

2014年6月24日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

8.36

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2014/6/24)	7.18
上证综指(2014/6/24)	2033.93
股价 12 个月高/低	7.49/5.46
总发行股数(百万)	953.63
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	68.66
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%)
每股净值(元)	6.28
股价/账面净值	1.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.4 21.4 27.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-25	6.43	买入

产品组合

尿素	34.3%
DMF	13.5%
醋酸	12.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.1%
一般法人	42.8%

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

尿素行业积极因素开始显现，涨价提供投资良机

结论与建议：

- **尿素价格近期出现反弹：**2013 年以来，尿素价格一路处于下行趋势，从去年初的 2200 元/吨左右下跌到今年 4 月份的 1400 元/吨左右，跌幅超过 36%。尽管期间也有春耕、夏季用肥、冬储等等的影响，但是却与往年不同，一直旺季不旺。然而，从 5 月下旬到 6 月初，公司小颗粒尿素出厂价格从 1380 元/吨涨到 1540 元/吨，涨幅超过 11%。我们分析出现此轮反弹的原因主要有以下几种：
  - (1) **尿素出口大增：**2014 年我国尿素出口实施新的关税政策，其中旺季（1-6 月，11 月，12 月）税率定为 15%+40 元/吨，相比 2013 年的 75% 税率大幅下调。在此背景下，我国 1-5 月尿素累计出口 382 万吨，yoy+200%。
  - (2) **尽管尿素新增产能较多，但实际产量并未增加：**截止 2013 年底，我国尿素折纯产能已经超过 3500 万吨/年（不折纯 7500 万吨以上），并且据统计 14、15 年仍将有 800 万吨（折纯）左右新增产能投产，但是实质上受行情低迷影响供给并未增加。根据国家统计局数据显示，2014 年 1-5 月我国尿素（折纯）产量为 1353 万吨，yoy-0.09%。尿素产量下降一方面是由于企业亏损停产或者减产导致开工率下降，另一方面由于新增产能受行情低迷影响转产或者放弃导致。
  - (3) **尿素去库存或已完成：**在价格下跌、出口大幅增长和供给没有增加的背景下，国内尿素去库存或已基本完成。一般 6-7 月份是我国夏季玉米追肥的旺季，尿素短期需求量大增。因此，在夏季玉米追肥备肥需求影响下，加上去库存较为彻底，才出现了此轮的价格反弹。
- **多因素迭加或将致尿素涨价持续：**未来一段时间，由于农业用肥的消耗，下游补库存将开始启动。届时，在供给稳定，出口量大增和下游补库存等多因素迭加情况下，尿素价格反弹持续的概率较大。
- **公司业绩增长较为确定，且对尿素价格敏感：**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。Q2 公司 10 万吨/年三聚氰胺项目（一期）5 万吨于 4 月底投产，加上同比 30 万吨/年尿素、20 万吨/年多元醇、10 万吨/年醋酸的增量，业绩继续大幅增长概率较大。此外，Q3 公司 60 万吨/年硝酸和 10 万吨/年醇酮装置节能改造有望投产和完成，因此全年来看公司业绩高增长较为确定。公司目前拥有尿素产能 180 万吨，每提价 100 元/吨，公司 EPS 可增厚 0.189 元，因此业绩弹性很大。
- **盈利预测：**我们预计公司 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 8.6 倍和 7.6 倍。鉴于公司业绩弹性较大和尿素持续提价存在较大可能，因此，我们认为公司短期存在较好的投资机会。  
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014 F	2015 F
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	19.4	15.2	14.0	8.6	7.6
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.15	0.08	0.2	0.3
股息率 (Yield)	%	0.00%	2.08%	1.11%	2.78%	4.17%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

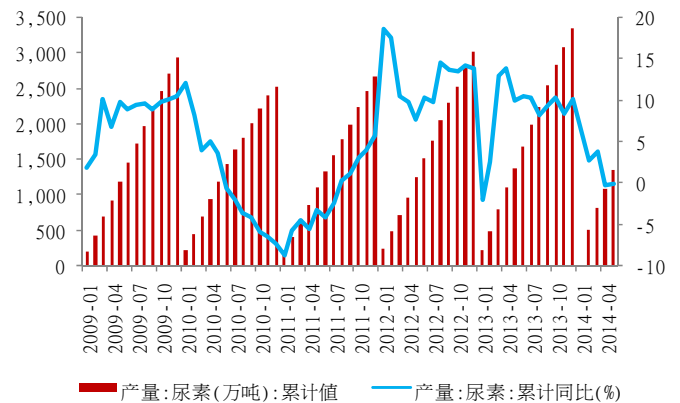
卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

图 1: 公司小颗粒尿素出厂价格



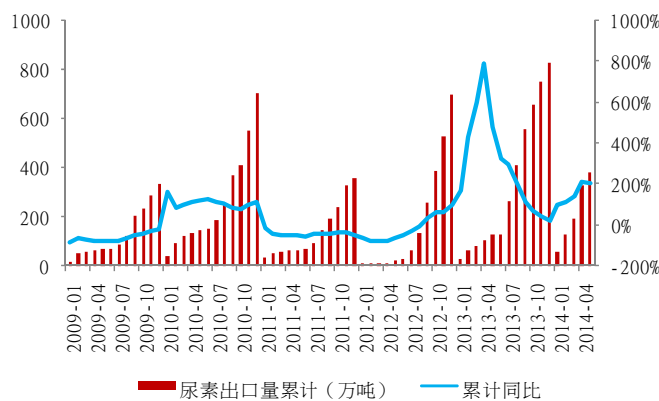
数据来源: wind, 群益证券整理

图 2: 国内尿素产量



数据来源: wind, 群益证券整理

图 3: 尿素出口量



数据来源: wind, 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可能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。