

2016年3月18日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

15.5

华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买入

15年净利增12%，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(2016/3/18)	12.30
上证综指(2016/3/18)	2955.15
股价 12 个月高/低	20.91/9.85
总发行股数(百万)	958.87
A 股数(百万)	953.63
A 市值(亿元)	117.30
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.22%)
每股净值(元)	7.69
股价/账面净值	1.60
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.2 -17.9 5.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

肥料	34.9%
有机胺	18.1%
己二酸及中间品	16.2%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	49.1%
保险	2.2%

股价相对大盘走势



结论与建议:

- **业绩略低于预期:** 公司发布年报, 2015 年实现营收 86.5 亿元, yoy-11%, 实现净利润 9.05 亿元, yoy+12.56%, 折合 EPS0.95 元, 略低于我们此前的预期(0.98 元)。单季度来看, 公司 Q4 实现营收 17.84 亿元, yoy-30%, 实现净利润 1.36 亿元, yoy-25.58%, 折合 EPS0.14 元。公司拟每 10 股派现 1.00 元(含税), 并送红股 3 股, 按最新股价计算折合股息率 0.8%。
- **化肥及化工品销量提升, 但售价下滑:** 报告期内公司化肥、有机胺、己二酸、醋酸、多元醇等产品销量分别为 198、37、21、60 和 24 万吨, yoy 分别为+15%、+10%、+17%、+8%和+3%。但受产品售价下跌影响, 公司主导产品尿素实现营收仅增长 12.6%至 28 亿元, 其余化工品实现营收均出现不同程度的下降。由于煤炭价格跌幅大于尿素价格跌幅, 导致报告期内尿素毛利率接近 28%, 同比提升 12 个百分点。
- **Q1 业绩下滑压力较大:** 根据我们监测的数据显示, 公司主导产品尿素年初至今市场均价为 1362 元/吨, 同比下跌 20%, 环比 Q4 均价下跌 9%, 醋酸年初至今均价为 1760 元/吨, 同比下跌 32%, 环比 Q4 均价下跌 10%; 同期公司主要原料煤炭均价同比下跌约 26%, 环比 Q4 均价基本持平。在此背景下, 我们预计公司 Q1 营收、毛利率同比和环比均降出现下滑, 业绩不容乐观。
- **业绩逐季改善概率较大:** 展望未来, 我们认为在煤炭价格筑底企稳、高成本产能退出以及出口和内需改善的情况下, 尿素价格复苏的概率较大; 醋酸等化工品有望在原油反弹的带动下, 价格出现复苏。因此, 我们判断 Q1 或将是公司业绩全年的低点, 未来好转的概率较大。
- **盈利预测:** 鉴于尿素及醋酸等化工品价格跌幅超出此前的预期, 我们下修公司的盈利预测, 预计公司 2016/2017 年分别实现净利润 7.9/10.0 亿元, YOY 分别为-12%/+26%, 折合 EPS 分别为 0.83/1.05 元, 目前股价对应的 PE 为 15/12 倍, PB 为 1.6 倍。尽管公司短期业绩面临压力, 但是鉴于公司成本竞争优势显著, 未来业绩好转概率较大, 以及 PB 估值较低, 因此我们维持买入建议。

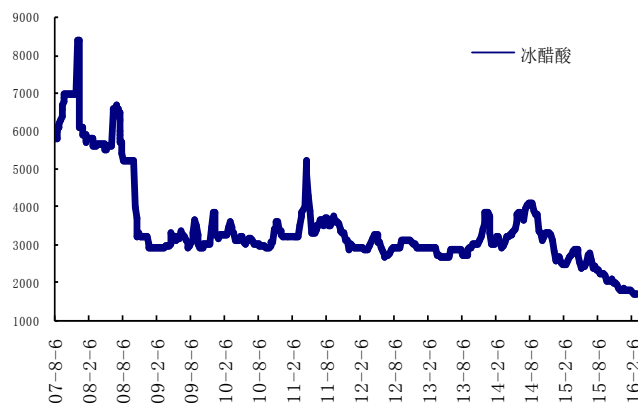
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016 F	2017 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	490	804	905	793	1002
同比增减	%	8.41%	64.33%	12.46%	-12.33%	26.37%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.511	0.839	0.943	0.827	1.045
同比增减	%	8.41%	64.33%	12.46%	-12.33%	26.37%
市盈率(P/E)	X	24.1	14.7	13.0	14.9	11.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.15	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.65%	1.22%	0.81%	0.81%	0.81%

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	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	8469	9710	8651	8150	9373
经营成本	7324	8068	6886	6520	7404
营业税金及附加	0	9	27	29	34
销售费用	167	177	185	196	234
管理费用	100	151	233	245	281
财务费用	303	315	245	216	225
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	575	955	1063	937	1184
利润总额	578	955	1067	939	1186
所得税	88	151	163	145	184
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	490	804	905	793	1002

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	687	949	424	551	662
应收账款	870	1109	503	554	609
存货净额	454	337	246	271	298
流动资产合计	2525	2702	1472	1558	1773
固定资产	8316	8948	8710	8536	8792
在建工程	1117	686	342	308	250
非流动资产合计	9853	10348	10136	9934	10430
资产总计	12378	13050	11609	11492	12203
流动负债合计	2661	2427	2381	2200	2100
非流动负债合计	3830	3844	1792	1200	1200
负债合计	6509	6437	4234	3400	3300
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5869	6613	7414	8092	8903
负债和股东权益总计	12378	13050	11609	11492	12203

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	1387	1607	2409	2891	3469
投资活动所用现金净额	-1235	-848	-607	-2066	-2661
融资活动所得现金净额	-540	-497	-2333	-700	-700
现金及现金等价物净增加额	-394	264	-524	127	110

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。