

2017年8月18日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

15

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2017/8/17)	11.12
上证指数(2017/8/17)	3268.72
股价 12 个月高/低	12.47/7.59
总发行股数(百万)	1620.48
A 股数(百万)	1611.63
A 市值(亿元)	179.21
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.22%)
每股净值(元)	5.30
股价/账面净值	2.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.8 6.2 39.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

醋酸及衍生品	14.89%
多元醇	14.53%
肥料	25.64%
己二酸及中间品	16.82%
有机胺	18.89%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.1%
一般法人	36.6%

股价相对大盘走势



华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买入

公司产品价格上涨，带动业绩稳定增长

结论与建议：

公司发布17年半年报，17年上半年公司实现营业总收入47.14亿元，同比增长21.49%；实现归属于上市公司股东净利润5.46亿元，同比增长11.33%，实现每股收益EPS为0.34元。17年第二季度公司实现营业总收入22.55亿元，同比增长12.38%；实现归属于上市公司股东净利润2.32亿元，同比下降13.68%。受国内经济企稳向好、供给侧改革、环保政策、去产能去库存等众多因素影响，公司主要产品氮肥尿素以及化工产品，如DMF、醋酸等价格上涨，带动公司2017年上半年业绩稳定增长，鉴于供给侧改革及环保政策延续，公司产品目前价格较去年同期仍有所上涨，公司第三季度业绩有望保持稳定增长，给予“买入”评级。

- 尿素及化工产品价格上扬，推动公司业绩增长：**2017年上半年主要受国家供给侧结构性改革以及环保政策趋严影响，2016年底行业去产能去库存效果明显，公司产品价格上涨。华东地区尿素、DMF、乙二酸、醋酸以及辛醇价格均有较大涨幅，涨幅分别为23.0%、37.4%、53.7%、17.5%、27.2%。肥料方面受产能过剩、用肥结构变化、粮食价格偏低等因素影响，市场需求疲软，致使氮肥行业开工率维持在50%-60%。2017年上半年公司肥料营收收入9.9亿元，同比减少18.12%。化工产品方面由于供需关系好转，公司化工产品营收收入31.43亿元，同比增长31.45%。但受到上游原料煤炭、丙烯等价格上涨影响，17年上半年公司产品综合毛利率较去年同期下降2.03个百分点，降至19.1%。其中二季度环比下降2.66个百分点，降至17.7%。
- “一头多线”柔性多联产，抗市场风险能力强：**公司依托水煤浆气化技术，结合氨醇生产平台，横向发展多种产品，包括化工产品及化学肥料，其中肥料以氮肥尿素为主，化工产品包括有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等。公司可根据产品市场景气度差异，灵活调整公司产品产能，以实现最大化收益。另外，公司采用烟煤替代无烟煤生产合成气，每吨原料成本可降低200-300元。同时，公司严格控制三费率，近10年来公司三费率一直控制在8%以内，明显低于同类型公司的平均值。
- 多个在建项目将先后投产，有望大幅提升公司业绩：**公司在建项目有100万吨/年氨醇、50万吨/年煤制乙二醇，其中100万吨/年氨醇预计今年9月份投产，届时公司氨醇产能达到320万吨/年，50万吨/年煤制乙二醇项目预计18年上半年投产。2016年国内乙二醇表观消费量约为1250万吨，国内乙二醇产能不足800万吨，乙二醇进口依赖度约在60%以上，而17年上半年国内乙二醇市场均价为6809.67元/吨，同比增长34%，截止目前乙二醇市场价格在7000元/吨以上。随着乙二醇等项目顺利投产后，将大幅提升公司业绩。
- 盈利预测：**我们预计公司2017/2018年实现净利润11.02/13.56亿元，yoy+25.86%/+23.05%，折合EPS为0.68/0.84元，目前A股股价对应的PE为16.4倍和13.3倍，对应的PB为1.94和1.70。鉴于公司业绩稳定增长，符合我们的业绩预期，维持买入评级。
- 风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新建项目不及预期。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	904.65	875.49	1101.91	1355.88	1618.82
同比增减	%	12.46	-3.22	25.86	23.05	19.39
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.94	0.70	0.68	0.84	1.00
同比增减	%	11.84	-25.56	-3.15	23.05	19.39
A 股市盈率(P/E)	X	11.79	15.83	16.35	13.29	11.13
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.00	0.14	0.17	0.20
股息率 (Yield)	%	0.72	0.00	1.26	1.53	1.80

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

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8651.30	7701.06	9257.18	10953.16	12408.99
经营成本	6885.55	6142.98	7437.63	8746.66	9884.65
营业税金及附加	27.49	60.77	58.68	67.48	68.30
销售费用	184.51	167.09	169.30	194.70	197.06
管理费用	232.92	153.69	142.90	164.34	166.33
财务费用	244.79	140.64	153.42	176.43	178.56
资产减值损失	12.70	0.46	3.30	3.80	3.84
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1063.34	1035.42	1291.94	1599.75	1910.25
营业外收入	6.21	3.65	1.63	1.65	1.67
营业外支出	2.13	5.28	0.18	0.18	0.19
利润总额	1067.42	1033.79	1293.39	1601.21	1911.73
所得税	162.77	158.30	198.17	245.33	292.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东权益	904.65	875.49	1101.91	1355.88	1618.82

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	424.04	621.49	1079.30	921.28	2022.20
应收账款	29.72	17.27	63.77	67.02	72.38
存货	245.92	519.40	699.45	735.12	793.93
流动资产合计	1472.11	1997.72	3549.32	3517.27	4825.87
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	8709.77	8230.84	8552.08	10084.61	10633.29
在建工程	341.83	1336.04	2194.76	2306.69	2491.23
非流动资产合计	10136.48	11207.83	12792.93	14541.74	15446.99
资产总计	11608.60	13205.54	16342.25	18059.01	20272.86
流动负债合计	2381.33	2953.40	3325.08	3494.66	3774.23
非流动负债合计	1852.74	2091.00	3754.25	3945.72	4261.37
负债合计	4234.07	5044.40	7079.33	7440.37	8035.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	7374.53	8161.15	9262.92	10618.64	12237.26
负债及股东权益合计	11608.60	13205.54	16342.25	18059.01	20272.86

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	2408.93	997.19	1231.51	1368.21	1520.08
投资活动产生的现金流量净额	-607.03	-1255.37	-1240.43	-1054.36	-896.21
筹资活动产生的现金流量净额	-2332.93	446.90	466.73	-471.86	477.05
现金及现金等价物净增加额	-524.48	197.45	457.81	-158.02	1100.92

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。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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j @。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。