

2014年8月22日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

13.0

公司基本资讯

| | |
|-----------------|-----------------------|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2014/8/21) | 9.10 |
| 上证综指(2014/8/21) | 2230.46 |
| 股价 12 个月高/低 | 9.1/5.75 |
| 总发行股数(百万) | 953.63 |
| A 股数(百万) | 953.63 |
| A 市值(亿元) | 86.78 |
| 主要股东 | 山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%) |
| 每股净值(元) | 6.51 |
| 股价/账面净值 | 1.40 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 18.5 33.8 51.7 |

近期评等

| | | |
|------------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
| 2014-06-24 | 7.18 | 买入 |

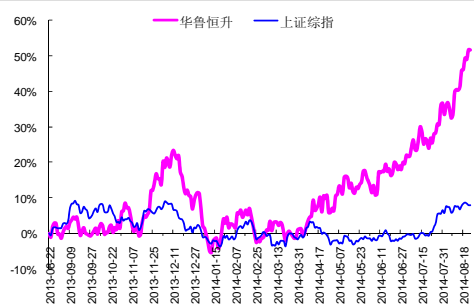
产品组合

| | |
|------|-------|
| 尿素 | 30.5% |
| 多元醇 | 20.0% |
| 其他产品 | 17.0% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 0.4% |
| 一般法人 | 44.4% |

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

上半年业绩略超预期，上调盈利预测，维持买入评级

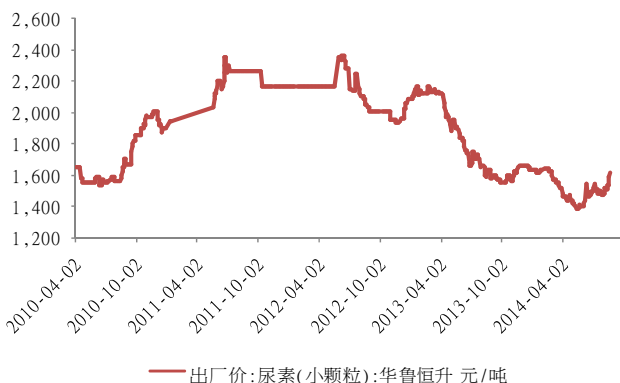
结论与建议:

- **业绩略超预期:** 公司发布半年报, 2014H1 实现营收 47.02 亿元, yoy+29.04%, 实现净利润 4.12 亿元, yoy+116.73%, 折合 EPS0.43 元, 接近此前业绩预告区间的上限, 略超我们的预期。单季度来看, 公司 Q2 实现营收 24.44 亿元, yoy+27.18%, 实现净利润 2.16 亿元, yoy+132.49%, 折合 EPS0.23 元。
- **增量产能贡献显著:** 受今年上半年有 30 万吨/年尿素、10 万吨/醋酸、20 万吨/年多元醇等增量产能影响, 公司产品产销量增加。尽管报告期内公司主营产品尿素由于价格同比下跌实现营收 12.7 亿元, yoy-13.27%, 但是醋酸和己二酸产品分别实现营收 7.1 和 6.5 亿元, 同比大增 57%和 74%, 多元醇实现营收 8.36 亿元, 以上综合导致营收增加 29%。
- **综合毛利率提升:** 尽管尿素行业低迷, 受价格下跌影响毛利率同比下降 9.16 个百分点, 但是受益于醋酸价格上涨和己二酸成本下降, 其毛利率为 36.23%和 3.38%, 同比分别提升 37.89 和 11.30 个百分点。由于化工品盈利情况改善, 报告期内公司综合毛利率为 16.68%, 同比提升 3.46 个百分点。
- **Q3 业绩有望继续向好:** 公司 Q3 业绩有望继续向好: (1) 根据我们监测的数据显示, 华东地区江苏市场尿素价格持续上涨, 7 月份以来价格已反弹 11%, 已经接近去年同期价格; (2) 醋酸价格持延续涨势, 屡创年内新高, 目前公司醋酸出厂价为 4100 元/吨, 7 月初以来上涨 9.3%; (3) 公司 10 万吨/年醇酮装置改造完成后己二酸成本有望进一步下降, 盈利情况将进一步改善; (4) 主要原料煤炭价格持续走低。展望未来, 我们认为在尿素行业回暖、醋酸行业景气度提升和煤炭价格下行的情况下公司业绩有望继续向上。
- **加码产业升级:** (1) 公司拟投资 28.3 亿元建设年生产能力为 13.7 亿 Nm³ 的羰基合成气 (CO+H₂) 生产装置, 采用先进的水煤浆气化技术替代采用传统 UGI 固定床气化技术的合成气生产装置, 我们认为此举将进一步降低原料煤和公用工程消耗, 减少环境污染, 提高公司产品竞争力; (2) 公司拟投资 3.9 亿元建设一台 480t/h 高温高压煤粉锅炉替代现有 6 台小型锅炉, 同时, 对烟气脱硫、脱硝和除尘设施进行升级改造, 我们认为此举可进一步减少二氧化硫、氮氧化物和烟尘等的排放量, 有效提高锅炉热效率, 降低能源消耗。我们认为公司是传统煤化工企业转型升级的代表, 逐渐摆脱单纯的产品竞争, 转向技术、成本和环保的竞争, 因此, 未来综合竞争实力将不断增强。
- **盈利预测:** 鉴于尿素和醋酸行业景气持续提升, 我们上调公司的盈利预测, 预计公司 2014/2015 年实现净利润 9.7/13.1 亿元, yoy 分别为 +98%/+34%, 折合 EPS1.02/1.37 元。目前股价对应的 2014/2015 年 PE 为 8.9/6.6 倍。鉴于公司估值较低, 业绩有望持续向好, 我们维持买入的投资建议。

..... 接续下页

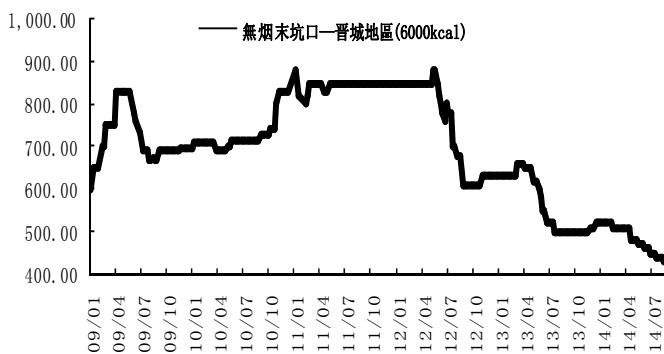
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 F | 2015 F |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 355 | 452 | 490 | 971 | 1305 |
| 同比增减 | % | 39.57% | 27.31% | 8.41% | 98.40% | 34.40% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.372 | 0.474 | 0.513 | 1.018 | 1.369 |
| 同比增减 | % | -6.95% | 27.31% | 8.41% | 98.40% | 34.40% |
| 市盈率(P/E) | X | 24.5 | 19.2 | 17.7 | 8.9 | 6.6 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0 | 0.15 | 0.08 | 0.2 | 0.3 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.00% | 1.65% | 0.88% | 2.20% | 3.30% |

图1: 公司小颗粒尿素出厂价格提升



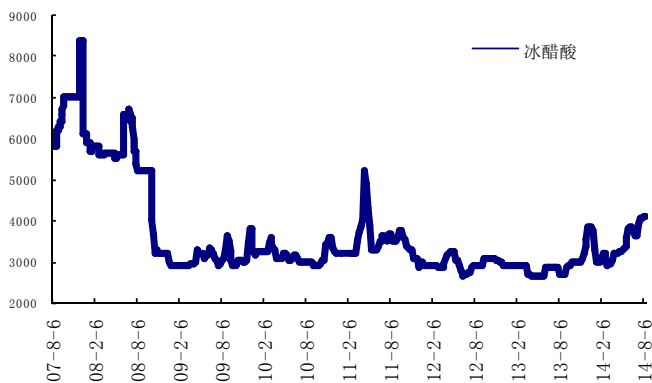
数据来源: wind, 群益证券整理

图3: 无烟煤价格逐步走低



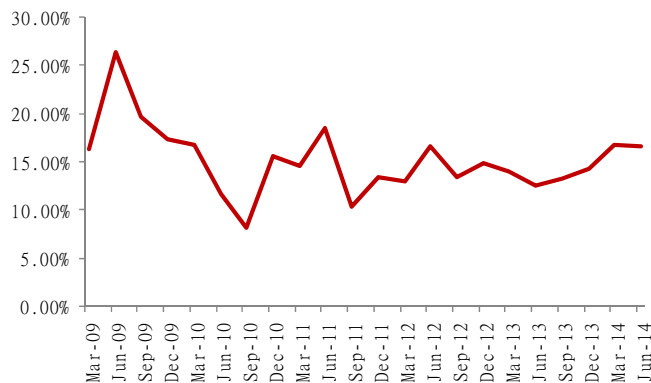
数据来源: 中国煤炭资源网, 群益证券整理

图2: 公司醋酸出厂价格持续上涨



数据来源: 隆众石化, 群益证券整理

图4: 公司综合毛利率稳步提升



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

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%)

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 | 10090 | 12108 |
| 经营成本 | 4444 | 5984 | 7324 | 8308 | 9807 |
| 营业税金及附加 | 8 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 95 | 141 | 167 | 198 | 242 |
| 管理费用 | 85 | 82 | 100 | 121 | 149 |
| 财务费用 | 151 | 260 | 303 | 327 | 387 |
| 投资收益 | 6 | 16 | 21 | 22 | 20 |
| 营业利润 | 411 | 529 | 575 | 1146 | 1542 |
| 利润总额 | 418 | 532 | 578 | 1147 | 1543 |
| 所得税 | 64 | 81 | 88 | 176 | 238 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东权益 | 355 | 452 | 490 | 971 | 1305 |

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及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，或会买入，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。