

2015年8月28日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

18.0

华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

上半年净利增 28%，符合预期，维持买入评级

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2015/8/27)	12.55
上证综指(2015/8/27)	3083.59
股价 12 个月高/低	20.91/8.2
总发行股数(百万)	953.63
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	119.68
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.39%)
每股净值(元)	7.34
股价/账面净值	1.71
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-14.3 -32.5 49.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

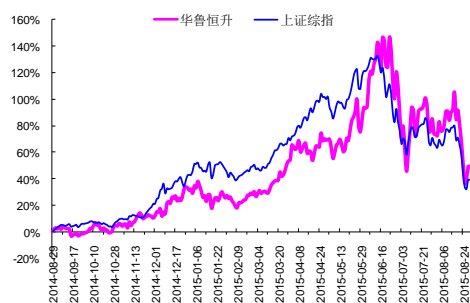
产品组合

肥料	34.6%
有机胺	17.4%
己二酸及中间品	16.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	33.5%

股价相对大盘走势



结论与建议:

- **H1 净利增 28%，符合预期:** 公司发布半年报，2015H1 实现营收 46.7 亿元，yoy-0.62%，实现净利润 5.26 亿元，yoy+27.75%，折合 EPS0.55 元，符合预期。单季度来看，公司 Q2 实现营收 24.9 亿元，yoy+2.36%，实现净利润 2.81 亿元，yoy+29.68%，折合 EPS0.29 元。
- **尿素涨价是业绩提升主因:** 根据我们监测的数据显示，上半年国内尿素市场均价为 1732 元/吨，同比上涨 100 元/吨左右（涨幅约 6%），受此影响，尿素实现营收 15 亿元，yoy+17.61%，加上煤炭价格下跌导致成本下降，尿素业务毛利率为 27.24%，同比增加 11.13 个百分点。
- **其他产品价格下滑，但毛利率有所提升:** 受原油价格走低影响，公司煤化工产品大部分跌价，导致营收有所下滑，但毛利率有所提升，其中有机胺业务实现营收 7.5 亿元，yoy-4.04%，毛利率为 24.16%，同比增加 2.3 个百分点；多元醇实现营收 6.8 亿元，yoy-19.07%，毛利率为 7.7%，同比增加 0.84 个百分点；己二酸及中间品由于销量增长，实现营收 7.3 亿元，yoy+6.15%，受 10 万吨/年醇酮装置节能改造项目投产影响，毛利率为 13.55%，同比增加 10.07 个百分点。醋酸及衍生品由于售价下降，实现营收 6.8 亿元，yoy-7.2%，毛利率为 23.15%，同比减少 13.24 个百分点。
- **尿素行业景气回升有望持续，煤化工产品价格有望随油价企稳回升:** 2015 年 1-7 月国内尿素产量为 1964 万吨（折纯），yoy+6.45%，但出口量 775 万吨，yoy+47%，因此，国内尿素供需格局依然处于改善之中，未来行业景气回升有望持续。三季度以来，原油价格大幅下跌，公司醋酸等化工品受此影响价格回落，但是随着近期油价的企稳回升，加上国内稳增长措施的陆续出台，我们认为公司煤化工产品价格企稳回升的概率较大。
- **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 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 10/8.3 倍。鉴于公司业绩良好，估值较低，因此我们维持买入建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	452	490	804	1195	1445
同比增减	%	27.31%	8.41%	64.33%	48.55%	20.92%
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%	48.55%	20.92%
市盈率 (P/E)	X	26.5	24.4	14.9	10.0	8.3
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.08	0.15	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	1.20%	0.64%	1.20%	2.39%	2.39%

图:1 小颗粒尿素价格走势

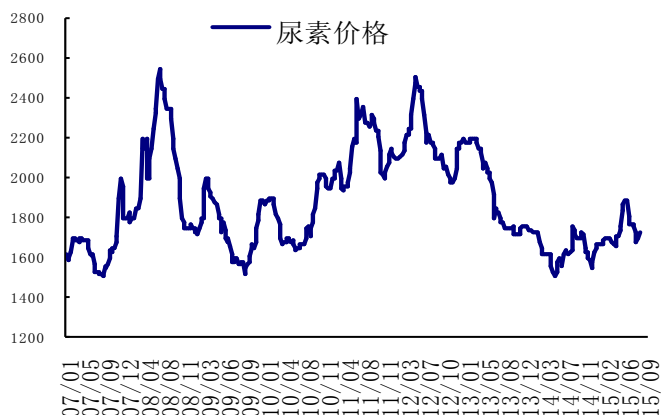
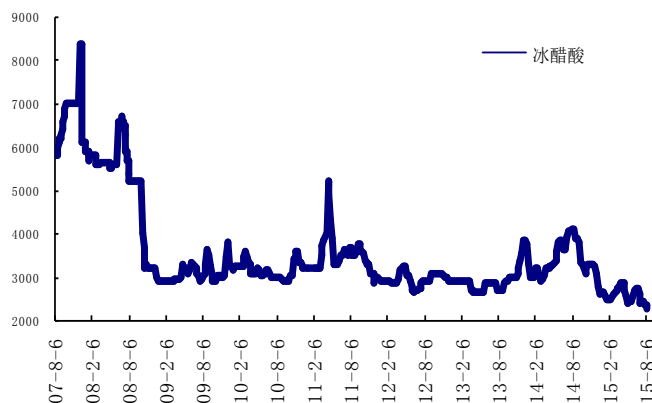


图: 醋酸价格走势



资料来源: 隆众石化, 群益证券整理

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。