

2015年4月2日

高观朋  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元)

16.5

## 华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

14年净利增64%，鉴于估值较低，维持买入评级

### 结论与建议：

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2015/4/1)	14.02
上证综指(2015/4/1)	3810.29
股价 12 个月高/低	14.02/6.03
总发行股数(百万)	953.63
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	133.70
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%)
每股净值(元)	6.93
股价/账面净值	2.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	28.5 22.9 130.6

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-29	8.84	买入
2015-1-28	11.03	买入

### 产品组合

肥料	27.7%
多元醇	19.1%
己二酸及中间品	18.1%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.4%
一般法人	40.8%

### 股价相对大盘走势



■ **14年净利增64%:** 公司发布年报, 2014年实现营业收入97亿元, yoy+14.65%, 实现净利润8.04亿元, yoy+64.33%, 折合EPS0.84元, 落在此前业绩预告区间的中值附近, 基本符合预期。单季度来看, 公司Q4实现营业收入25.5亿元, yoy+1.94%, 实现净利润1.83亿元, yoy+11%, 折合EPS0.19元。公司公布分红预案, 2014年拟每10股派现1.5元(含税), 按最新股价计算折合股息率1.07%。

■ **业绩大增主因醋酸销售量价齐升:** 报告期内公司主营产品尿素销售量增价跌, 实现尿素产量180万吨, yoy+8.55%, 销售171万吨, yoy+3.38%, 由于尿素价格同比下跌, 实现营收25亿元, yoy-15%, 毛利率为16.01%, 同比下降5.43个百分点, 贡献毛利3.97亿元, yoy-36%。但醋酸业务量价齐升, 公司实现醋酸及衍生品产量56万吨, yoy+18%, 销售55万吨, yoy+18%, 由于价格上涨以及成本下降, 实现营收16亿元, yoy+37%, 毛利率为35.36%, 同比增加21.87个百分点, 贡献毛利5.64亿元, yoy+284%。

■ **Q1业绩可能受累于化工品价格低迷:** 根据我们监测的资料, 受油价暴跌的影响, 公司Q1醋酸出厂均价同比下跌16.5%, 环比下跌17.5%, 但尿素出厂均价为1591元/吨, 同比基本持平, 环比上涨4.44%, 同时, 公司主要原料价格同比下跌幅度约10%左右。综合考虑以上影响, 我们测算公司Q1净利同比、环比小幅下滑概率较大。但是, 由于公司具备"一头多线"柔性多联产模式, 在个别产品景气度较低时可以调节产量以生产较高景气的产品, 因此, 抵御市场风险能力较强。

■ **Q2起业绩将好转:** (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) 尿素行业供需格局有望持续好转: 2015年1-2月国内尿素累计产量520万吨(折纯), 同比基本持平, 出口297万吨, yoy+127%。在供给稳定出口大增的背景下, 国内尿素行业供需格局有望持续改善。 (3) 醋酸等化工品价格将逐步好转: 随着油价企稳, 我们预计醋酸等化工品价格将随需求好转而逐步回升。因此综合来看, Q1将是公司年内业绩低点, 未来逐季向好概率较大。

■ **盈利预测:** 我们维持此前的盈利预测, 预计公司2015/2016年分别实现净利润9.22/11.08亿元, YOY分别为+15%/+20%, 折合EPS分别为0.97/1.16元, 目前A股股价对应的PE为14.5/12.1倍。鉴于公司估值较低, 未来业绩有望稳步趋好, 因此维持买入建议。

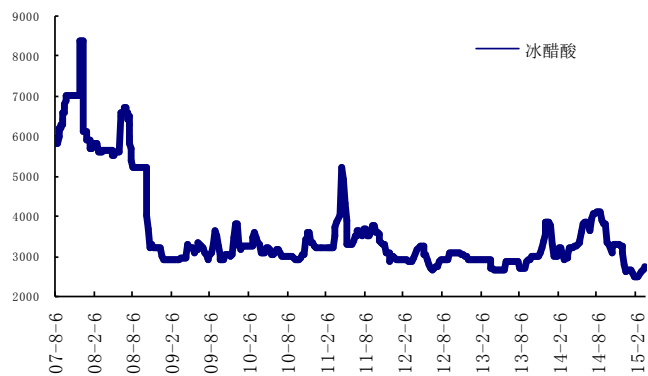
..... 接续下页 .....

年度截止 12月31日		2012	2013	2014	2015 F	2016 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	452	490	804	922	1108
同比增减	%	27.31%	8.41%	64.33%	14.60%	20.17%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.474	0.513	0.844	0.967	1.162
同比增减	%	27.31%	8.41%	64.33%	14.60%	20.17%
市盈率(P/E)	X	29.6	27.3	16.6	14.5	12.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.08	0.15	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	1.07%	0.57%	1.07%	2.14%	2.14%

图:1 小颗粒尿素价格走势



图: 醋酸价格走势



资料来源: 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	2012	2013	2014	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	2014	2015E	2016E
货币资金	1102	687	949	1139	1367
应收账款	747	870	1109	1220	1342
存货净额	548	454	337	371	408
流动资产合计	2773	2525	2702	2917	3350
固定资产	7218	8316	8948	9395	9865
在建工程	1633	1117	686	549	494
非流动资产合计	9256	9853	10348	10866	11409
资产总计	12029	12378	13050	13782	14759
流动负债合计	2017	2661	2427	2306	2075
非流动负债合计	4490	3830	3844	3921	3999
负债合计	6507	6509	6437	6227	6075
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5522	5869	6613	7556	8685
负债和股东权益总计	12029	12378	13050	13782	14759

## 附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	505	1387	1607	1767	2121
投资活动所用现金净额	-1131	-1235	-848	-979	-1195
融资活动所得现金净额	540	-540	-497	-600	-700
现金及现金等价物净增加额	-86	-394	264	190	228

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。