

2014年4月25日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

8.10

华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2014/4/25)	6.43
上证综指(2014/4/25)	2036.52
股价 12 个月高/低	7.64/5.46
总发行股数(百万)	953.63
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	61.32
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%)
每股净值(元)	6.36
股价/账面净值	1.01
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.6 4.2 -8.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

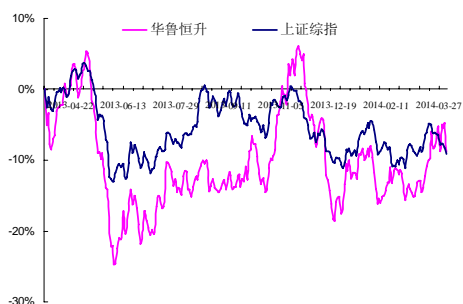
产品组合

尿素	39.8%
其他产品	17.2%
DMF	15.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.7%
一般法人	44.1%

股价相对大盘走势



Q1 净利大增 101%，超出预期，上调评级至买入

- **Q1 净利增 101%**: 公司 Q1 实现营收 20.7 亿元, yoy+31.09%, 实现净利润 1.95 亿元, yoy+101.6%, 折合 EPS0.205 元, yoy+101%, 超出我们此前的预期。报告期内公司净利润大幅增长主要是由于充分发挥洁净煤气化平台优势, 实施在线技术改造, 生产长周期稳定运行, 产品成本同比降低所致。
- **原料价格或将维持低位**: 根据我们监测的数据, 作为公司煤化工主要原料的烟煤价格年初以来持续下行, 目前晋城地区无烟末煤(6000 大卡)坑口价格为 480 元/吨, 年初以来下跌了 7.7%, 同比下跌 26.2%。由于环保因素和能源结构调整, 未来需求疲软概率较大, 因此, 我们预计其价格将延续弱势, 有利于公司生产成本的继续下降。
- **尿素毛利率维持较高水平**: 从产能来看, 公司 13 年中期新增 30 万吨尿素产能后总产能达到 180 万吨, 2014 年 Q2 将继续贡献增量。从价格来看, 2014 年 Q1 公司小颗粒尿素出厂均价为 1601 元/吨, 同比下跌 24.8%, 环比 13 年 4Q 下跌 1.3%, 4 月份以来也是延续下跌。但是从公司综合毛利率来看, 2014 年 Q1 为 16.73%, 同比提升 2.8 个百分点, 环比提升 2.5 个百分点, 依然维持较高水平。展望未来, 在产能过剩和国际价格走低的大背景下, 国内尿素价格继续维持弱势的概率较大。但是由于公司技术优势突出, 在煤炭价格也同比下跌的情况下有望保持较高的毛利率。
- **醋酸有望量价齐升**: 2013 年 10 月, 公司通过技改新增 10 万吨后醋酸产能达到 50 万吨/年, 今年 1-3Q 将贡献增量。从价格方面来看, 公司 Q1 醋酸平均出厂价格为 3113 元/吨, yoy+7.33%, 并且 4 月份以来继续上涨, 由于去年同期价格较低, 预计 Q2 同比增幅将扩大。因此, 我们判断 Q2 醋酸贡献利润无论是同比还是环比都将提升。
- **其余产品提供增量**: 公司去年 7 月份投产的 20 万吨多元醇项目今年上半年将继续贡献增量, 该产品去年贡献 7.24 亿元营收, 主营利润 0.55 亿元。此外, 公司 10 万吨/年三聚氰胺和 60 万吨硝酸项目也将陆续投产。
- **盈利预测**: 鉴于公司新产品陆续投产和原料价格维持低位, 我们上调此前的盈利预测, 预计公司 2014/2015 年实现净利润 7.98 和 9.05 亿元, yoy 分别为+63%和+13%, 折合 EPS0.84 和 0.95 元。目前股价对应的 2014/2015 年 PE 为 7.7 倍和 6.8 倍, PB 仅为 1.01 倍。由于估值较低和公司成本优势突出, 我们上调公司评级至买入。
- **风险提示**: 煤炭价格大幅反弹; 尿素、醋酸、DMF 等各产品价格大幅下跌。
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	355	452	490	798	905
同比增减	%	39.57%	27.31%	8.41%	62.92%	13.44%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.372	0.474	0.513	0.836	0.949
同比增减	%	-6.95%	27.31%	8.41%	62.92%	13.44%
市盈率(P/E)	X	17.3	13.6	12.5	7.7	6.8
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.15	0.08	0.2	0.3
股息率 (Yield)	%	0.00%	2.33%	1.24%	3.11%	4.67%

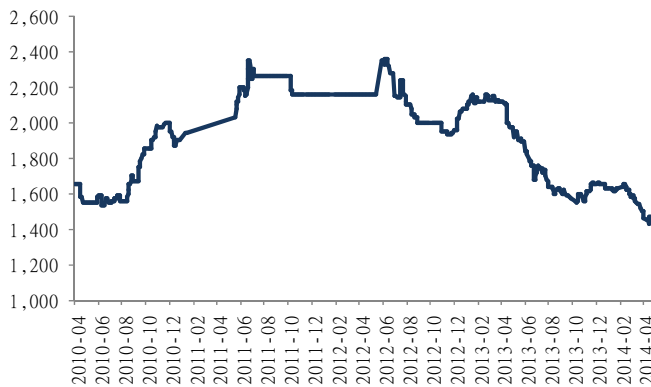
预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

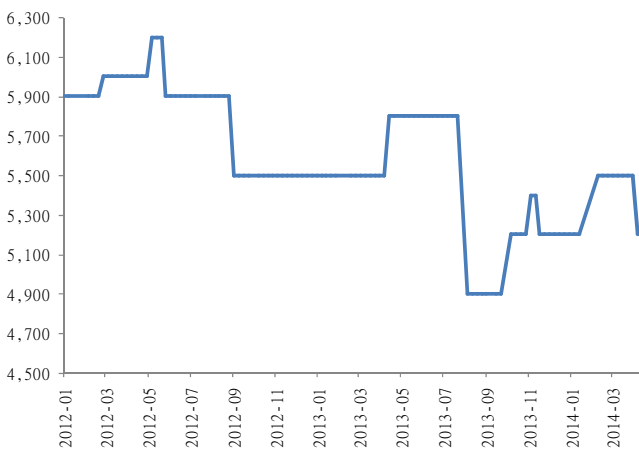
卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

图 1: 公司尿素出厂价格



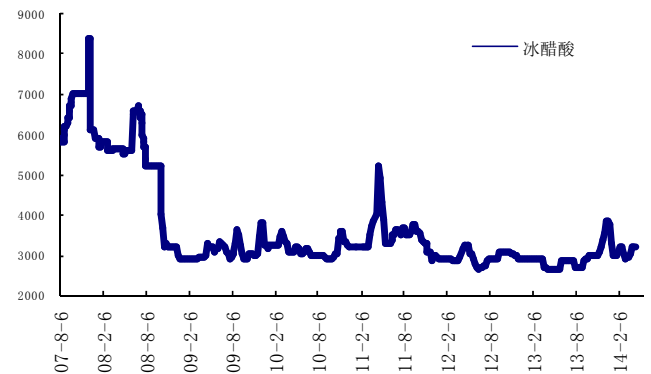
数据来源: wind, 群益证券整理

图 3: 公司 DMF 出厂价格



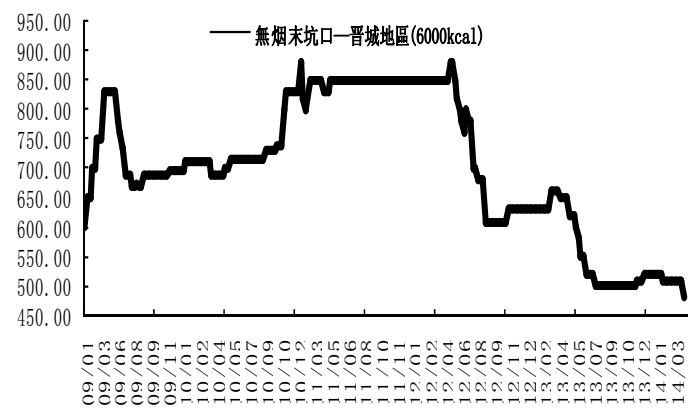
数据来源: wind, 群益证券整理

图 2: 公司醋酸出厂价格



数据来源: 隆众石化, 群益证券整理

图 4: 无烟煤价格走势



数据来源: 中国煤炭资源网, 群益证券整理

附一：合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	5195	7003	8469	9780	10758
经营成本	4444	5984	7324	8198	8983
营业税金及附加	8	2	0	0	0
销售费用	95	141	167	200	226
管理费用	85	82	100	126	140
财务费用	151	260	303	333	366
投资收益	6	16	21	15	20
营业利润	411	529	575	938	1064
利润总额	418	532	578	941	1068
所得税	64	81	88	144	163
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	355	452	490	798	905

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1176	1102	687	825	990
应收账款	217	747	870	957	1052
存货净额	591	548	454	476	500
流动资产合计	2860	2773	2525	2880	3297
固定资产	4204	7218	8316	9148	10063
在建工程	3163	1633	1117	1006	905
非流动资产合计	7773	9256	9853	10615	11478
资产总计	10633	12029	12378	13495	14775
流动负债合计	2922	2017	2661	3193	3832
非流动负债合计	2640	4490	3830	4213	4635
负债合计	5562	6507	6509	7406	8466
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5071	5522	5869	6088	6308
负债和股东权益总计	10633	12029	12378	13495	14775

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	348	505	1387	1664	1997
投资活动所用现金净额	-2133	-1131	-1235	-1482	-1778
融资活动所得现金净额	600	540	-540	-45	-54
现金及现金等价物净增加额	-1186	-86	-394	137	165

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料或意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。