

氮肥

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 梁皓

S0960111010122

010-63222937

lianghao@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 16.69元

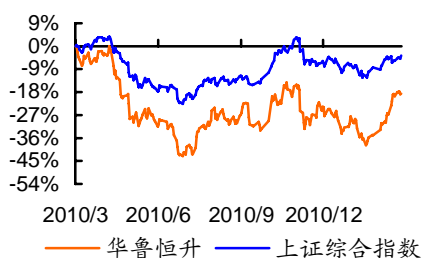
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	636
流通股本(百万)	496
流通市值(亿)	83
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.34
资产负债率	55.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华鲁恒升	0.00	-100.0	-100.0
上证综合指数	0.00	3.51	10.80



相关报告

华鲁恒升

600426

推荐

继续扩产煤化工, 重点关注6月煤制乙二醇工艺

投资要点:

- **国内煤化工的龙头。**公司以洁净煤气化技术为平台, 在行业内首家打造了“一头三线”的循环经济多联产, **01-09年**收入年复合平均增长率 29.42%, **净利润年复合平均增长率 32.23%**。管理和成本控制是化工企业中相对好的。
- **公司核心优势是先进的煤气化技术:** 华鲁用的是烟煤, 而国内大部分厂家要么是的是无烟煤, 要么是外购甲醇。近3年来, 烟煤的均价比无烟煤低 370 元/吨左右。未来2年公司的煤气化能力将由 120 万吨提升至 220 万吨, 11、12年扩产醋酸、己二酸和乙二醇项目, 横向和纵向扩展产业链, 由传统的煤化工向新型煤化工转型。
- **煤制乙二醇: 技术是关键, 值得重点关注:** 煤制乙二醇工艺总体处于商业化生产前期, 技术尚未完全成熟, 需要经过进一步商业化运行的试验。如果公司6月的煤制乙二醇项目成功会是工艺上的重大突破。从成本上来看, 普通石脑油路线制备乙二醇成本约 7000 元/吨; 中东乙烷路线到岸成本约 4000 元/吨; 我们预计煤制乙二醇完全成本约 4500-4800 元/吨 (量产后还可能降低约 20%)。
- 国内首套 20 万吨煤制乙二醇装置项目进度迟于市场预期, 核心问题是草酸酯加氢制乙二醇工艺中的催化剂稳定性下降, 生产负荷仅为 30%。但我们认为, 随着国内研究的积累, 技术的成熟, 未来这一块可能实现突破。目前公司和上海戊正工程技术有限公司合作, 有核心的催化剂专利, 1 万吨的中试已经完成。
- **投资建议:** 我们预测公司 10-12 年的 eps 分别为 0.43、0.76 和 1.38 元, 给予推荐评级, 6-12 个月目标价 20-25 元, 对应 10-12 年的市盈率分别为 47、26 和 14 倍。重点关注公司煤制乙二醇项目。

风险提示:

- 项目进展顺利, 产品销售低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3998	4519	5412	8595
同比(%)	16%	13%	20%	59%
归属母公司净利润(百万元)	425	276	484	874
同比(%)	11%	-35%	75%	81%
毛利率(%)	20.0%	14.3%	17.2%	17.7%
ROE(%)	15.4%	5.8%	9.2%	14.4%
每股收益(元)	0.86	0.43	0.76	1.38
P/E	20.45	40.33	23.04	12.75
P/B	3.15	2.33	2.12	1.83
EV/EBITDA	14	15	11	8

资料来源: 中投证券研究所

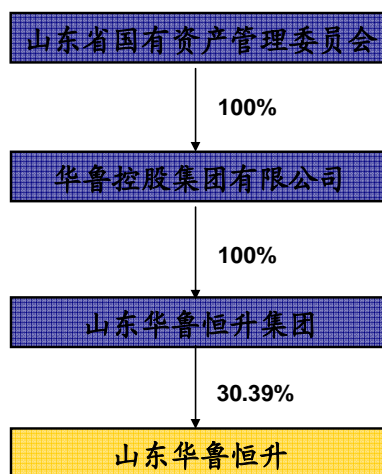
目 录

一、公司简介：国内煤化工的龙头企业.....	3
二、公司业务分析.....	5
2.1 尿素：供需矛盾将长期存在，原料供给决定成本.....	5
2.2 DMF：竞争激烈，公司有成本和渠道优势.....	7
2.3 醋酸：未来将向产业链下游延伸.....	8
2.4 进军己二酸有渠道优势.....	10
2.5 乙二醇一旦投产成功，未来发展空间巨大.....	12
三、公司的竞争优势.....	14
3.1 传统业务依靠成本优势扩大规模.....	14
3.2 高端煤化工依靠技术优势延伸产业链.....	14
四、投资建议.....	15

一、公司简介：国内煤化工的龙头企业

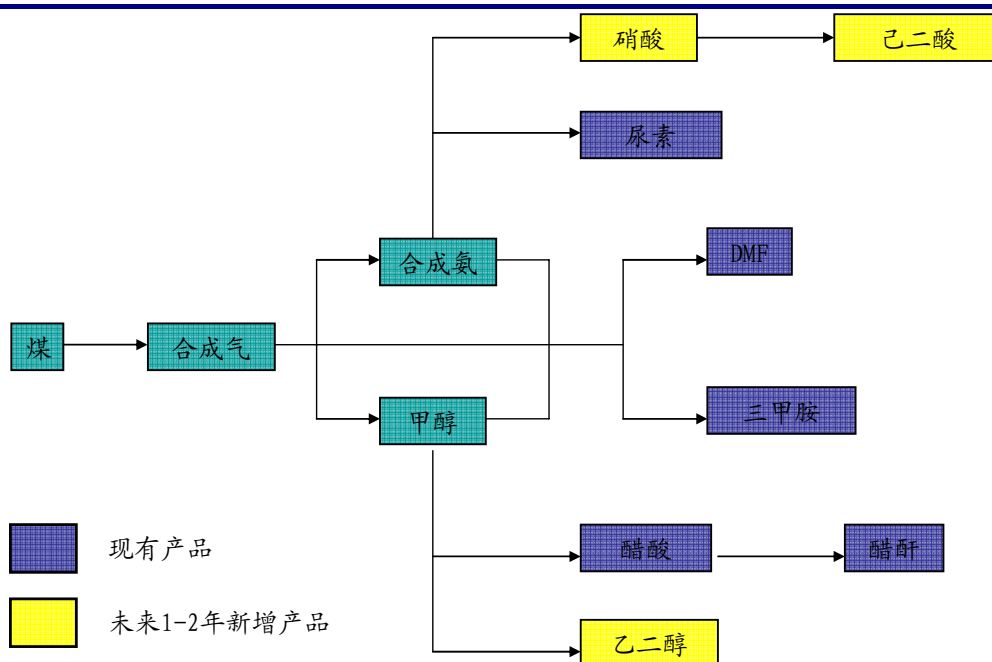
华鲁恒升是国内煤化工的龙头企业，技术研发实力雄厚。公司在行业内首家建成国产化大氮肥示范装置并一次开车成功，从而掌握了洁净煤气化技术，在此基础上在行业内首家打造了“一头三线”循环经济多联产，以洁净煤气化技术为龙头，以合成气生产为平台，拥有尿素、甲醇、DMF、三甲胺、醋酸、醋酐等产品。

图 1. 华鲁恒升股权结构



资料来源：中投证券研究所

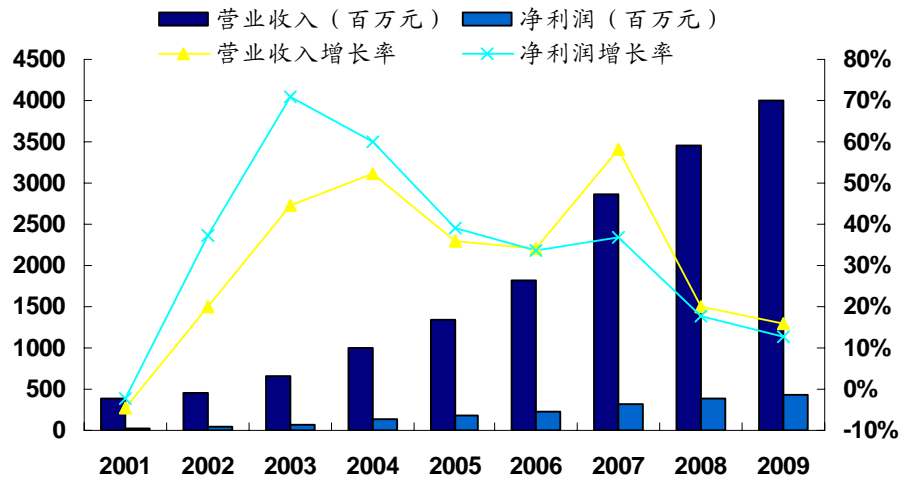
图 2. 华鲁恒升现有产业链



资料来源：中投证券研究所

技术和管理是公司实现高速成长的驱动力。公司管理层稳定高效，在过去数年间依托国内领先的洁净煤气化技术，通过复制实现持续增长。上市之初，公司仅有 18 万吨合成氨、30 万吨尿素和 5 万吨甲醇生产能力，目前已成长为拥有氨醇产能 120 万吨、尿素 150 万吨、DMF 25 万吨、三甲胺 6 万吨、醋酸 35 万吨、醋酐 3 万吨的大型煤化工企业，装置运行处于国内最优水平。01-09 年间，公司收入规模从 4.51 亿增长到 39.97 亿，年复合平均增长率达到 29.42%，净利润从 3300 万增长到 4.25 亿，年复合平均增长率 32.23%。

图 3. 01-09 年营业收入和增长率，及净利润和增长率



资料来源：中投证券研究所

公司核心竞争力在于能以廉价烟煤替代无烟煤的清洁煤气化技术所带来的成本优势。11 年公司投产新煤气化平台和气体分离装置，未来 2 年公司的煤气化能力将由 120 万吨提升至 220 万吨，投产新的醋酸、己二酸和乙二醇项目，横向和纵向 2 个方向扩展产业链，由传统的煤化工向高端煤化工转型。未来公司将逐步实现由相关多元化和多联产向新兴产业驱动和产业链延伸转变，构建聚氨酯配套产品群、醋酸及衍生物产品群、有机胺产品群和肥料四大业务板块。

表 1. 公司主要产业链

产品	产能	备注
氨醇	220 万吨	目前 120 万吨产能，预计 11 年 6 月份投产 2 条 30 万吨线，12 年 6 月投产 1 条 40 万吨线
尿素	150 万吨	未来计划扩展到 180 万吨
DMF	25 万吨	
三甲胺	6 万吨	
醋酸	80 万吨	预计 9 月扩产到 45 万吨，12 年 6 月扩产到 80 万吨
醋酐	3 万吨	未来看市场情况扩产
己二酸	16 万吨	预计 11 年 9 月份投产
乙二醇	5 万吨	预计 11 年 6 月份投产

数据来源：中投证券研究所

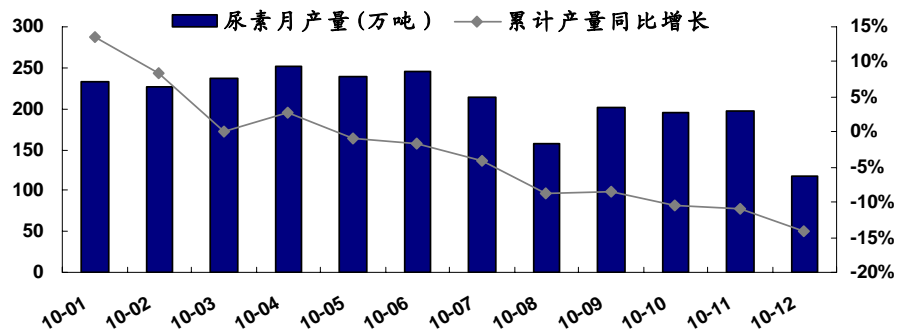
二、公司业务分析

2.1 尿素：供需矛盾将长期存在，原料供给决定成本

11年春耕尿素价格上涨是由供给偏紧和成本上升共同决定的。造成尿素供给偏紧的原因主要有以下2个方面，一方面是10年下半年的国内开展了突击式的限电减排运动对国内的尿素生产不可避免产生了显著影响，气头尿素装置应缺气而停产情况也较往年更严重，造成了10年国内尿素产量同比大幅下降14%；另一方面是下半年国内尿素出口同比大幅增长，10年1-11月尿素出口达到331万吨，同比增长超过100%。

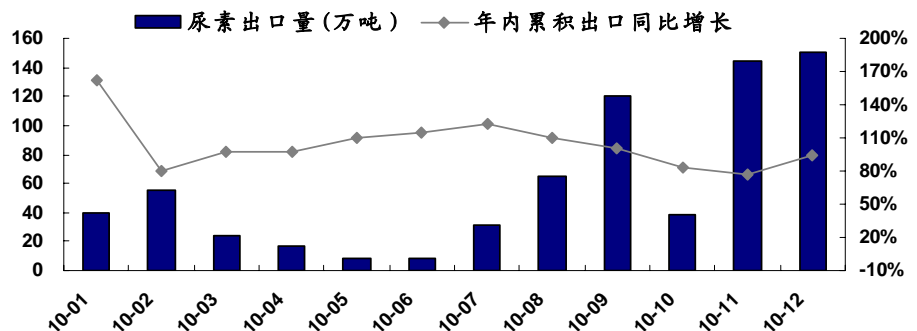
生产成本的上升也对尿素价格的上涨提供了支撑。去年以来，在行业整合和通货膨胀等多重因素下，煤炭价格一路上涨，不断推高尿素企业成本，以目前的煤炭价格和运费计算，国内非直购煤炭的中小企业的成本已在1900元左右。气头尿素方面，产能主要分布在西部和东北地区，产能只占国内的30%，受天然气供应的限制，负荷率一直不高，而且天然气的提价也在逐步消除了其相对煤头尿素的成本优势。以今年年初1900元的尿素价格来看，国内只有有资源优势和技术优势的龙头企业才能保持盈利，中小尿素厂家难以生存。

图 4. 2010 年尿素月产量和累计产量同比增长



数据来源：wind、中投证券研究所

图 5. 2010 年尿素月出口量和累计出口量同比增长



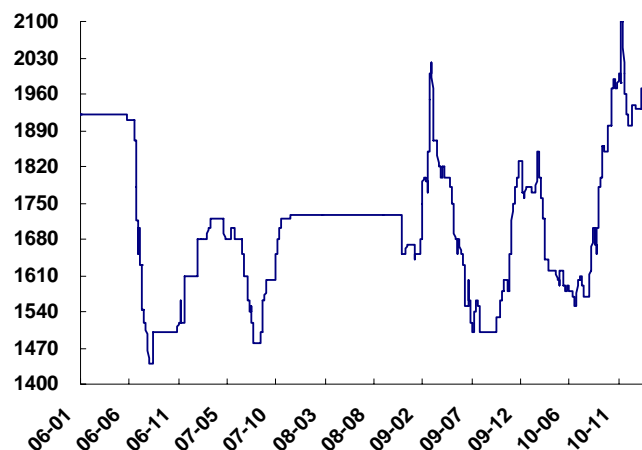
数据来源：wind、中投证券研究所

长期来看，国内尿素行业供应形势仍然难以乐观。11年春耕的尿素偏紧是多种因素共同造成的，以10年年底国内统计的产能来看，国内尿素产能接近6800万吨，而且十一五末有将近450万吨的新建产能；国内尿素需求在5500万吨左右，预计未来需求年增长率在2%左右；即使未来中石化有360万吨的产能退出，加上淘汰落后产能500万吨，国内尿素的产能仍然过剩有接近1000万吨。气头尿素方面，为破解天然气供应紧张和价格上涨给企业带来的双重制约，目前国内部分气头尿素企业相继启动了煤化工项目，从而将新增尿素产能。

从国家政策方面来看，未来化肥行业的平均毛利率会一直保持在一个较低的水平。我国对化肥行业的定位一直很明确，作为农业的基础原料，主要是保障国内供给，稳定国内的农业生产和物价水平。为了保障化工供应和降低化肥价格，化肥企业享受电价、天然气价格、铁路运价以及税收等方面的优惠。因此政府会尽力将化肥价格保持在一个较低的毛利率，利于国家从源头上控制通胀，保障农业生产。如果11年继续出现出口大增或者尿素价格上涨过快，不排除国家继续出台更加严厉关税政策或者其他行政干预的可能。在此背景下，通过提高生产效率和获取低价资源以降低生产成本将成为尿素企业的竞争重点。

公司的尿素有显著的成本优势。公司依托先进的煤气化技术，用的煤炭是神华的烟煤，10年采购协议在800元左右，吨尿素的生产成本在1600元左右，而大部分竞争对手用的都是价格更高的烟煤，每吨煤炭价格高350-400元。未来随着公司煤气化平台的扩大，规模的提升，竞争优势会进一步得到加强。目前公司尿素的最新报价是2090，较10年年底价格上升了将近190元。我们预计未来一段时间，国内尿素价格有望保持在一定的区间震荡。

图 6. 公司尿素价格走势（单位：元/吨）



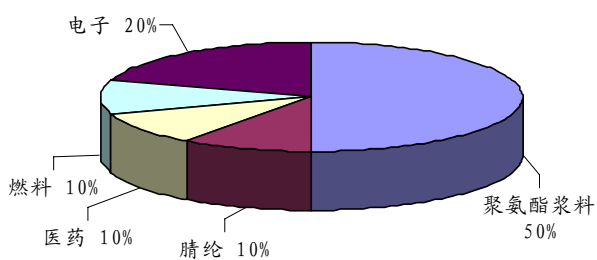
数据来源：中投证券研究所

2.2 DMF：竞争激烈，公司有成本和渠道优势

目前，全球 DMF 市场需求主要集中在聚氨酯浆料、腈纶、医药、燃料、电子等行业。其中，聚氨酯浆料对 DMF 的需求量约占总需求量的 50%，腈纶、医药和燃料等行业均占 10% 左右，电子行业约占 20%。国内 DMF 市场需求也以聚氨酯浆料为主，约占 DMF 总需求量的 60%；腈纶、氨纶、医药和燃料等行业对 DMF 合成革需求约 35%，电子行业仅占 5% 左右。

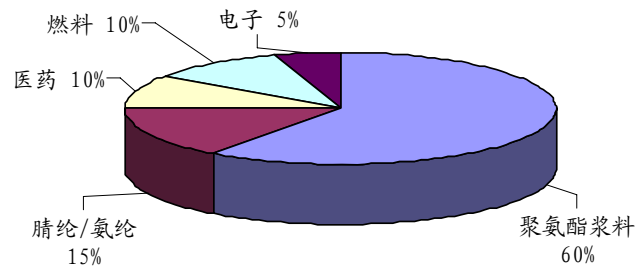
供需方面，预计11年国内DMF产能将达到120万吨左右，其中新增产能30万吨，鲁西化工10万吨产能预计11年1季度投产，远兴江山和云南云维10万吨预计11年上半年投产，此外还有峰化化工有20万吨的产能在建。需求方面，10年国内需求大约75万吨。预计未来随着我国合成革、氨纶产业的发展，DMF需求增速有望达到10-15%。但是目前国内主要消费企业都在计划DMF回收装置，回收的DMF经过处理以后可以重复使用，DMF将由一次性产品变为可循环使用产品，直接导致DMF需求的减少。此外，国内以后部分氨纶企业开始以DMAC来替代DMF作为溶剂。

图7. 全球DMF下游占比



数据来源：中投证券研究所

图8. 国内DMF下游占比

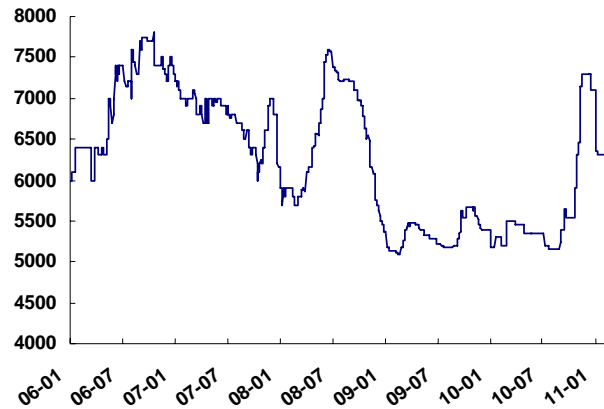


数据来源：中投证券研究所

公司DMF成本优势突出，客户资源丰富。DMF的主要原材料为甲醇、合成氨和CO，三者占原料成本60%左右，公司煤气化技术带来的成本优势可有效延伸至DMF产品，吨产品成本比行业平均水平低大概1000元。目前公司每年外购甲醇30万吨左右，新的煤气化装置上马后可实现自给，产品的毛利率有进一步上升的空间。

公司和江山化工在国内DMF市场上占据优势地位，已与国内主要浆料企业形成了长期的合作关系。比较公司和江山化工的DMF，公司的吨成本比江山化工低200元左右，但是江山更靠近DMF的主要消费地，运费上更低，两者差值几乎抵消。

图 9. DMF 价格走势 (单价: 元/吨)



数据来源: 中投证券研究所

表 2. 国内 DMF 生产企业情况

生产厂家	地址	产能	备注
山东华鲁恒升	山东	23 万吨	
浙江江山化工	浙江	18 万吨	
河南安阳精细化工	河南	15 万吨	
安徽淮化集团	安徽	5 万吨	
章丘日月化工	山东	9 万吨	
扬子巴斯夫	南京	4 万吨	
新亚化工	江苏	1.5 万吨	
盘锦新兴	辽宁盘锦	2.5 万吨	
菱天精细化工	江苏南京	4 万吨	
江苏新菱化工	江苏	3 万吨	
昊天骏化	河南	3 万吨	
鲁西化工	山东	10 万吨	预计 11 年上半年投产
云南云维集团	云南	10 万吨	11 年上半年投产
内蒙古远兴江山	内蒙古	10 万吨	预计 11 年 1 季度投产
兖矿峰化化工	山东	20 万吨	在建
总计		138 万吨	

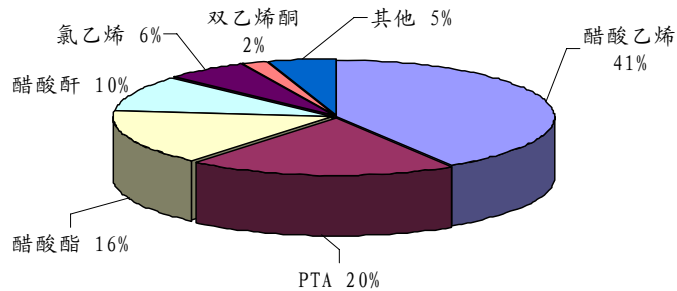
数据来源: 中投证券研究所

2.3 醋酸: 未来将向产业链下游延伸

我国早期的醋酸生产技术是以酒精法、乙烯法为主, 06 年以前, 我国醋酸市场一直处于供不应求的状态, 加上石油价格持续上涨, 使得国内、国际醋酸价格在高价位震荡。随着国内甲醇羰基合成法生产技术的成功, 国内的煤化工项目在规划了基础产品甲醇之后, 自然都会规划上马醋酸项目在, 致使国内醋酸产能很大。

国内醋酸产能严重过剩，行业平均开工率约为 60%。从统计数据来看，我国 09 年醋酸产能为 464.5 万吨/年，其中甲醇羰基合成法为 415 万吨/年，2010 年末我国甲醇羰基合成法醋酸总产能达到 660 万吨/年左右。需求方面，国内醋酸下游主要是醋酸乙烯、PTA 和醋酸酯，分别占 41%、20%和 16%。10 年的需求在 400 万吨左右，预计未来每年增速在 15%-20%。

图 10. 国内醋酸下游占比



数据来源：中投证券研究所

表 3: 国内醋酸生产厂家

生产厂家	产能(万吨)	生产工艺
江苏索普(集团)有限公司	120	甲醇羰基合成
塞拉尼斯(南京)化工有限公司	120	甲醇羰基合成
BP-扬子石化	65	甲醇羰基合成法
扬子江乙酰化工有限公司	35	甲醇羰基合成
上海吴泾化工有限公司	60	甲醇羰基合成
山东兖矿国泰化工有限公司	60	甲醇羰基合成
中国石油大庆油田化工有限公司	20	甲醇羰基合成
天津碱厂	20	甲醇羰基合成法
云南云维	20	甲醇羰基合成法
陕西延长石油	20	甲醇羰基合成法
河南顺达化工科技有限公司	20	甲醇羰基合成
榆林卓越能源化工有限公司	15	甲醇羰基合成
山东华鲁恒升化工股份有限公司	35	甲醇羰基合成
河北忠信化工有限公司	50	甲醇羰基合成
中石油吉林石化分公司	21	乙烯法
中石化上海石化公司	5	乙烯法
石家庄新宇三阳实业有限公司	10	乙醇法
河南天冠集团有限公司天冠醋酸厂	2	乙醇法
南宁化工集团有限公司	1.5	乙醇法
中海先锋化工(泰兴)有限公司	10	乙醇法
合计	709.5	

数据来源：中投证券研究所

公司醋酸有成本优势。公司采用甲醇羰基合成法生产醋酸，原材料主要是甲醇和CO，合计占生产成本的50%左右，单耗分别为0.55吨和450立方米。同DMF类似，公司醋酸产品可获得煤气化技术带来的成本优势，并通过降低CO的变换率来提高碳资源的利用率。

未来将向产业链下游延伸。通过改进催化剂技术，公司醋酸产能从23万吨提高至35万吨，计划11年9月或者年底，公司醋酸产能扩大至45万吨，12年6月份产能扩大至80万吨，规模优势和成本优势进一步加强。未来醋酸产业链将向下游延伸，计划60%以上的醋酸自用发展醋酸乙酯、醋酐、醋酸纤维等产品。目前公司10万吨/年醋酐项目已有一条生产线试车成功，生产能力达到2.8万吨，后续扩产计划会看市场情况而定。

2.4 进军己二酸有渠道优势

2005年以来全球己二酸产能复合增长率达到5.14%。2009年全球己二酸产能达到350万吨，保持稳步增长态势。预计到2012年，世界己二酸的总生产能力将超过380万吨/年，其中亚太地区将成为己二酸最主要的生产地区。需求方面，2009年世界己二酸的总需求量约为290万吨，预计未来几年己二酸消费增速将保持在2.5%左右，到2012年总消费量将达到约320万吨，供给略大于需求。

国内方面，09-11年国内己二酸产能扩张很快，预计11年年底国内产能达到127万吨。需求方面，随着我国聚氨酯及尼龙66行业的快速发展，对己二酸的需求也呈现逐年快速增长态势，01年以来我国己二酸需求的复合增长率达到14.77%。2009年我国己二酸的表现消费量达到50万吨，较2001年16.6万吨的需求量增长了300%。随着下游产业的进一步发展，我们预计未来几年我国己二酸的增长率将保持在15%左右。

图11. 世界己二酸下游分布

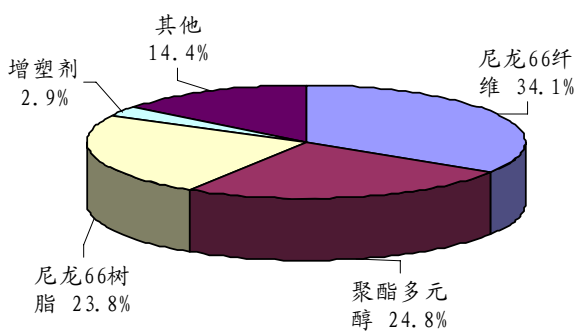
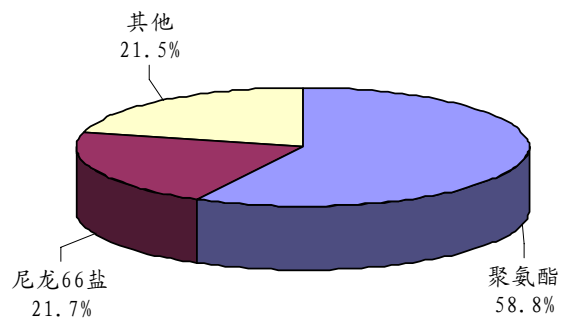


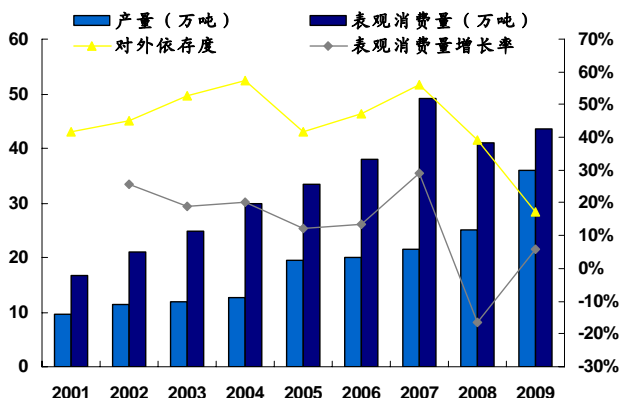
图12. 中国己二酸下游分布



数据来源：中投证券研究所

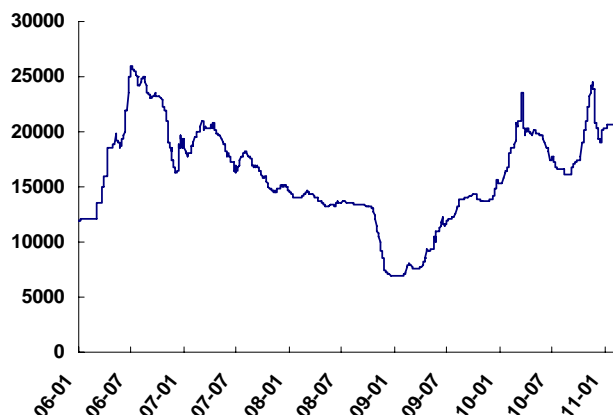
数据来源：中投证券研究所

图13. 国内己二酸产量和表观消费量



数据来源：中投证券研究所

图14. 己二酸的价格走势（单位：元/吨）



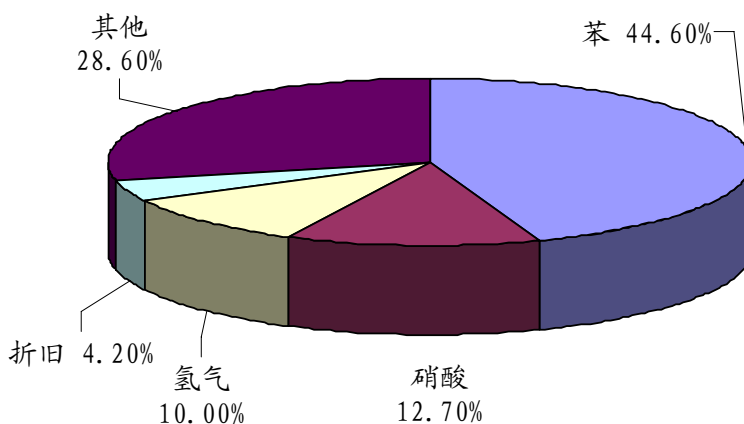
数据来源：百川资讯、中投证券研究所

公司进军己二酸业务有渠道优势。公司正建设16万吨己二酸项目，预计11年9月份投产，投产期2-3个月。由于己二酸的国内下游主要以浆料和鞋底原料为主，客户基本上和DMF的互相重叠，公司可充分利用已有的DMF客户资源和销售渠道，未来产品销售有相当保障。

目前己二酸价格在22000元/吨，已接近之前的而历史高点，而目前己二酸的完全成本预计在12000元/吨，毛利率在45%左右。

己二酸的成本里，硝酸和氢气的占比较小，预计未来公司在己二酸上的成本优势不会像DMF、醋酸和尿素那样明显，公司向己二酸产业链的下游发展才是保持竞争力的关键。目前公司已经规划了10万吨己内酰胺和2万吨尼龙66产能，其中己内酰胺已完成中试。长期内，公司将实现内部消化40%的己二酸。

图13. 己二酸成本估算占比



数据来源：中投证券研究所

表4. 国内己二酸生产厂家

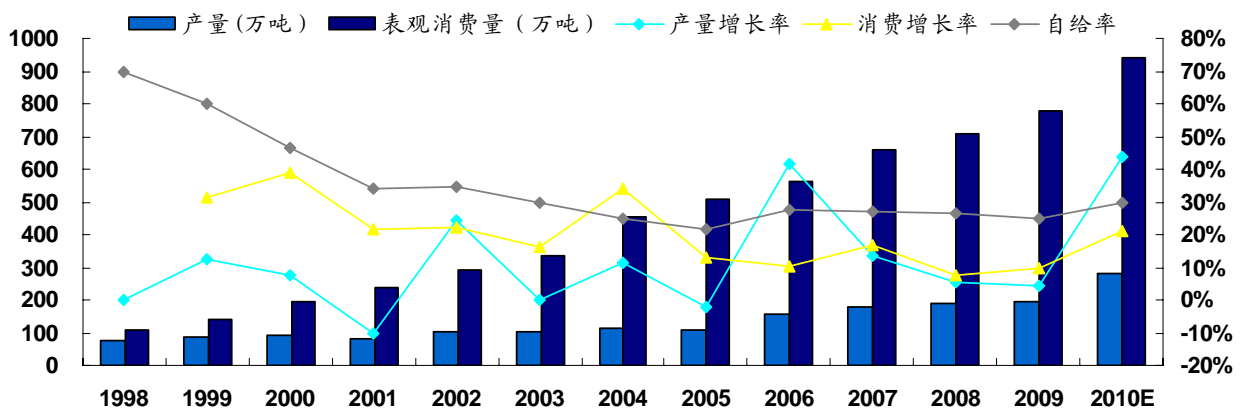
厂家	2010 产能	2011E 产能	备注
中石油辽阳石油化工	14 万吨	14 万吨	拟扩建 16 万吨
山东洪业化工有限公司	15 万吨	15 万吨	
河南平顶山神马集团	5 万吨	15 万吨	
新疆天利高新	7.5 万吨	7.5 万吨	拟扩建 7.5 万吨
山东博汇公司	15 万吨	22.5 万吨	7.5 万吨新增产能在建
山西太原化工	0.5 万吨	0.5 万吨	
山西阳煤		7.5 万吨	
河北开滦		15 万吨	
华鲁恒升		16 万吨	
上海宝钢		14 万吨	
合计	57 万吨	127 万吨	

数据来源：中投证券研究所

2.5 乙二醇一旦投产成功，未来发展空间巨大

乙二醇 (Ethylene Glycol, 简称 EG) 是大宗化工产品和基础有机原料，主要用于生产聚酯和防冻液等，我国 95% 的乙二醇用于聚酯生产。从全球来看，市场总体供过于求。2010 年全球乙二醇总产能 2709.3 万吨，消费量为 2188 万吨。国内方面，乙二醇供需缺口巨大。10 年国内产能大约在 380 万吨，产量预计在 280 万吨，进口量达到 663 万吨。01-09 年间，国内乙二醇的产量平均增长率在 8.87%，进口量平均增长率在 20.99%，表观消费量增长率在 16.57%。

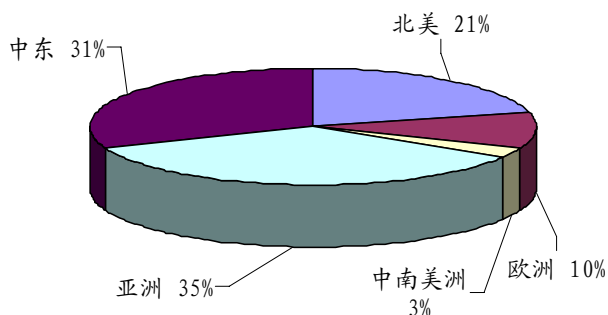
图14. 98-10年国内乙二醇产量、表观消费量和产量增长率、表观消费量增长率和自给率



数据来源：中投证券研究所

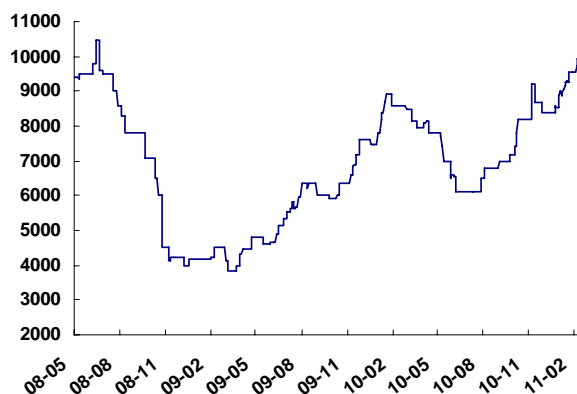
传统的乙二醇生产方法是采用石脑油裂解生产乙烯，氧化生产环氧乙烷，然后直接水合生成乙二醇。近年来，我国乙二醇产能没有大幅增加，其原因主要有两点：一是乙二醇原料的运输问题，传统石化路线乙二醇的核心原料是环氧乙烷，由于环氧乙烷受到运输制约的原因，乙二醇装置要依托乙烯工厂建设，由此决定国内乙二醇生产能力主要集中在大型石化企业。二是国内产品生产成本的竞争力不高，受中东地区低成本产品的影响较大。中东地区生产企业用廉价的乙烷裂解原料制造乙二醇，生产成本仅为 250-300 美元/吨，将产品通过海运方式输送到亚洲市场，仍具有充分的竞争力。

图 15: 世界乙二醇产能分布



数据来源：中投证券研究所

图 16. 乙二醇价格走势（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯、中投证券研究所

现代煤工艺可以用煤来生产乙二醇，其中草酸酯合成法是目前研究较为成熟的间接合成技术，但是总体而言，煤制乙二醇工艺总体处于商业化生产前期，技术尚未完全成熟，仍需经过进一步商业化运行的检验。从成本上来看，普通石脑油路线制备乙二醇，成本约 7000 元/吨；中东利用廉价的乙烷裂解原料制备乙二醇，到岸成本约 4000 元/吨；我们预计煤制单吨乙二醇需用合成气 2800 立方米，完全成本约 4500-4800 元/吨，量产后还可能降低 20% 左右。中东乙二醇价格低廉主要原因是政府给予补贴，都有合同期，未来不见得能维系，而且乙烷属于油田伴生气，产量有限。因此煤质乙二醇工艺一旦成熟市场空间大。

表 5. 国内外乙二醇研究进展

研究机构	备注
国外:	
日本宇部兴产株式会社	有一套 6000 吨/年的中试装置，未大规模工业化，目前与东华科技联合开发
国内:	
中科院福建物质结构研究所	首套装置试车成功；已经被丹化集团买断，不转让
上海戊正工程技术有限公司	已获得主要技术专利，未工业化，目前与华鲁联合研发，10000 吨中试成功
湖北省化学研究院	已完成三个关键催化剂的研究并通过小试成果鉴定
华谊集团上海焦化&高校	筹建万吨级中试装置

数据来源：中投证券研究所

公司的煤质乙二醇项目主要采用的是上海戊正工程技术有限公司的技术，目前1万吨的中试已经成功完成，预计11年6月份放大到5万吨投产，未来再放大到30万吨。

三、公司的竞争优势

3.1 传统业务依靠成本优势扩大规模

分析公司目前的产品尿素、DMF 和醋酸，都属于传统化工行业，技术壁垒低，同质化竞争严重，产能供过于求。公司在以上产品的竞争优势主要来自成本优势。依靠成本优势，公司在过去 10 年间依靠规模扩张实现了高速增长。未来随着煤气化平台从 120 吨扩大到 220 万吨，规模进一步扩大，公司在以上领域的优势有望继续保持。

公司成本优势的关键是原料成本低。公司煤气化平台采用的是廉价的烟煤，而大部分国内竞争对手采用的都是价格较高的无烟煤。无烟煤煤化程度较高，主要用在化工领域，烟煤的下游领域主要为钢铁和电力，国内供给较为充足。目前公司从神华采购的烟煤价格在 760 元/吨，而行业普遍采用的无烟煤价格在 1200 元/吨。在过去 3 年间，国内无烟煤与烟煤的不含税价差平均在 350 元/吨左右。以生产关键中间产品合成氨为例，每吨合成氨烟煤单耗 1.45 吨、无烟煤单耗 1.3 吨计算，公司吨氨成本比其他企业低 350 元/吨左右。10 年公司为保障生产，外购合成氨 24 万吨、甲醇 40 万吨，随着公司 11-12 年 100 万吨煤气化产能的投产，煤气化能力将提升 80%，在传统业务上的竞争优势将进一步加强。

公司设备的折旧低。公司依托自身技术优势，采用国内自主创新的多喷嘴水煤浆气化技术，全部装置为国产。目前国内大部分竞争对手用的是从国外引进的设备，相同项目的建设投入比国产的贵一倍。

公司的运营成本低。据我们从公司了解，公司的设备运行稳定，基本上一直处于满负荷状态，有效降低了运行成本。此外，公司的多联产模式有效提高了资源的利用率，单位产品的煤耗、气耗和电耗比行业平均水平低10%。

3.2 煤化工依靠技术优势延伸产业链

从目前公司 11 年将要投产的己二酸和乙二醇项目来看，清洁煤气化平台带来的成本优势将减弱甚至消失。我们认为公司在这些产品上的竞争优势将主要体现在技术上。

11 年开始，国内的己二酸产能将开始供过于求。由于纯苯在己二酸的生产成本中占据很大的一块，公司的煤气化平台的成本优势在纯苯上体现不明显，对比国内其他可以获得廉价纯苯的己二酸生产厂家，虽然公司有渠道优势，我们认为己二酸产业链未来的发展方向还是向下游的己内酰胺和尼龙延伸，生产高附加值的产品。

煤质乙二醇方面，技术是关键。国外从20世纪80年代开始研究，到现在仍然无法工业化生产，国内首套20万吨煤制乙二醇装置项目进度迟于市场预期，核心问题是草酸酯加氢制乙二醇工艺中的催化剂稳定性下降，生产负荷仅为30%。但我们认为，随着国内研究的积累，技术的成熟，未来这一块实现突破只是时间问题。目前公司和上海戊正工程技术有限公司合作，有核心的催化剂专利，1万吨的中试已经完成。

对于大型化肥和煤化工项目而言，项目建设和运行中对技术消化吸收和因地制宜加以革新的能力尤为重要，现实中往往可见到，采用同一技术的不同企业，在项目运行效率和盈利能力上存在巨大差异，而企业的管理水平和团队氛围的差异是这种创新和适应性的关键。

华鲁恒升在过去的十几年间，从上千家小氮肥企业中脱颖而出，发展成为中国氮肥和煤化工领域的领先企业之一，已经用事实证明了在团队管理和技术创新方面的能力。

四、投资建议

未来2年是公司业绩的转折点。随着公司煤气化能力从120万吨提升至220万吨和己二酸、乙二醇项目的投产，公司在煤化工产业链的横向和纵向扩张将大幅提升公司的竞争优势。预测公司10-12年的eps分别为0.43、0.76和1.38元，给予推荐评级，6-12个月目标价20元，对应10-12年的市盈率分别为47、26和14倍。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	1182	3275	4222	6008	营业收入	3998	4519	5412	8595
现金	599	2528	3356	4642	营业成本	3198	3873	4480	7070
应收账款	18	21	25	40	营业税金及附加	5	9	13	21
其它应收款	0	0	1	1	营业费用	88	95	114	172
预付账款	315	407	470	742	管理费用	77	77	92	146
存货	241	310	358	566	财务费用	130	139	144	158
其他	8	9	11	17	资产减值损失	1	3	3	3
非流动资产	4997	5734	6003	6169	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4290	5017	5470	5719	营业利润	500	322	566	1026
无形资产	191	213	236	257	营业外收入	2	3	3	3
其他	516	504	297	193	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	6179	9009	10225	12177	利润总额	502	325	569	1029
流动负债	753	1023	1156	1640	所得税	77	49	85	154
短期借款	130	145	150	145	净利润	425	276	484	874
应付账款	362	432	490	783	少数股东损益	0	0	0	0
其他	260	446	516	712	归属母公司净利润	425	276	484	874
非流动负债	2667	3190	3817	4459	EBITDA	992	868	1203	1749
长期借款	2667	3190	3817	4459	EPS (元)	0.86	0.43	0.76	1.38
其他	0	0	0	0					
负债合计	3420	4213	4973	6099					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	496	636	636	636	会计年度	2009	2010	2011	2012
资本公积	636	2306	2306	2306	成长能力				
留存收益	1627	1854	2310	3136	营业收入	16.1	13.0	19.8	58.8
归属母公司股东权益	2759	4796	5252	6078	营业利润	10.4	-35.6	75.8	81.1
负债和股东权益	6179	9009	10225	12177	归属于母公司净利润	11.3%	-35.0	75.1	80.7
					获利能力				
					毛利率	20.0	14.3	17.2	17.7
					净利率	10.6	6.1%	8.9%	10.2
					ROE	15.4	5.8%	9.2%	14.4
					ROIC	12.4	7.9%	11.7%	18.9
					偿债能力				
					资产负债率	55.3	46.8	48.6	50.1
					净负债比率				
					流动比率	1.57	3.20	3.65	3.66
					速动比率	1.25	2.90	3.34	3.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.60	0.56	0.77
					应收账款周转率	414	216	218	245
					应付账款周转率	10.38	9.75	9.72	11.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.43	0.76	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.25	1.79	2.52
					每股净资产(最新摊薄)	4.34	7.54	8.26	9.56
					估值比率				
					P/E	20.45	40.33	23.04	12.75
					P/B	3.15	2.33	2.12	1.83
					EV/EBITDA	14	15	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

梁皓, 中投证券研究所化工行业助理分析师, 南开大学化学博士, 2010 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434