

石油、化学、塑胶、塑料

华鲁恒升 (600426)

推荐 (维持)

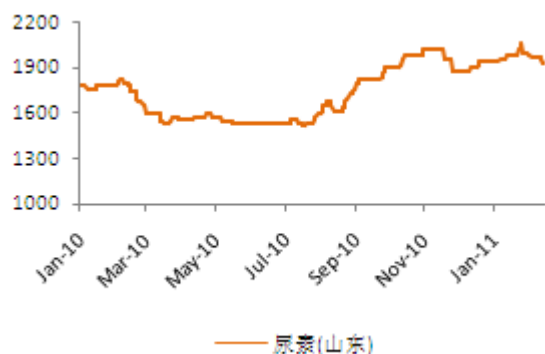
煤气化生产能力持续提升、产品链不断扩展

伍颖

S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

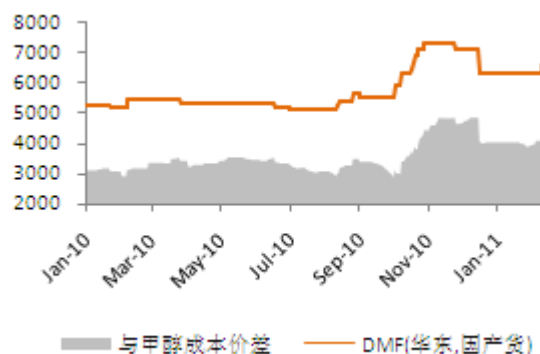
- **洁净煤气化技术实现煤化工产品的多联产经营模式，成本优势明显。**公司依靠先进的洁净煤气化技术，实现产业链的纵向延伸和横向拓展，生产尿素、DMF、醋酸等煤化工产品。公司的生产原料是烟煤，目前价格为 760 元/吨，低于行业普遍采用的无烟煤 1200 元/吨，加上多联产经营模式，煤化工产品的生产成本低于行业平均水平。例如，我们预计，尿素行业平均成本目前可能达到 1900 元/吨，但公司成本不到 1600 元/吨。
- **未来 2 年煤气化（氨醇）生产能力持续扩大。**目前公司氨醇生产能力 100 万吨/年，我们预计经改造后可达 120 万吨/年，2012 年中期之后还将增加 100 万吨/年。目前主要产品产能为：尿素 150 万吨/年，DMF23 万吨/年，醋酸 35 万吨/年；我们预计，5 万吨/年乙二醇 6 月将试车，16 万吨/年己二酸 9 月底将试车，醋酸产能由目前 35 万吨/年增加至 2013 年的 80 万吨/年。
- **宏观经济上行、通胀、以及行业平均成本提高，预计 2011 年煤化工产品价格中枢将上移。**我们预计，公司主营产品—尿素、DMF、醋酸等价格 2011 年均价将高于 2010 年，但受限于产能过剩，价格中枢上移的幅度可能不大。特别的，随着化工行业传统旺季来临，DMF、醋酸等产品价格有望迎来上涨。
- **看好公司在建的乙二醇和己二酸未来的盈利能力。**公司在建 5 万吨/年乙二醇（预计 6 月试车），16 万吨/年己二酸（预计 9 月底试车）。由于采用煤化工生产路线，我们预计公司生产乙二醇的成本可能不到 4500 元/吨，而随着国际油价上涨，以石油为原料生产的乙二醇市场价目前已经达到 9900 元/吨（张家港）。我们预计公司生产己二酸的成本不到 12000 元/吨，而目前己二酸华东市场价为 22050 元/吨。不过，由于国内在建的己二酸产能较多，2012 年后己二酸价格可能有所下调，但公司依靠市场先入优势（在建产能中公司试车时间最早），预计未来己二酸仍然具有较好的盈利能力。
- **煤气化生产能力提升、产品链横向和纵向扩展，未来业绩将稳定增长，“推荐”。**公司依靠不断提升的煤气化生产能力（预计由目前的 100 万吨/年提升至 2012 年的 220 万吨/年）、产品链横向和纵向扩展（由目前的尿素、DMF、醋酸，再扩展乙二醇、己二酸等），未来业绩将稳定增长。我们预计，公司 2010、2011、2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.43、0.73、1.33 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 39、23、13 倍，维持“推荐”的投资评级。

图表1 尿素山东市场价走势图（元/吨）



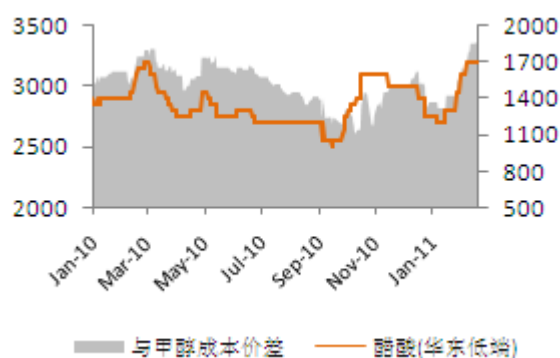
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表2 DMF华东市场价，及其与甲醇成本价差走势图（元/吨）



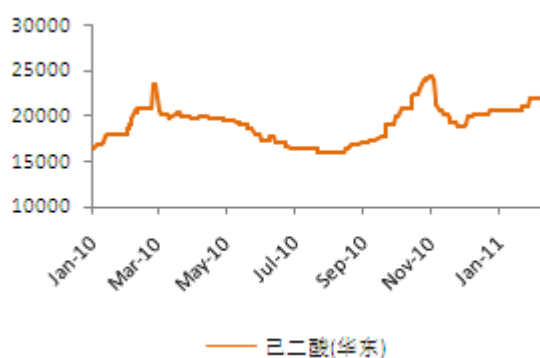
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表3 醋酸华东市场价(低端)，及其与甲醇成本价差走势图（元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表4 己二酸华东市场价走势图（元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257