

华鲁恒升 (600426)

增持/ 维持评级

股价: RMB12.3

分析师

肖晖  
SAC 执业证书编号:S1000208110160  
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭  
+0755-82125084 chenxiaolu@lhqz.com

# 相关多元化战略提升竞争力

## -16 万吨己二酸建设项目点评

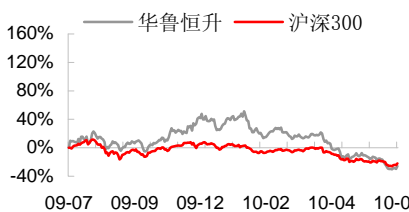
- 公司 7 月 8 日公告董事会通过投资 16 万吨/年己二酸项目的议案, 计划总投资 16.07 亿元, 其中固定资产投资 15.2 亿元, 铺底流动资金 8223 万元。建设期为 24 个月, 投产后预计每年可新增销售收入 22 亿元。
- 我们认为, 作为国内最大的 DMF 生产企业具有一定销售和生优势。但是在未来己二酸行业利润率面临下滑, 公司的核心优势在于先进的成本控制能力和相关多元化战略对公司主业竞争力的提升。
- 公司生产己二酸具备一定的销售和原材料优势。我国 PU 浆料及鞋底原液行业对己二酸用量约占量 68%, 公司年产 23 万吨 DMF 占全国比超过 20%, 现有的 DMF 客户资源和辅助储罐、管道等设备将有利于己二酸的配套销售。
- 公司己二酸采用环乙烷氧化法, 所需氢气、硝酸直接取自煤气化装置, 自产水蒸汽成本约 100 元/吨, 公司新增 4 台煤气化炉将于 11 年底建成, 总氨产能将提升 1 倍至 240 万吨/年。公司在另一重要原料苯上并没有优势。
- 己二酸行业利润率下滑是未来趋势, 只能获得正常收益率。09 年 12 月以来受下游需求旺盛和执行反倾销关税、部分国内项目开工停滞影响, 供求紧张、价格大幅上涨、毛利超过 40%。我们认为随着众多厂商扩产, 国内己二酸自给率逐年提高, 未来市场格局并不乐观, 价格将回归到一般化工产品正常毛利水平, 按照己二酸 13000 元/吨及苯 7000 元/吨计算, 该项目每年可获 1.5 亿元净利润, 对应 EPS0.3 元/股。项目投资回报率约 9.3%。
- 公司原计划增发项目方案在等待发改委意见阶段, 受股价大幅下跌影响面临难产, 我们预计公司将下调增发价格, 确保项目建设顺利实施, 公司多年经营效益积累了良好的信誉, 将通过自筹、银行信贷、债券融资等多种方式, 进一步拓宽融资渠道满足建设资金的需求。
- 长期看好公司低成本优势和相关多元化战略。未来 2 年氨、尿素、醋酸产能扩增和新产品醋酐、乙二醇和己二酸项目陆续投产, 公司煤化工产业链更加完善, 摆脱化肥比重过大承受的价格风险。由于行业仍处于低迷, 我们下调公司 10-12 年 EPS 分别为 0.75、0.95、1.51 元/股, 10 年 PB 只有 2 倍, 估值处于底部, 维持“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	496
流通 A 股(百万股)	496
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	6098

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3997.9	1146.9	4258	4910	7100
(+/-%)	16.1	32.7	7%	15%	45%
归属母公司净利润(百万元)	425.1	95.8	369	470	748
(+/-%)	12.8	2.5	-13%	27%	59%
EPS(元)	0.86	0.19	0.75	0.95	1.51
P/E(倍)	14.3	63.7	16.51	12.97	8.15

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测  
 谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com