

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

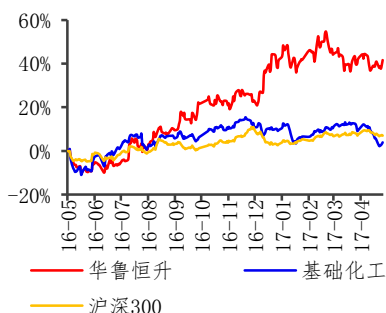
执业证书编号:S1070512070001

市场数据

目前股价	13.26
总市值(亿元)	165.29
流通市值(亿元)	164.39
总股本(万股)	124,652
流通股本(万股)	123,971
12个月最高/最低	14.68/8.29

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,780	12,323	15,404
(+/-%)	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	1,129	1,372	1,621
(+/-%)	28.9%	21.5%	18.1%
摊薄 EPS	0.91	1.10	1.30
PE	14.6	12.0	10.2

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<4季度业绩靓丽，今年1季度有望保持较高盈利能力>> 2017-03-30
 <<化肥气改，利好煤头尿素优势企业>>

产品价格上涨，1季度业绩靓丽

——华鲁恒升（600426）公司动态点评

投资建议

公司产品价格较去年同期上涨，1季度业绩靓丽，收入和净利润同比大幅增长。公司50万吨/年乙二醇项目明年3月投产，将形成新的利润增长点。我们预计华鲁恒升2017年至2019年EPS分别为0.91元、1.10元、1.31元，对应PE分别为15X、12X、10X，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司公布2017年一季报，报告期内，公司实现营业收入24.59亿元，同比增长31.25%；实现归属于上市公司股东的净利润3.14亿元，同比增长41.61%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.13亿元，同比增长41.33%；实现基本每股收益0.252元。
- **产品价格上涨，推动一季度业绩高增长：**2017年一季度，华鲁恒升主要产品价格较去年同期大幅上涨，其中：尿素价格（华鲁恒升小颗粒出厂价）一季度均价为1662元/吨，较去年同期同比上涨28%；醋酸价格（华鲁恒升出厂价）一季度均价为2824元/吨，较去年同期同比上涨60%；DMF价格（华东市场均价）一季度均价为5692元/吨，较去年同期同比上涨40%；己二酸价格（华东市场均价）一季度均价为11581元/吨，较去年同期同比上涨98%；正丁醇价格（华东市场均价）一季度均价为6473元/吨，较去年同期同比上涨36%。公司产品价格上涨，推动公司收入同比增长31.25%；受原材料成本上涨影响，毛利率为20.38%，与去年同期基本持平；期间费用率4.66%，较去年同期下降1.84个百分点。公司产品价格上涨，收入增加，期间费用率下降，合力推动公司归母净利润同比增长41.61%。
- **华鲁恒升是国内优秀煤化工企业，成本控制力较强：**公司是多业联产的新型化工企业。公司外购煤炭，但下游产品线极为丰富。公司打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式，可以根据客户需要和产品市场价值，灵活调整产品结构以实现公司效益最大化。目前具备年产265万吨肥料（尿素）、50万吨醋酸、25万吨DMF、25万吨多元醇、16万吨己二酸、5万吨乙二醇的生产能力。产品价格上涨，公司业绩弹性较大。此外，公司煤气化技术领先，产品单耗较低，成本控制力强，行业竞争力非常强。工业和信息化部、国家发展和改革委员会、国家质量监督检验检疫总局联合发布了2016年行业能效领跑者名单，华鲁恒升在以烟煤（包括褐煤）为原料的合成氨行业中再次成为行业领跑者。
- **50万吨/年乙二醇项目明年投产，形成新的利润增长点：**2016年4月，公司投资建设50万吨/年乙二醇生产装置，目前该工程建设顺利，预计

2016-11-14

<<尿素价格低迷及检修拖累公司业绩>>

2016-10-31

将在 2018 年 3 月份投产。目前我国乙二醇的消费量不断增加，国内乙二醇生产远不能满足国内聚酯产业的需求，需要大量进口。公司乙二醇项目盈利空间较好，公司预计该项目投产后可实现年营业收入 19 亿元，利润约 3 亿元。

- **风险提示：**化肥行业需求低迷。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,651.30	7,701.06	9,780.35	12,323.24	15,404.05	成长性					
营业成本	6,885.55	6,142.98	7,726.47	9,673.74	12,246.22	营业收入增长	-10.9%	-11.0%	27.0%	26.0%	25.0%
销售费用	184.51	167.09	195.61	308.08	400.51	营业成本增长	-14.7%	-10.8%	25.8%	25.2%	26.6%
管理费用	232.92	153.69	195.61	295.76	354.29	营业利润增长	11.4%	-2.6%	28.1%	21.6%	18.2%
财务费用	244.79	140.64	258.78	334.59	374.67	利润总额增长	11.8%	-3.2%	28.5%	21.5%	18.1%
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长	12.5%	-3.2%	28.9%	21.5%	18.1%
营业利润	1,063.34	1,035.42	1,325.95	1,612.90	1,905.68	盈利能力					
营业外收支	4.08	-1.63	2.00	0.94	0.94	毛利率	20.4%	20.2%	21.0%	21.5%	20.5%
利润总额	1,067.42	1,033.79	1,327.95	1,613.84	1,906.63	销售净利率	10.5%	11.4%	11.5%	11.1%	10.5%
所得税	162.77	158.30	199.19	242.08	285.99	ROE	12.3%	10.7%	12.4%	13.3%	13.9%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.6%	8.6%	9.5%	9.6%	9.8%
净利润	904.65	875.49	1,128.76	1,371.76	1,620.63	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	2.1%	2.2%	2.0%	2.5%	2.6%
流动资产	1,472.11	1,997.73	3,738.28	3,620.08	4,334.21	管理费用/营业收入	2.7%	2.0%	2.0%	2.4%	2.3%
货币资金	424.04	621.49	2,005.05	1,398.32	1,540.40	财务费用/营业收入	2.8%	1.8%	2.6%	2.7%	2.4%
应收帐款	30.35	17.85	22.68	28.57	35.71	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	503.50	573.88	728.83	918.33	1,147.91	所得税/利润总额	15.2%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	245.91	519.40	653.23	817.81	1,035.41	应收帐款周转率	280.37	319.54	482.62	480.94	479.24
非流动资产	10,136.48	11,207.81	14,744.75	16,870.19	19,101.33	存货周转率	23.62	16.05	13.18	13.15	13.22
固定资产	8,709.77	8,230.84	9,336.59	9,021.88	8,812.81	流动资产周转率	4.15	4.44	3.41	3.35	3.87
资产总计	11,608.60	13,205.54	18,483.04	20,490.27	23,435.54	总资产周转率	0.70	0.62	0.62	0.63	0.70
流动负债	2,381.33	2,953.40	1,381.09	1,729.85	3,271.60	偿债能力					
短期贷款	1,372.96	1,857.39	0.00	0.00	1,093.97	资产负债率	36.5%	38.2%	42.6%	42.6%	43.9%
应付款项	678.77	725.80	912.80	1,142.78	1,446.85	流动比率	0.62	0.68	2.71	2.09	1.32
非流动负债	1,852.74	2,091.00	6,499.48	6,991.96	7,017.95	速动比率	0.51	0.50	2.23	1.62	1.01
长期借款	1,792.27	2,065.02	3,565.02	4,031.52	4,031.52	每股指标 (元)					
负债合计	4,234.07	5,044.40	7,880.58	8,721.81	10,289.54	EPS	0.73	0.70	0.91	1.10	1.30
股东权益	7,374.53	8,161.15	9,120.59	10,286.59	11,664.13	每股净资产	5.92	6.55	7.32	8.25	9.36
股本	958.87	1,246.52	1,246.52	1,246.52	1,246.52	每股经营现金流	1.93	0.80	(0.18)	0.07	0.35
留存收益	6,415.66	6,914.62	7,874.06	9,040.06	10,417.60	每股经营现金/EPS	2.66	1.14	(0.20)	0.06	0.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值					
负债和权益总计	11,608.60	13,205.54	17,001.17	19,008.40	21,953.67	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
现金流量表					(百万)	PE	18.35	18.97	14.71	12.10	10.25
经营活动现金流	2,408.93	997.19	-224.45	83.29	436.08	PEG	1.57	0.75	0.68	0.67	(0.10)
其中营运资本减少	5,765.83	-1,641.73	-2,491.98	-2,560.00	-2,544.70	PB	2.25	2.03	1.82	1.61	1.42
投资活动现金流	-607.03	-1,255.37	-489.02	-616.16	-770.20	EV/EBITDA	8.78	9.73	9.39	8.16	7.54
其中资本支出	-613.03	-1,263.24	-489.02	-616.16	-770.20	EV/SALES	2.29	2.67	2.36	1.91	1.60
融资活动现金流	-2,332.93	446.90	2,097.02	-73.86	476.20	EV/IC	1.88	1.70	1.48	1.37	1.25
净现金总变化	-531.02	188.72	1,383.56	-606.72	142.08	ROIC/WACC	1.81	1.24	1.38	1.38	1.41
						REP	1.01	1.36	1.00	0.91	0.83

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

顾锐: 2009年至2015年任职于中山证券。2016年加入长城证券金融研究所,任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012年任职于鹏华基金,从事化工行业研究。2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>