

Q4 利润回落，关注公司长期规划

买入（维持）

2019 年 01 月 15 日

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10,408	14,587	15,555	15,598
同比（%）	35%	40%	7%	0%
归母净利润（百万元）	1,222	3,095	3,293	3,235
同比（%）	40%	153%	6%	-2%
每股收益（元/股）	0.75	1.91	2.02	1.99
P/E（倍）	16.93	6.68	6.31	6.42

事件：

公司发布公告，预计 2018 年全年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 17 亿元到 20 亿元，同比增长 140% 到 160%。

投资要点

■ **Q4 单季度净利润回落，全年预测基本符合预期：**根据公司预测，2018 年全年归母净利润 29.22 亿元-32.22 亿元，同比增长 140% 到 160%；对应 Q4 单季度归母净利润 3.87 亿元-6.87 亿元，环比 Q3（8.55 亿元）有较大幅度回落。Q4 业绩回落的主要原因为主要产品如乙二醇、己二酸、甲醇等价格下降幅度较大。

■ **全年量价齐升支撑业绩，四季度部分产品价格回落，一季度有望放缓：**2018 年前三季度，主要产品的价格维持高位，使得公司全年业绩大幅增长。根据我们跟踪的价格数据，2018 年全年主要产品的同比涨跌幅为：甲醇（+10.72%）、尿素（+28.04%）、三聚氰胺（+4.53%）、醋酸（+49.74%）、醋酐（+49.94%）、DMF（-0.07%）、乙二醇（+2.09%）、己二酸（+5.85%）。Q4 相比 Q3 的价格环比变化幅度为：甲醇（-10.57%）、尿素（+3.51%）、三聚氰胺（-2.97%）、醋酸（-1.23%）、醋酐（+0.00%）、DMF（-1.42%）、乙二醇（-16.64%）、己二酸（-7.64%）。四季度主要产品价格从高位回落，我们认为一季度的大部分的产品价格有望止跌回稳。

■ **乙二醇格局仍有待跟踪，未来关注公司新旧动能转换项目的规划：**2018 年公司新投产项目包括肥料功能化项目、50 万吨乙二醇项目、10 万吨三聚氰胺（二期，新增 5 万吨）项目，投产节奏有条不紊。目前来看，公司的规划产能已基本投产，2019-2020 年为产能释放阶段。展望未来，乙二醇的格局存在一些不确定性，大量新增煤制乙二醇、炼钢尾气制乙二醇的产能或许会对行业格局产生冲击。但也应当看到，华鲁恒升在产品低成本生产管理上积累了丰富的经验，具备一定的行业领先地位。展望未来，公司 150 万吨绿色化工新材料组合项目进入了山东省新旧动能转换的首批优选高端化工项目，长期发展值得期待。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 30.95 亿元、32.93 亿元、32.35 亿元，EPS 分别为 1.91 元、2.02 元和 1.99 元，对应当前股价 PE 分别为 6.68X、6.31X、6.42X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产品价格大幅波动，油价大幅下跌，乙二醇市场拓展不及预期

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.77
一年最低/最高价	11.12/21.66
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	20654.41

基础数据

每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	38.20
总股本(百万股)	1626.66
流通 A 股(百万股)	1617.42

相关研究

1、《华鲁恒升（600426）：业绩稳健，乙二醇投产将释放成长动力》2018-10-26

2、《华鲁恒升（600426）：稳健成长的煤化工优质白马》2018-05-28

华鲁恒升三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2247	2866	3252	2172	营业收入	10408	14587	15555	15598
现金	754	911	1167	73	减:营业成本	8367	9990	10670	10823
应收账款	41	39	42	42	营业税金及附加	76	107	114	114
存货	402	470	502	509	营业费用	189	297	317	318
其他流动资产	1051	1445	1541	1548	管理费用	170	308	328	329
非流动资产	13775	16066	18046	19828	财务费用	152	231	239	195
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	0	0	0
固定资产	10720	13896	15935	17769	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1412	595	595	595	其他收益	1	-0	0	0
无形资产	518	466	420	378	营业利润	1449	3655	3887	3819
其他非流动资产	1125	1109	1097	1087	加:营业外净收支	-11	-11	-11	-11
资产总计	16022	18932	21298	22000	利润总额	1438	3644	3876	3808
流动负债	3601	4225	4221	2675	减:所得税费用	216	548	583	573
短期借款	660	2014	1871	294	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1330	1588	1696	1721	归属母公司净利润	1222	3095	3293	3235
其他流动负债	1610	623	654	660	EBIT	1590	3874	4115	4003
非流动负债	3132	3132	3132	3132	EBITDA	2549	5026	5579	5667
长期借款	3115	3115	3115	3115					
其他非流动负债	17	17	17	17	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	6733	7357	7353	5807	每股收益(元)	0.75	1.91	2.02	1.99
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	5.73	7.14	8.57	9.95
					发行在外股份(百万股)	1620	1620	1627	1627
归属母公司股东权益	9289	11575	13945	16193	ROIC(%)	9.6%	19.8%	18.5%	17.4%
负债和股东权益	16022	18932	21298	22000	ROE(%)	13.2%	26.7%	23.6%	20.0%
					毛利率(%)	19.6%	31.5%	31.4%	30.6%
					销售净利率(%)	11.7%	21.2%	21.2%	20.7%
					资产负债率(%)	42.0%	38.9%	34.5%	26.4%
					收入增长率(%)	35.2%	40.2%	6.6%	0.3%
					净利润增长率(%)	39.6%	153.3%	6.4%	-1.7%
					P/E	16.93	6.68	6.31	6.42
					P/B	2.23	1.79	1.49	1.28
					EV/EBITDA	10.42	5.29	4.77	4.70

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司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,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

