

**评级: 买入**

市场价格: 13.05

目标价格: 18

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师: 孙琦祥

执业证书编号: S0740517020007

Email: sunqx@r.qlzq.com.cn

分析师: 罗雅婷

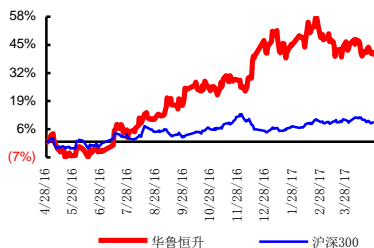
执业证书编号: S0740517030002

Email: luoyt@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1,247
流通股本(百万股)	1,240
市价(元)	13.05
市值(百万元)	16,267
流通市值(百万元)	16,178

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 年报业绩符合预期, 继续看好行业景气向上及公司竞争优势

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,651.3	7,701.1	8,471.2	9,741.8	10,716.0
增长率 yoy%	-10.90%	-10.98%	10.00%	15.00%	10.00%
净利润	904.6	875.5	1,105.2	1,419.7	1,604.7
增长率 yoy%	12.46%	-3.22%	26.24%	28.46%	13.03%
每股收益(元)	0.726	0.702	0.887	1.139	1.287
净资产收益率	12.3%	10.7%	12.1%	13.7%	13.7%
P/E	18.0	18.6	14.7	11.5	10.1
PEG	1.1	0.8	1.3	0.7	0.5
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

备注:

### 投资要点

- 事件: 公司公告 17 年一季报, 实现营业收入 24.59 亿元, 同比增加 31.25%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 3.14 亿元, 同比增加 41.61%, 折合 EPS 为 0.25 元/股。加权平均 ROE 为 3.77%。公司业绩基本符合市场预期。**
- 一季度尿素价格同环比明显好转: 17 年一季度公司业绩同比大幅提升, 环比 16 年四季度也有 35.96% 的增速, 主要是由于公司主要产品尿素价格的明显回升。2016 年尿素价格先抑后扬, 前三季度产品价格持续下行进入过去十年低点, 最低达到 1100 元/吨左右, 四季度以来受原料煤炭价格大幅上涨影响, 尿素价格开始明显回升, 17 年 Q1 公司尿素价格 1400~1530 元/吨(不含税, 下同)之间波动, 虽然一季度受到成本以及供求关系等因素的影响价格整体呈现冲高回落的态势, 但是均价同环比还是有明显的改善。据我们测算 17 年 Q1 尿素均价达到 1420 元/吨, 同比提高 314 元/吨, 环比提高 221 元/吨, 同时己二酸、醋酸、DMF、异辛醇等产品价格同比也有所改善, 使得公司业绩有了大幅的好转。一季度公司毛利率 20.38%, 同比基本持平, 三项费用率 4.65%, 同比降低 1.85 个百分点。**
- 中期继续看好尿素行业景气向上: 尿素的去产能已经经历 3-4 年以上的时, 16 年的粮价下跌进一步的加剧了尿素行业的产能出清, 因此我们判断 16 年 8 月份是尿素景气的最底部, 未来随着国家相关政策进一步推进, 高成本的企业将逐渐退出, 行业集中度将进一步增加。同时在农业供给侧改革下, 17 年粮食价格企稳向上概率较大, 从需求端为尿素营造了非常好的景气复苏环境, 因此中期来看我们持续看好尿素行业景气逐步改善。**
- 五大在建工程将继续提升产品结构以及竞争力: 我们看好公司现有化工及化肥产能在未来行业改善的背景下盈利逐步提升, 同时 16 年公司陆续实施传统产业升级及清洁能源利用项目、锅炉结构调整项目、空分装置节能技术改造项目、肥料功能化项目和 50 万吨/年乙二醇等五大项目, 全部达产后对公司盈利增长和成本下降作用大, 有望再造一个华鲁。**
- 股权激励激发员工积极性, 存国企改革预期: 公司于 15 年底公告完成限制性股权激励计划, 向公司董事、高级管理人员、核心技术人员、经营和管理骨干人员等 130 名激励对象授予 524 万股限制性股票, 授予价格为 7.44 元/股, 锁定期 24 个月。根据公司的业绩考核目标, 以公司 12-14 年的净利润均值为基数, 公司 16-18 年的业绩增速将分别不低于 50%、60% 和 70%, 相当于 16-18 年净利润目标分别为 8.73 亿元、9.31 亿元和 9.89 亿元。股权激励有望充分调动公司核心人员的积极性, 与公司利益绑定一致, 有助于公司业绩实现持续快速增长。16 年公司业绩已经达到净利润目标, 17 年一季度业绩的大幅增长也使得全年业绩目标实现可能较大, 我们认为在行业景气持续向上, 同时五大在建工程逐步达产的情况下, 后续两年业绩亦有望达成考核目标。同时, 未来公司作为山东省老国企, 其存在国企改革预期。**
- 投资建议: 华鲁恒升是国内煤化工行业最具有竞争力的公司之一。随着产能逐渐出清和行业整合进程加速, 从趋势上我们继续看好行业未来景气度的逐步改善, 同时公司五大在建工程的投入有望重塑公司产品结构和竞争力。我们预计公司 17-19 年的 EPS 分为 0.89、1.14 和 1.29 元, 维持买入评级, 目标价 18 元。**
- 风险提示: 尿素、甲醇、液氨等产品价格大幅下跌、粮食价格大幅下滑、尿素下游需求不及预期**

图表 1: 华鲁恒升盈利预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>8,651.3</b>	<b>7,701.1</b>	<b>8,471.2</b>	<b>9,741.8</b>	<b>10,716.0</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	6,885.5	6,143.0	6,649.9	7,618.1	8,379.9	营业收入增长率	-10.9%	-11.0%	10.0%	15.0%	10.0%
营业税费	27.5	60.8	29.6	34.1	37.5	营业利润增长率	11.4%	-2.6%	25.6%	28.5%	13.0%
销售费用	184.5	167.1	169.4	194.8	235.8	净利润增长率	12.5%	-3.2%	26.2%	28.5%	13.0%
管理费用	232.9	153.7	169.4	194.8	225.0	EBITDA增长率	5.7%	-6.3%	18.6%	11.8%	5.9%
财务费用	244.8	140.6	152.6	29.7	-50.1	EBIT增长率	3.0%	-10.1%	23.5%	17.0%	8.1%
资产减值损失	12.7	0.5	-	-	-	NOPLAT增长率	3.6%	-10.2%	24.0%	17.0%	8.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.0%	11.6%	-10.0%	-11.4%	-9.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.5%	10.7%	12.0%	13.2%	13.2%
<b>营业利润</b>	<b>1,063.3</b>	<b>1,035.4</b>	<b>1,300.2</b>	<b>1,670.3</b>	<b>1,887.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	4.1	-1.6	-	-	-	毛利率	20.4%	20.2%	21.5%	21.8%	21.8%
<b>利润总额</b>	<b>1,067.4</b>	<b>1,033.8</b>	<b>1,300.2</b>	<b>1,670.3</b>	<b>1,887.9</b>	营业利润率	12.3%	13.4%	15.3%	17.1%	17.6%
减: 所得税	162.8	158.3	195.0	250.5	283.2	净利率	10.5%	11.4%	13.0%	14.6%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>904.6</b>	<b>875.5</b>	<b>1,105.2</b>	<b>1,419.7</b>	<b>1,604.7</b>	EBITDA/营业收入	26.0%	27.4%	29.5%	28.7%	27.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	15.1%	15.3%	17.2%	17.5%	17.2%
货币资金	424.0	621.5	1,694.2	2,580.3	4,709.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	368	396	345	284	233
应收账款	30.3	17.9	37.5	27.8	41.8	流动营业资本周转天数	10	7	11	7	9
应收票据	503.5	573.9	922.8	710.5	1,019.2	流动资产周转天数	87	81	110	136	179
预付账款	132.7	136.3	207.3	127.1	262.2	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
存货	245.9	519.4	161.7	629.8	294.6	存货周转天数	12	18	14	15	16
其他流动资产	135.6	128.8	140.5	135.0	134.7	总资产周转天数	513	580	559	487	465
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	410	465	423	329	267
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	12.3%	10.7%	12.1%	13.7%	13.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.8%	6.6%	8.4%	10.7%	11.1%
固定资产	8,721.0	8,242.0	7,999.4	7,351.0	6,495.4	ROIC	10.7%	10.6%	11.8%	15.3%	18.7%
在建工程	341.8	1,336.0	693.0	371.5	210.8	<b>费用率</b>					
无形资产	336.7	522.7	511.8	500.8	489.9	销售费用率	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%
其他非流动资产	737.0	1,107.1	747.1	791.9	787.1	管理费用率	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
<b>资产总额</b>	<b>11,608.6</b>	<b>13,205.5</b>	<b>13,115.3</b>	<b>13,225.6</b>	<b>14,445.0</b>	财务费用率	2.8%	1.8%	1.8%	0.3%	-0.5%
短期债务	30.0	740.0	953.5	150.0	150.0	三费/营业收入	7.7%	6.0%	5.8%	4.3%	3.8%
应付账款	727.2	769.2	714.4	1,033.5	911.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	155.5	49.5	52.1	资产负债率	36.5%	38.2%	30.3%	21.8%	18.9%
其他流动负债	1,624.1	1,444.2	1,519.6	1,589.3	1,565.9	权益比	57.4%	61.8%	43.5%	27.8%	23.4%
长期借款	1,792.3	2,065.0	548.5	-	-	流动比率	0.62	0.68	0.95	1.49	2.41
其他非流动负债	60.5	26.0	84.2	56.9	55.7	速动比率	0.51	0.50	0.90	1.27	2.30
<b>负债总额</b>	<b>4,234.1</b>	<b>5,044.4</b>	<b>3,975.7</b>	<b>2,879.2</b>	<b>2,734.7</b>	利息保障倍数	5.34	8.36	9.52	57.30	-36.69
少数股东权益	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
股本	958.9	1,246.5	1,246.5	1,246.5	1,246.5	DPS(元)	0.08	-	0.13	0.17	0.19
留存收益	6,454.6	6,953.6	7,893.0	9,099.8	10,463.8	分红比率	10.6%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>股东权益</b>	<b>7,374.5</b>	<b>8,161.1</b>	<b>9,139.6</b>	<b>10,346.3</b>	<b>11,710.3</b>	股息收益率	0.6%	0.0%	1.0%	1.3%	1.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	904.6	875.5	1,105.2	1,419.7	1,604.7	EPS(元)	0.73	0.70	0.89	1.14	1.29
加: 折旧和摊销	964.6	949.1	1,049.5	1,097.2	1,125.5	BVPS(元)	5.92	6.55	7.33	8.30	9.39
资产减值准备	12.7	0.5	-	-	-	PE(X)	18.0	18.6	14.7	11.5	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	256.5	146.7	152.6	29.7	-50.1	P/FCF	-1,696.1	30.1	17.8	13.8	6.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	7.0	8.9	6.6	5.1	4.1
营运资金的变动	-119.4	-1,228.5	364.6	-18.7	-237.7	CAGR(%)	16.2%	22.4%	11.2%	16.2%	22.4%
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>2,408.9</b>	<b>997.2</b>	<b>2,671.8</b>	<b>2,528.0</b>	<b>2,442.4</b>	PEG	1.1	0.8	1.3	0.7	0.5
投资活动产生现金流	-607.0	-1,255.4	-82.5	-78.6	-80.1	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.2	1.5	1.9
融资活动产生现金流	-2,332.9	446.9	-1,516.5	-1,563.3	-233.4	REP	1.6	1.7	1.5	1.1	0.9

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。