

(华鲁恒升 600426.SH)

推荐 维持评级

乙二醇、己二酸新项目带来业绩增长

分析师: 李国洪 电话: (8610) 6656 8876 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

2011年3月23日我们在华鲁恒升联合调研。

2. 我们的分析与判断

(一)、公司由尿素向多元化化工大转变

公司目前拥有尿素150万吨, DMF25万吨, 氨醇能力120万吨, 醋酸35万吨。公司目前新建项目主要是: 乙二醇5万吨, 己二酸16万吨。公司在十二五计划中, 会大力发展非煤化工产品, 主要是产业链的延伸产品。目前公司没有再融资的计划, 主要向神华采购6000大卡的烟煤作为原料。公司由尿素向多元化化工大转变。

图 1: 华鲁恒升工业园图



资料来源: 公司网站

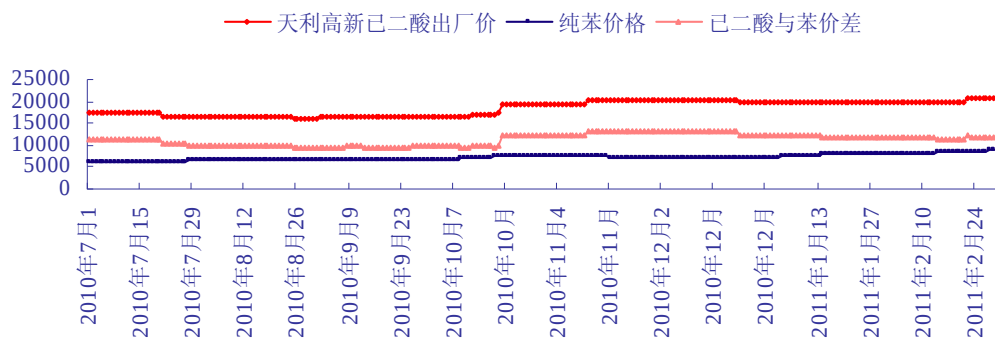
(二)、16万吨己二酸是未来业绩增长的关键

公司新建16万吨己二酸产能预计2011年10月投产, 分两套各8万吨装置、0.7吨苯生产1吨己二酸, 苯10000方库容, 4个罐, 苯主要从齐鲁等周边购买。硝酸、氢气自给, 比其他公司有成本优势。己二酸完成成本在10000-11000元/吨左右。16万吨己二酸投资了16亿, 湖南百利做的工程设计。公司技术人员2010年开始已经进入模拟培训。目前国内生产己二酸的企业有山东海利(博汇集团)22.5万吨, 天利高新(7.5万吨), 辽阳石化(14万吨)、山东洪业15万吨。己二酸价格在20000多元。公司客户群主要集中在长三角和珠三角地区, 山东及以北己二酸年需求量约4.65万吨, 占8.4%; 苏沪年需求量约7.13万吨, 占总需求量的12.9%; 浙江省年需求约24.19万吨, 占整体需求的43.7%; 福建年需求量约2.92万吨, 约占需求的5.3%; 广东市场年需求量6.78万吨, 约占需求的12.3%; 西南及其他市场总体需求量约9.7万吨, 占需求的17.5%。从统计数据来看, 与公司有DMF产品合作量的客户对己二酸的消耗量约接近25万吨, 占到整体市场消耗量45%; 其中除去河南神马消耗掉9万吨外, 与我公司有DMF合作客户对己二酸消耗能占到其他消耗量的54%。从此种角度上讲, 对于己二酸产品的市场入市和顺利销售是十分有利的。己二酸的生产技术已有专利, 可以从环乙酮和环乙烷的混合物中提炼出环乙酮, 环乙酮可以作为中间销售。己二酸的生产过程会排放环己烷废液, 公司的处理方法是加助燃剂焚烧, 相当于60万吨锅炉废液焚烧, 焚烧后可产出95%纯碱。己二酸在反倾销的保护下, 受市场需求较好影

响近期价格上涨。由于环保要求,国外很多己二酸已停产,另外2011年以来,国内己二酸下游需求旺盛,我们看好未来己二酸市场。

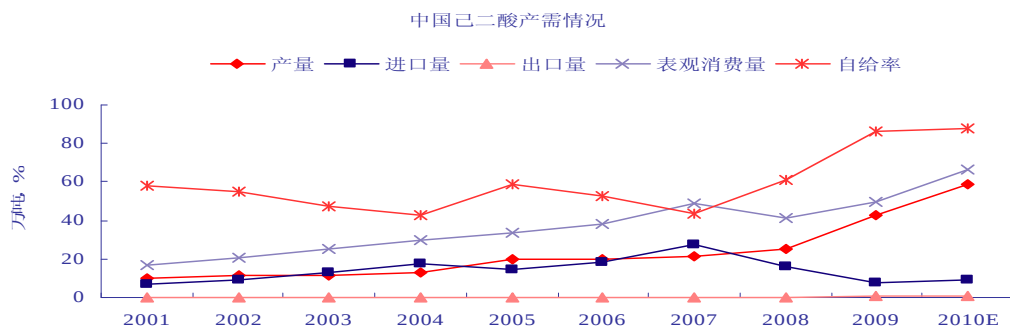
随着我国国民经济建设的稳步发展,我国鞋底料和聚氨酯浆料市场迅速发展,聚氨酯原料装置建设迅速,并且未来还将保持较快的增长速度,因此这将极大地刺激了己二酸的消费增长。预计今后几年我国对己二酸的需求量仍将较快增长。主要原因是生产聚氨酯原料-聚酯多元醇的需求增加,预计今后将以每年约10%的速度增长;预计2011年我国对己二酸需求量约为61万吨,届时生产能力将达到103.5万吨/年,由于投产时间的不同,2011年按总体行业开工率按70%计算,产量将达到约72.5万吨,除去一些企业自用,不作为商品外卖约12万吨,总体市场商品供应量约在60万吨左右,基本处于当年的供需平衡状态,我国己二酸的自给率将有较大提高。

图 2: 国内己二酸与纯苯价差变动情况



资料来源: 公司公告

图 3: 国内己二酸供需变动趋势



资料来源: 中国石油化工协会

表 1: 国内己二酸产能变动趋势

公司	己二酸产能 (万吨)		市场份额 (%)	
	2010	2012E	2010	2012E
中石油辽阳	14	30 (新增 16 万吨已经通过安平, 但还需要较长时间才能开始建设)	23.93%	33.52%
山东洪业	16	16	27.35%	26.26%
河南平顶山神马	6	6	10.26%	6.70%
华鲁恒升		16		17.88%

山东博汇	15	22.5	25.64%	25.14%
天利高新	7.5	15 (拟扩建 7.5 万吨)	12.82%	16.76%
中国总计	58.5	105.5	100%	100%

资料来源：百川咨询

(三)、乙二醇装置能否运行好存在不确定性

新建5万吨乙二醇，2011年6月试车。乙二醇成本约5000元。消耗1.5吨甲醇。氢气成本1.3元，消耗700方/吨，公司煤气化自给供应氢气。煤和苯需要外购。煤从神化进口，到厂价800元。苯从不同地区购入，如齐鲁石化，天津石化等。5万吨乙二醇装置主体工程已经基本建设好，6月投产不成问题，但国内煤制乙二醇技术还不过关，只有丹化一家装置运行很不稳定，目前还不能确定装置能否运行好。

(四)、尿素装置运行稳定，吨毛利在 300 元左右

公司四套尿素装置共150万吨产能，目前日产量3300吨，生产成本在1500-1600元左右，产品价格1900元左右。目前我国尿素产能约7000万吨，年消费量为5000万吨，产能严重过剩。公司使用煤头尿素，由于其优越的煤气化平台技术，公司成本低于其他公司，具有一定的竞争优势，但未来几年公司不会重点发展尿素产品，近期不会新建或扩产该项目。

(五)、合成氨扩能为补充

目前有120万吨，2012年底总氨能力达到220万吨，以补充甲醇、乙二醇和己二酸的需求。

(六)、醋酸 2012 年达到 80 万吨

今年年底1期募投建设完成，明年完成2期完成。公司会满负荷运作。2012年产能达到80万吨，产量在70多万吨，50%用于自用。醋酸成本在2500-2600左右，产品价格3500元左右。关于新建20万吨醋酸乙烯还没有规划。

(七)、DMF 为己二酸提供客户资源

欧洲反倾销税取消后，对国内DMF有直接影响。国内DMF产能已经过剩，公司产量80万吨，市场需求60万吨，公司在国内市场是龙头地位。公司生产的DMF主要供给国内，出口不到总产量的20%。生产完全成本4400-4500元左右。DMF成本与石油价格息息相关，近期石油价格上涨，对煤化工企业利好。公司的产品质量很好，可以进入所有细分产业，杜邦也会用到本公司的产品。出厂价：6300-6400元（含税）。

(八)、甲醇目前还需外购 30 万吨

公司产能32万吨，外购30万吨，全部用于DMF和醋酸。DMF吨耗0.92-0.94甲醇，醋酸吨耗0.54甲醇。

3. 投资建议

公司目前拥有尿素 150 万吨，DMF25 万吨，氨醇能力 120 万吨，醋酸 35 万吨。新建项目主要是：乙二醇 5 万吨，己二酸 16 万吨。尿素行业产能过剩导致尿素毛利不高，2012 年公司醋酸产能达到 80 万吨，产量在 70 多万吨，50%用于自用。新建 5 万吨乙二醇，2011 年 6 月试车，但装置能否运行好存在不确定性。16 万吨己二酸是未来业绩增长的关键，由于该项目还处于刚做好地基阶段，10 月份投产难度很大，且己二酸生产过程中结晶很容易堵塞管路，装置运行难度大，估计投产后还需要几个月时间才能稳定运行，产生利润贡献可能要到明年，我们预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.67 元和 1.05 元，对应目前 PE 为 24.9 倍和 15.9 倍，给予推荐的投资评级。

表 1: 华鲁恒升 (600426.SH) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	580.5	599.1	2349.8	5588.1	5871.9	营业收入	3443.7	3997.9	4737.8	6985.1	9786.5
应收票据	7.3	8.1	171.9	14.2	19.9	营业成本	2682.4	3197.6	4109.9	6120.1	8617.9
应收账款	0.0	18.2	15.1	31.7	44.5	营业税金及附加	12.4	4.8	6.4	8.4	11.8
预付款项	290.9	315.1	842.9	842.9	842.9	销售费用	94.5	87.6	101.0	349.3	489.3
其他应收款	0.4	0.3	0.3	209.6	293.6	管理费用	56.6	77.0	78.5	497.3	636.1
存货	341.9	240.8	389.4	460.9	649.0	财务费用	124.6	129.6	152.2	213.4	246.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	27.4	1.3	-0.4	2.4	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2737.5	4290.4	4521.1	341.1	367.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	947.5	427.8	389.2	108.1	54.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	60.3	19.6	43.1	43.1	43.1	营业利润	445.8	499.9	290.2	-205.7	-215.3
无形资产	173.3	191.4	255.3	153.1	134.0	营业外收支净额	4.7	1.9	9.4	661.7	927.8
长期待摊费用	70.0	67.3	56.2	53.8	47.1	税前利润	450.5	501.7	299.7	455.9	712.5
资产总计	5215.7	6178.9	9035.1	7883.9	8405.1	减: 所得税	73.6	76.6	45.5	30.5	47.7
短期借款	203.0	130.0	190.0	2519.2	1611.3	净利润	376.9	425.1	254.1	425.4	664.8
应付票据	50.0	0.0	83.6	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	376.9	425.1	254.1	425.4	664.8
应付账款	253.6	362.3	385.8	684.0	963.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	203.0	174.4	161.3	580.5	1167.6	基本每股收益	0.76	0.86	0.40	0.67	1.05
应付职工薪酬	13.2	8.2	10.9	10.9	10.9	稀释每股收益	0.76	0.86	0.40	0.67	1.05
应交税费	7.4	22.9	25.5	25.5	25.5	财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
其他应付款	3.3	4.8	5.4	5.4	5.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	20.1%	16.1%	18.5%	47.4%	40.1%
长期借款	1739.7	2667.3	3233.2	3233.2	3233.2	EBIT 增长率	30.1%	5.5%	-29.9%	-97.7%	212.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	17.7%	12.8%	-40.2%	67.4%	56.3%
负债合计	2832.2	3420.0	4255.6	7218.6	7177.1	盈利性					
股东权益合计	2383.4	2759.0	4779.5	5143.9	5706.6	销售毛利率	22.1%	20.0%	13.3%	12.4%	11.9%
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	销售净利率	10.9%	10.6%	5.4%	6.1%	6.8%
净利润	376.9	425.1	254.1	425.4	664.8	ROE	15.8%	15.4%	5.3%	8.3%	11.6%
折旧与摊销	252.3	362.5	44.9	51.4	54.7	ROIC	10.68%	9.53%	4.48%	0.08%	0.27%
经营活动现金流	615.6	509.0	-285.9	1185.0	1541.9	估值倍数					
投资活动现金流	-1063.5	-602.1	-1.5	-1.5	-1.5	PE	21.9	19.4	41.7	24.9	15.9
融资活动现金流	531.0	111.6	4189.2	2054.8	-1256.6	P/S	2.4	2.1	2.2	1.5	1.1
现金净变动	83.2	18.6	3901.8	3238.3	283.8	P/B	3.5	3.0	2.2	2.1	1.9
期初现金余额	497.3	580.5	599.1	2349.8	5588.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.0%
期末现金余额	580.5	599.1	4500.9	5588.1	5871.9	EV/EBITDA	11.7	10.6	24.3	177.5	112.8

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：中海油服（2883.HK）

A 股：烟台万华（600309.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、德美化工（002054.SZ）、久联发展（002037.SZ）、三友化工（600409.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908