



2016-11-24  
公司调研报告  
买入/首次

华鲁恒升(600426)

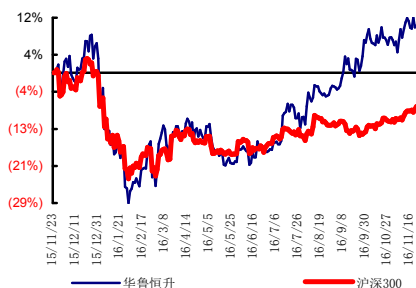
目标价: 14.00

昨收盘: 11.81

化工 化学制品

## 尿素价格向上业绩弹性大, 乙二醇项目未来重要增长点

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,247/1,240
总市值/流通(百万元)	34,709/14,629
12个月最高/最低(元)	15.17/8.72

#### 证券分析师: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516100002

#### 研究助理: 段一帆

电话: 010-88321827

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

#### 研究助理: 王亮

电话: 010-88321566

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115110013

#### 研究助理: 陈振华

电话: 010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080035

**事件:** 近日我们对公司进行了调研活动, 与公司管理层就公司经营情况和行业发展进行了深入沟通。

**尿素价格有望进入上升通道, 看好公司成本优势与产能弹性。** 国内尿素价格今年二季度以来持续下滑, 步入三季度后国内市场均价(国内尿素加权价格指数)更是跌至约近 10 年来的低点 1,170 元/吨左右, 前三季度均价基本在 1,200 元/吨。进入四季度后, 国内尿素价格一路高歌猛进, 目前国内最新价格已经上涨到 1,500 元/吨左右。我们认为此轮尿素价格的上涨, 除去原材料今年以来煤炭、天然气价格的持续上涨, 电费、运输费等间接成本的增长之外, 国内尿素供需关系的改善(据隆众石化统计, 上半年国内尿素停产约 790 万吨, 约占国内总产能的 10%左右, 到 11 月份, 长期停产和退出的产能达到了 1,000 万吨)以及近期印度市场招标带来的港口去库存, 都导致近期国内尿素持续涨价, 国内开工率也已经上涨到近 48-50%左右。我们认为中期来看, 随着成本端价格支撑, 以及冬储春耕需求提升以及国际市场的去港存因素影响, 尿素价格还有望继续提升, 展望 2017 年尿素价格将逐步开启上行通道。公司具备 180 万吨尿素产能, 明年三季度还将新增产能 70 万吨, 成本优势业内领先, 水煤浆气化技术通过 12 年的调试完工电驱动改为蒸汽驱动, 具备业内领先的生产成本优势。我们认为 2017 年煤炭价格在国家主导下将迎来逐步下降趋势。目前随着尿素价格的上行, 尿素与无烟煤的价差在逐渐扩大, 公司目前的尿素完全成本较同行业平均水平低 200-300 元/吨, 按照当前价格计算, 每吨净利接近 200 元/吨, 我们测算尿素价格每上涨 100 元/吨, 公司 EPS 将增加 0.12 元, 业绩弹性大。

**乙二醇项目运行良好, 50 万吨项目成为未来重要业绩增长点。** 公司 5 万吨乙二醇项目目前装置运行良好, 之前主要还是面向低端市场销售, 但目前已开始供货高端客户, 产品质量已经可以达到聚酯级别, 按照目前 6,000 元/吨价格计算, 公司单吨净利超过 1,300 元。我们认为随着油价逐渐开启上行通道, 乙烯法制乙二醇的成本将高于公司的煤制乙二醇路线, 公司的乙二醇项目在国内市场将具备成本竞争力优势。50 万吨煤制乙二醇项目预计将于 2018 年上半年投产, 公司对项目达产信心十足, 若按照当前市场价格计算, 新项目投产后将新增营业收入约 27 亿元, 贡献税前利润 6-7 亿元。

**醋酸价格持续上涨, 公司业绩弹性大。** 今年以来受煤炭、甲醇等上游原材料价格大涨, 醋酸价格由年初 2 月份的低点 1,700 元/吨涨到

研究助理：李泽江

电话：010-88321612

E-MAIL: lizejiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190115080041

目前的 2,850 元/吨，与甲醇的价差超过 1,000 元/吨，公司具备 50 万吨醋酸产能，单吨净利可到 600-700 元/吨，上半年实现收入 5.53 亿元，毛利率达到近 26%，在醋酸随着上游原材料上涨的基础上，公司醋酸业务具备较大弹性。

**股权激励计划充分激励公司核心员工。**公司于 2015 年底公告完成限制性股权激励计划，向公司董事、高级管理人员、核心技术人员、经营和管理骨干人员等 130 名激励对象授予 524 万股限制性股票，授予价格为 7.44 元/股，锁定期为 24 个月。根据公司的业绩考核目标，以公司 2012 年至 2014 年的净利润均值为基数，公司 2016 年至 2018 年的业绩增速将分别不低于 50%、60%和 70%，相当于 2016 年至 2018 年净利润目标分别为 8.73 亿元、9.31 亿元和 9.89 亿元。我们认为此股权激励有望充分调动公司核心员工的积极性，实现公司利益和员工利益的绑定，进一步保证公司未来业绩的稳定增长。

**估值与评级。**我们预计公司 2016 年和 2017 年归母净利润分别为 9.68 亿元和 10.79 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.78 元和 0.87 元，对应 2016 年 11 月 24 日收盘价（11.81 元）PE 分别为 15X 和 14X。我们认为国内尿素价格在今年见底后有望步入上升通道，公司具备领先行业的成本控制能力和产能规模效应，将充分受益于尿素价格的上升，业绩弹性大，同时公司 50 万吨乙二醇项目建成后将成为公司未来最重要的业绩增长点，有望再造一个华鲁恒升，我们首次给予“买入”评级，6 个月目标价 14.00 元。

**风险提示。**尿素价格大幅降低的风险；乙二醇项目投产不及预期的风险。

#### ■ 主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9710.12	8651.30	7528.14	8029.10
净利润(百万元)	804.43	904.65	968.73	1079.35
摊薄每股收益(元)	0.645	0.726	0.777	0.866

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	865.27	344.77	75.28	80.29	营业收入	9710.12	8651.30	7528.14	8029.10
应收和预付款项	1258.41	666.55	1194.11	789.10	营业成本	8068.05	6885.55	5871.95	6241.82
存货	337.12	245.92	354.88	283.77	营业税金及附加	8.70	27.49	30.11	0.00
其他流动资产	157.07	135.60	135.60	135.60	销售费用	176.95	184.51	173.15	184.67
流动资产合计	2617.87	1392.84	1759.88	1288.77	管理费用	151.20	232.92	173.15	184.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	315.29	244.79	132.95	139.88
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	35.37	12.70	0.00	0.00
固定资产	8947.54	8720.96	7819.62	11932.47	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	727.69	372.36	5372.36	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	345.05	336.73	328.35	319.98	营业利润	954.57	1063.34	1146.83	1278.06
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	0.38	4.08	2.31	2.31
其他非流动资产	321.44	697.80	689.46	681.13	利润总额	954.94	1067.42	1149.14	1280.37
资产总计	12959.59	11520.69	15969.67	14222.34	所得税	150.52	162.77	180.42	201.02
短期借款	80.00	30.00	3535.74	934.61	净利润	804.43	904.65	968.73	1079.35
应付和预收款项	1169.11	923.57	1074.13	1044.73	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3844.11	1792.27	1792.27	1792.27	归母股东净利润	804.43	904.65	968.73	1079.35
其他负债	1253.57	1400.31	1400.31	1400.31					
负债合计	6346.79	4146.16	7802.46	5171.92	<b>预测指标</b>				
股本	953.63	958.87	958.87	958.87	毛利率	16.91%	20.41%	22.00%	22.26%
资本公积	2328.06	2322.95	2322.95	2322.95	销售净利率	8.28%	10.46%	12.87%	13.44%
留存收益	3331.11	4092.72	4885.40	5768.61	销售收入增长率	14.65%	-10.90%	-12.98%	6.65%
归母公司股东权益	6612.80	7374.53	8167.22	9050.43	EBIT 增长率	45.74%	3.73%	2.05%	11.79%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	64.33%	12.46%	7.08%	11.42%
股东权益合计	6612.80	7374.53	8167.22	9050.43	ROE	12.16%	12.27%	11.86%	11.93%
负债和股东权益	12959.59	11520.69	15969.67	14222.34	ROA	9.78%	11.42%	8.41%	10.55%
					ROIC	11.75%	11.38%	12.64%	9.36%
					EPS (X)	0.645	0.726	0.777	0.866
					PE (X)	18.30	16.27	15.20	13.64
					PB (X)	2.23	2.00	1.80	1.63
					PS (X)	1.52	1.70	1.96	1.83
					EV/EBITDA (X)	6.73	5.65	7.37	5.06

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。