本优势明显，开工率比较高，在 90%以上，而中国地区的装置开工率在 75%左右，其它地区在 60%至 70%之间。中东地区的低价乙二醇会对我国的市场产生一定的冲击。

图 7：2010 年以来乙二醇价格走势



数据来源：百川资讯

盈利预测与投资评级

根据我们的测算，2010-2012 年，华鲁恒升的每股收益分别为 0.444、0.727、1.354 元，现在股价对应 39 倍、24 倍、13 倍市盈率，我们给予公司推荐投资评级。

风险提示：要注意公司新产能不能按时达产，产品价格波动等风险。



	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	399789	461484	574344	820078
营业成本	319761	389042	471497	654945
销售费用	8764	9230	11487	16402
管理费用	7701	9230	11487	16402
营业利润	49987	33177	54384	101250
利润总额	50173	33177	54384	101250
所得税	7662	4977	8158	15187
净利润	42510	28201	46226	86062
EPS	0.857	0.444	0.727	1.354

三张表预测:

利润表 (万元)					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	399789	461484	574344	820078	成长性				
营业成本	319761	389042	471497	654945	营业收入增长	16.1%	15.4%	24.5%	42.8%
销售费用	8764	9230	11487	16402	营业成本增长	19.2%	21.7%	21.2%	38.9%
管理费用	7701	9230	11487	16402	营业利润增长	12.1%	-33.6%	63.9%	86.2%
财务费用	12960	18960	23192	27800	利润总额增长	11.4%	-33.9%	63.9%	86.2%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	12.8%	-33.7%	63.9%	86.2%
营业利润	49987	33177	54384	101250	盈利能力				
营业外收支	185	0	0	0	毛利率	20.0%	15.7%	17.9%	20.1%
利润总额	50173	33177	54384	101250	销售净利率	10.6%	6.1%	8.0%	10.5%
所得税	7662	4977	8158	15187	ROE	15.4%	5.8%	8.6%	13.8%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	9.8%	8.1%	12.1%	18.9%
净利润	42510	28201	46226	86062	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
流动资产	118161	359510	529776	699039	管理费用/营业收入	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
货币资金	59906	280317	433753	565590	财务费用/营业收入	3.2%	4.1%	4.0%	3.4%
应收帐款	1817	461	574	820	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	813	923	1149	1640	所得税/利润总额	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	24082	38904	47150	65495	应收帐款周转率	350.97	891.04	823.77	980.39
非流动资产	499732	477780	461445	504091	存货周转率	10.15	9.04	8.37	9.80
固定资产	473782	453641	439117	483574	流动资产周转率	1.67	1.04	0.93	1.09
资产总计	617893	837290	991221	1203130	总资产周转率	0.55	0.50	0.52	0.63
流动负债	75264	81380	96324	129412	偿债能力				
短期借款	13000	13000	13000	13000	资产负债率	55.3%	41.6%	46.0%	48.3%
应付款项	36233	44083	53426	74213	流动比率	1.57	4.42	5.50	5.40
非流动负债	266733	266733	359493	452253	速动比率	1.25	3.94	5.01	4.90
长期借款	266733	266733	359493	452253	每股指标 (元)				
负债合计	341997	348113	455817	581665	EPS	0.857	0.444	0.727	1.354
股东权益	275896	489177	535403	621466	每股净资产	5.57	7.69	8.42	9.78
股本	49575	63575	63575	63575	每股经营现金流	1.03	0.81	1.32	1.97
留存收益	226321	425602	471828	557891	每股经营现金/EPS	1.2	1.8	1.8	1.5
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	617893	837290	991221	1203130		2009A	2010E	2011E	2012E
现金流量表 (万元)					PE	20.2	39.2	23.9	12.8
经营活动现金流	50902	51323	83750	125228	PEG	-0.60	0.61	0.28	-
其中营运资本减少	-20889	-14822	-1885	-4339	PB	3.1	2.3	2.1	1.8
投资活动现金流	-60208	-15992	-23074	-86152	EV/EBITDA	11.48	15.38	12.63	9.10
其中资本支出	-60208	-15992	-23074	-86152	EV/SALES	2.85	3.00	2.57	1.92
融资活动现金流	11164	185080	92760	92760	EV/IC	2.10	2.55	2.72	2.54
净现金总变化	1858	220412	153436	131837	ROIC/WACC	0.96	0.79	1.18	1.84
					REP	2.19	3.21	2.30	1.38

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源: 长城研究所盈利预测模型

研究员介绍:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>