

2015年1月27日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

14.0

## 华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

14年净利增 50~80%，略低于预期，维持买入评级

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2015/1/27)	11.03
上证综指(2015/1/27)	3383.18
股价 12 个月高/低	11.7/5.92
总发行股数(百万)	953.63
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	102.61
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%)
每股净值(元)	6.73
股价/账面净值	1.60
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.1 21.9 76.4

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-29	8.84	买入

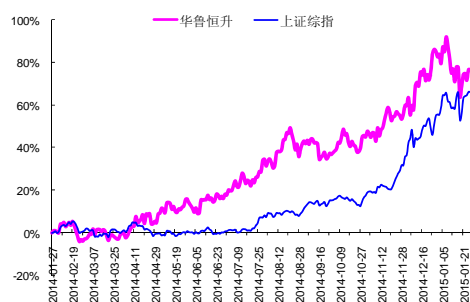
### 产品组合

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	0.6%
一般法人	43.3%

### 股价相对大盘走势



### 结论与建议：

- **业绩略低于预期：**公司发布业绩预告，预计 2014 年实现归属于上市公司股东的净利润 7.34~8.81 亿元，同比增长 50%-80%，折合 EPS0.77~0.92 元，比我们此前的预期低 9%~24%。单季度来看，公司 Q4 实现净利润 1.13~2.60 亿元，yoy-31.57%~+57.57%，MOM-46.25%~+23.76%，折合 EPS0.12~0.27 元。
- **原料涨价、醋酸跌价致毛利率下滑：**根据我们监测的数据显示，环渤海动力煤价格指数 Q4 均价为 510 元/吨，环比 Q3 上升 4%；醋酸平均价格为 3150 元/吨，环比 Q3 下跌 19%；尿素市场均价为 1637 元/吨，环比 Q3 基本持平。原料煤炭价格小幅上涨和醋酸价格较大幅度下跌导致销售毛利率下滑，因此公司 Q4 业绩低于预期。
- **未来毛利率有望企稳回升：**(1) 原料煤炭价格有望保持低位：在煤炭行业整体产能过剩、环保压制需求以及下游行业景气度较低的影响，我们预计煤炭价格仍将维持低位；(2) 尿素行业有望走出低谷：经历了 2 年的价格下滑和 1 年的底部整理，尿素行业新增供给开始逐步减少、落后产能部分退出 供给端开始改善 2014 年国内尿素累计产量 3218 万吨(折纯)，yoy-2.95%；受出口关税下调影响，2014 年尿素出口 1362 万吨，yoy+65%。据我们测算，2015 年新的出口关税政策有望使尿素出口税负进一步下降三成左右，因此，我们预计在出口的带动下，国内尿素行业供需格局有望明显改善，价格筑底回升概率较大。(3) 醋酸价格进一步下跌空间有限：随着原油价格暴跌，以天然气为原料的甲醇制醋酸路线成本持续下降，加上下游需求低迷，醋酸价格不断下滑，目前醋酸价格已跌至近几年的低位。随着油价企稳，我们预计醋酸价格进一步下跌空间有限。综合来看，廉价的原料和产品价格的企稳回升有望使得公司毛利率情况好转，从而提振业绩。
- **盈利预测：**鉴于醋酸价格大幅下滑，尿素价格涨幅不及预期，我们下修公司的盈利预测，预计公司 2014/2015/2016 年分别实现净利润 8.29/9.22/11.08 亿元，YOY 分别为+69%/+11%/+20%，折合 EPS 分别为 0.87/0.97/1.16 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 13/11/10 倍。鉴于公司估值较低，尿素行业有望走出底部，因此维持买入建议。

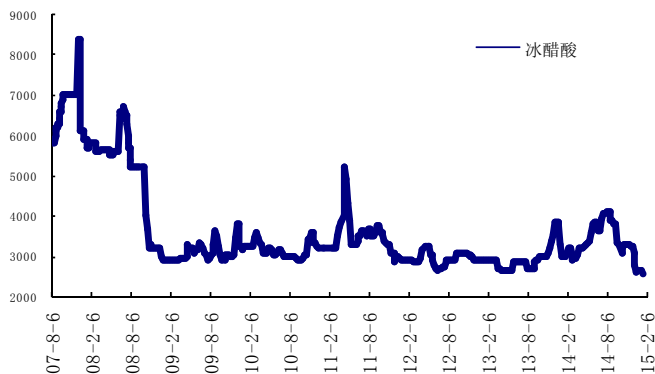
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014 F	2015 F	2016 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	452	490	829	922	1108
同比增减	%	27.31%	8.41%	69.30%	11.28%	20.17%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.474	0.513	0.869	0.967	1.162
同比增减	%	27.31%	8.41%	69.30%	11.28%	20.17%
市盈率(P/E)	X	23.3	21.5	12.7	11.4	9.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.08	0.2	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	1.36%	0.73%	1.81%	2.72%	2.72%

图:1 小颗粒尿素价格走势



图：醋酸价格走势



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 ≥ 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%)

## 附一：合并损益表

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7003	8469	9867	10854	11939
经营成本	5984	7324	8280	9115	9909
营业税金及附加	2	0	0	0	0
销售费用	141	167	176	195	215
管理费用	82	100	120	134	147
财务费用	260	303	321	347	382
投资收益	16	21	24	20	20
营业利润	529	575	976	1082	1306
利润总额	532	578	976	1087	1307
所得税	81	88	148	165	199
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	452	490	829	922	1108

## 附二：合并资产负债表

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1102	687	962	1251	1501
应收账款	747	870	957	1052	1157
存货净额	548	454	476	500	525
流动资产合计	2773	2525	3018	3558	4099
固定资产	7218	8316	9148	10063	11069
在建工程	1633	1117	1006	905	815
非流动资产合计	9256	9853	10615	11478	12449
资产总计	12029	12378	13632	15036	16548
流动负债合计	2017	2661	3193	3832	4598
非流动负债合计	4490	3830	4213	4635	5098
负债合计	6507	6509	7406	8466	9696
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5522	5869	6226	6570	6852
负债和股东权益总计	12029	12378	13632	15036	16548

## 附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	505	1387	1664	1997	2396
投资活动所用现金净额	-1131	-1235	-1089	-1208	-1746
融资活动所得现金净额	540	-540	-300	-500	-400
现金及现金等价物净增加额	-86	-394	275	289	250

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许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。