

2014年10月10日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

13.0

华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

1-3Q 业绩预增 80-100%，略超市场预期，维持买入评级

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2014/10/9)	8.67
上证综指(2014/10/9)	2389.37
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)	82.68
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	1.33
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.2 11.2 42.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-08-22	9.10	买入
2014-06-24	7.18	买入

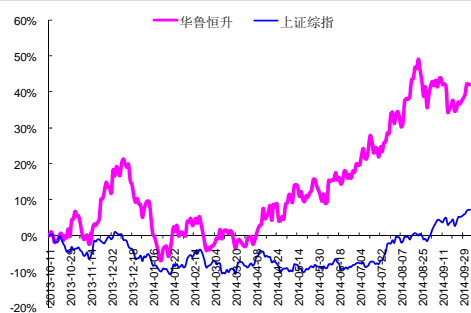
产品组合

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



结论与建议:

- **业绩略超市场预期:** 公司发布业绩预告, 2014 年 1-3Q 实现净利润 5.8~6.5 亿元, 同比增长 80~100%, 折合 EPS0.61~0.68 元, 超市场预期, 但是略低于我们此前的预期。
- **Q3 业绩环比基本持平:** 单季度来看, 公司 Q3 实现净利润 1.73~2.38 亿元, 同比增长 28~76%, 折合 EPS 为 0.18~0.25 元, 略低于我们 0.277 元的预期, 我们认为主要是由于公司 Q3 装置检修影响产量所导致。根据我们监测的数据来看, 2014Q3 尿素市场均价为 1671 元/吨, yoy-6%, 环比 Q2 上涨 6%; 醋酸均价为 3877 元/吨, yoy+38%, 环比 Q2 上涨 12%。在此背景下, 我们预计公司 Q3 综合毛利率环比将继续提升, 但是受部分装置检修影响产量下降, 导致公司 Q3 业绩环比 Q2 基本持平。
- **尿素价格反弹后震荡, 未来有望继续向好:** 尿素价格自低位自 7 月初 1600 元/吨反弹至目前 1700 元/吨左右, 目前维持震荡, 同比基本持平。7、8 月份我国尿素产量分别为 266、277 万吨, 同比分别下降 4.2%和 3.2%, 1-8 月累计产量 2181 万吨, yoy-1.72%, 供给持续萎缩。1-8 月份我国尿素累计出口 659 万吨, yoy+62%。我们认为在落后产能退出、出口持续向好的背景下, 国内库存消化将明显加快。此外, 煤炭价格在持续下跌后于三季度企稳, 未来随着冬季用煤的需求增加和进口零关税的取消, 煤炭价格重心有望上移, 为尿素提供成本支撑。鉴于此, 我们认为未来尿素价格稳中向好是大概率事件。
- **醋酸价格有所回落, 但是同比依然录得较大增幅:** 醋酸价格在三季度经历了大起大落, 受行业部分装置检修影响, 最高价曾上涨至 4100 元/吨, 创下近 2 年来的新高。目前调整到 3350 元/吨, 价格有所回落, 但是同比依然录得 14%的涨幅。展望未来, 我们认为醋酸行业在经历了前面 2 年大幅新增产能、价格低迷之后, 行业发展将逐渐回归理性, 未来高景气度有望保持。
- **盈利预测:** 我们暂维持此前的盈利预测, 预计公司 2014/2015 年实现净利润 9.7 和 13.1 亿元, yoy 分别为+98%和+34%, 折合 EPS1.02 和 1.37 元。目前股价对应的 2014/2015 年 PE 为 8.5 倍和 6.3 倍。鉴于尿素和醋酸行业景气度回暖, 公司估值较低, 我们维持买入的投资建议。

..... 接续下页

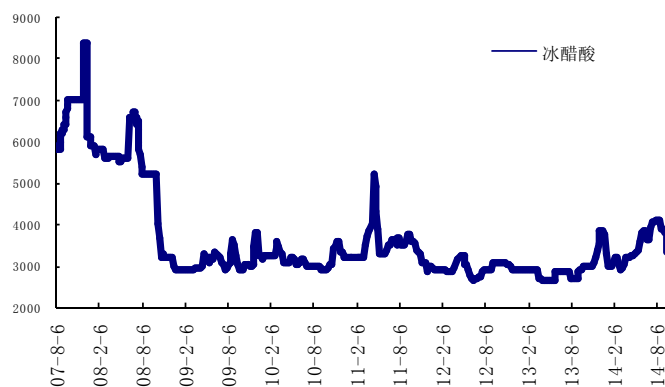
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014 F	2015 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	355	452	490	971	1305
同比增减	%	39.57%	27.31%	8.41%	98.40%	34.40%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.372	0.474	0.513	1.018	1.369
同比增减	%	-6.95%	27.31%	8.41%	98.40%	34.40%
市盈率 (P/E)	X	23.3	18.3	16.9	8.5	6.3
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.15	0.08	0.2	0.3
股息率 (Yield)	%	0.00%	1.73%	0.92%	2.31%	3.46%

图1: 小颗粒尿素价格走势



数据来源: 隆众石化, 群益证券整理

图2: 公司醋酸出厂价格走势



数据来源: 隆众石化, 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。