

华鲁恒升（600426）简评

评级 买入 维持

公司点评

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可 Z32253000

已获业务资格：证券投资咨询

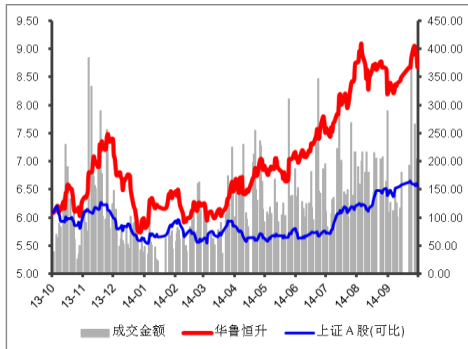
研究员：姚鑫

电话：010-88321661

Email: yaoxin@tpyzq.com.cn

执业证书编号：S1190210080004

市场表现



公司基础数据

当前价(元): 8.68

30日股价区间(元): 8.15-9.12

总股本/流通股(万股): 953.63/953.63

每股净资产(元): 6.50

资产负债率(%) 52.87

报告摘要:

- ◆ **公司业绩较去年同比大幅上涨。**2014年公司第1、第2季度每股收益分别是0.205元、0.227元。据1-9月公司业绩预告推算，第3季度每股收益在0.18-0.25元。三个季度业绩分别比去年同期增长100.98%、111.34%、28.34%-77.30%。我们保守测算公司第4季度每股收益为0.228-0.298元，预计全年每股收益为0.90元，较去年同期上升75%。
- ◆ **公司收入增幅部分主要靠醋酸、多元醇和己二酸业务贡献。**公司主营产品包括尿素、多元醇、醋酸、己二酸和DMF，报告期内收入分别占主营收入27.26%、17.89%、15.15%、13.56%和10.48%。其中(1)DMF：产量(约24万吨)和收入近三年几乎无增长，并且态势有望延续；(2)尿素：收入增长主要靠产量提升，盈利增长靠成本下滑，尿素销售价格2012-2014年每吨由2131元下滑至1521元。在产量与去年相同的假设下，预计2014年尿素业务收入下滑15%左右，未来此业务扩大主要靠公司氨醇产能扩张；(3)醋酸：2014年上半年收入同比增长56.51%，主要由于醋酸受主要装置停车检修影响，售价同比上涨18.56%。醋酸业务是今年公司收入和利润提升的主要贡献点，预计四季度价格会回调至3000元/吨。未来醋酸盈利主要靠煤气化装置带来的成本下滑；(4)己二酸：2014年上半年收入同比上涨73.99%，该产品自12年以来价格稳定在每吨11500元左右，因此收入增长主要来自于销量的提升。(5)多元醇：随着新增产能陆续投放，该业务收入保持较快增长。
- ◆ **业绩预测及增长点分析：**根据市场已披露信息，我们预测公司14-2016年EPS分别为0.90元、1.21元和1.35元。业绩增长主要来自于(1)10万吨环己酮投产；(2)20万吨多元醇项目和60万吨硝酸项目；(3)水煤浆气化技术替代传统UGI固定床气化技术，可进一步降低原料煤和综合生产成本，以确保公司享有行业的超额收益。
- ◆ **维持华鲁恒升“买入”的投资评级。**公司主营产品属于周期性产品，但由于综合成本和能耗较低，因此在产品价格低谷时，公司也能保障合理盈利。财务指标多年来持续稳健。随着水煤浆气化技术的投产运行，公司综合能耗还会继续下滑，伴随着建设项目顺利实施，收入和利润将会保持稳定上涨，属于较好的稳健型投资品种。
- ◆ **风险提示：**产品价格大幅下跌风险，项目建设受阻风险。

表 1：公司未来三年财务预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1102.0	687.4	992.4	1075.5	1320.9	营业收入	7003.1	8469.4	9924.2	10754.7	11315.6
应收和预付款项	1122.7	1383.9	1364.3	1698.2	1644.3	营业成本	5984.2	7324.0	8265.5	9038.8	9423.6
存货	548.1	453.8	678.5	312.1	720.6	营业税金及附加	2.4	0.0	1.0	1.1	1.1
其他流动资产	2770.1	2522.6	3032.1	3082.7	3682.2	销售费用	141.4	166.8	208.4	225.8	237.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用	82.2	99.7	116.8	126.6	133.2
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	260.3	302.6	321.8	0.0	0.0
固定资产和在建工程	8851.0	9433.7	10081.0	10206.4	10088.6	资产减值损失	3.8	1.1	1.2	1.3	1.4
无形资产和开发支出	286.1	348.5	340.6	332.7	324.8	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	41.0	31.1	31.1	31.1	31.1	公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	9247.1	9843.1	10482.8	10601.4	10477.2	营业利润	528.8	575.2	1009.5	1361.1	1518.7
资产总计	12029.2	12378.0	13528.4	13697.8	14173.5	其他非经营损益	3.6	2.5	3.0	3.2	3.4
短期借款	310.0	170.0	0.0	0.0	0.0	利润总额	532.4	577.7	1012.5	1364.3	1522.1
应付和预收款项	1194.8	1272.8	1200.7	1271.6	1174.4	所得税	80.9	88.2	155.5	209.6	233.8
长期借款	4489.9	3830.4	3830.4	3830.4	3830.4	净利润	451.6	489.5	857.0	1154.7	1288.3
其他负债	0.5	1.2	1.8	0.7	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	6507.0	6509.4	6802.7	5817.4	5004.8	母公司股东净利润	451.6	489.5	857.0	1154.7	1288.3
股本	953.6	953.6	953.6	953.6	953.6	财务指标(%)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
资本公积	2312.1	2312.1	2312.1	2312.1	2312.1	毛利率	14.55	13.52	16.71	15.95	16.72
留存收益	2256.5	2603.0	3459.9	4614.7	5903.0	销售净利率	6.45	5.78	8.64	10.74	11.39
归属母公司股东权益	5522.2	5868.7	6725.6	7880.4	9168.7	ROE	8.53	8.60	13.61	15.81	15.11
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	3.99	4.01	6.62	8.48	9.24
股东权益合计	5522.2	5868.7	6725.6	7880.4	9168.7	ROIC	6.63	6.64	9.37	9.22	10.15
负债和股东权益合计	12029.2	12378.0	13528.4	13697.8	14173.5	销售收入增长率	34.79	20.94	17.18	8.37	5.22
						EBIT 增长率	39.13	11.05	51.56	2.25	11.57
						净利润增长率	27.31	8.41	75.06	34.75	11.57
现金流量表	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	估值倍数	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NOPLAT	675.5	750.7	1134.5	1159.6	1293.1	EPS(X)	0.47	0.51	0.90	1.21	1.35
经营性现金流	505.1	1386.8	1730.1	2449.4	2026.5	PE(X)	17.59X	16.23X	9.27X	6.88X	6.17X
投资性现金流	-1130.6	-1234.8	-2696.5	-976.5	-774.6	PB(X)	1.44X	1.35X	1.18X	1.01X	0.87X
融资性现金流	539.6	-540.2	-500.2	-333.7	-290.9	PS(X)	1.13X	0.94X	0.80X	0.74X	0.70X
现金增加额	-0.1	-0.4	-1.5	1.1	1.0	EV/EBITDA(X)	7.86X	6.89X	5.19X	4.52X	3.71X
FCFF	441.6	1183.9	533.2	852.7	1453.1						

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话：(8610) 88321528

传真：(8610) 88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。