

2015年4月30日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

18.0

华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

Q1 净利增 26%，创单季历史新高，超出预期，维持买入评级

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2015/4/29)	14.43
上证综指(2015/4/29)	4476.62
股价 12 个月高/低	14.79/6.46
总发行股数(百万)	953.63
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	137.61
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%)
每股净值(元)	7.19
股价/账面净值	2.01
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.4 33.7 126.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-4-2	14.02	买入
2015-1-28	11.03	买入

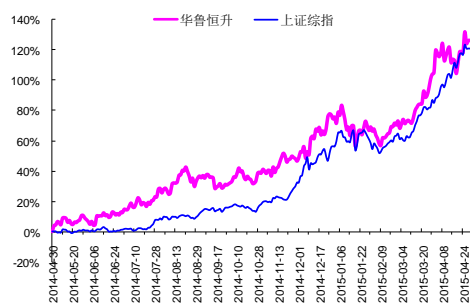
产品组合

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	0.0%
一般法人	40.3%

股价相对大盘走势



结论与建议:

- **Q1 净利增 26%，好于预期：**公司发布一季报，2015 年 Q1 实现营收 22 亿元，yoy-3.81%，实现净利润 2.45 亿元，yoy+25.60%，折合 EPS0.26 元，超出我们的预期（0.21 元），并且创下公司有史以来单季度净利润的新高。
- **化工品跌价致营收下降：**从我们跟踪的数据来看，Q1 尿素均价同比略涨，由于产能没有扩张，销量方面我们预计同比变化不大；醋酸均价同比下跌 16%，DMF 等化工品价格均跟随油价下跌，但是由于开工率较好，销量同比有所增长，以上综合导致公司营收下降 3.81%。
- **成本下降致毛利率提升：**由于公司主要原料煤炭价格同比下跌两成左右，导致报告期内公司综合毛利率达到 20.74%，同比提升 4 个百分点，创下近五年来的新高。
- **未来煤化工产品价格有望随油价齐升，毛利率仍有提升空间：**根据我们监测的数据显示，目前尿素市场最新价格为 1710 元/吨，同比上涨 5.56%，随着行业供需格局的改善，行业景气度有望进一步提升；醋酸价格为 2850 元/吨，同比下跌 12%，但是环比 Q1 均价上涨 10%，并且随着原油价格的震荡上扬，未来继续提价是大概率事件；公司主要原料煤炭价格目前同比跌幅已超过 20%，环比 Q1 继续下跌，未来受供应过剩的影响，煤炭价格有望持续保持低位。综上判断，我们预计公司主要产品价格将稳中有升，综合毛利率继续提升概率较大。
- **盈利预测：**鉴于公司业绩超预期，尿素行业景气度有望进一步提升，以及煤化工产品价格上涨概率较大，我们分别上修公司的 15 年 16 年盈利预测 30%和 20%，预计公司 2015/2016 年分别实现净利润 12/14.5 亿元，YOY 分别为+49%/+21%，折合 EPS 分别为 1.25/1.52 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 11.5/9.5 倍。由于公司业绩弹性较大，若未来尿素和煤化工产品价格上涨过快，不排除公司业绩继续超预期的可能。鉴于公司估值较低，尿素行业景气度有望继续好转，煤化工业务景气度有望触底回升，因此维持买入建议。

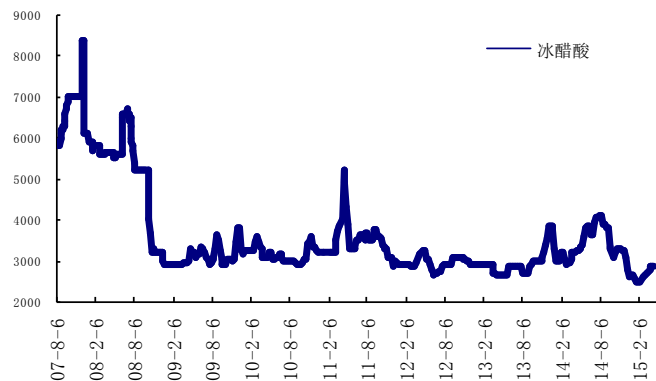
..... 接续下页

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	1195	1445
同比增减	%	27.31%	8.41%	64.33%	48.59%	20.86%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.474	0.513	0.844	1.253	1.515
同比增减	%	27.31%	8.41%	64.33%	48.59%	20.86%
市盈率(P/E)	X	30.5	28.1	17.1	11.5	9.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.08	0.15	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	1.04%	0.55%	1.04%	2.08%	2.08%

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	9710	10088	11097
经营成本	5984	7324	8068	7920	8545
营业税金及附加	2	0	9	26	29
销售费用	141	167	177	186	205
管理费用	82	100	151	218	244
财务费用	260	303	315	318	355
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	529	575	955	1420	1719
利润总额	532	578	955	1423	1720
所得税	81	88	151	227	275
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	452	490	804	1195	1445

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,及其分公司,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)有限公司及其任何之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 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之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。