

2017年10月30日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

15

华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买入

前三季度业绩大幅增长，新氨醇平台试车投产加速全年业绩增长

结论与建议：

公司发布17年三季度报告，前三季度公司实现营业收入72.33亿元，同比增长31.24%，实现归母净利润8.48亿元，同比增长31.51%，其中第三季度营业收入25.18亿元，同比增长54.42%，环比增长11.66%，实现归母净利润3.02亿元，同比增长95.45%，环比增长30.49%。受国内供给侧改革、环保政策趋严等众多因素影响，公司主要产品氮肥尿素以及化工产品，如DMF、己二酸等价格上涨，带动公司2017年前三季度业绩大幅增长。目前公司产品价格高位运行，同时公司100万吨氨醇进入试生产阶段，预计公司第四季度保持高速增长，受去年同期增速较快影响，今年四季度增速较三季度有所放缓，但17年全年业绩仍有望大幅增长，维持“买入”评级。

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2017/10/30)	13.14
上证指数(2017/10/30)	3390.34
股价 12 个月高/低	13.47/8.47
总发行股数(百万)	1620.48
A 股数(百万)	1611.63
A 市值(亿元)	211.77
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.22%)
每股净值(元)	5.48
股价/账面净值	2.40
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	11.5 11.3 49.4

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	14.5%
一般法人	36.6%

股价相对大盘走势



■ **公司产品价格普涨，是业绩大幅增长的主要原因：**2016年下半年开始行业去产能去库存效果明显，同时环保政策趋严、供给侧改革等因素影响，尿素及化工产品价格纷纷上涨。公司主要产品 DMF 前三季度出厂均价为 6011 元/吨，同比增长 44.7%，小颗粒尿素山东市场前三季度均价为 1613 元/吨，同比增长 25.9%，另外华东地区的己二酸、辛醇前三季度市场均价为 6946 元/吨、6157 元/吨，同比分别上涨 43.0%、29.49%。其中第三季度业绩同比大幅增长一方面是产品价格上涨，另一方面是去年同期市场行情相对低迷，公司部分装置停车检修 18 天，出现低基数所致。

■ **100 万吨氨醇平台试车成功，将加速全年业绩增长：**公司 10 月 11 日发布公告，传统产业升级及清洁生产综合利用项目近日试车成功，打通全线流程，进入试生产阶段。该项目总投资 28.31 亿元，淘汰传统合成氨设备，利用新清洁技术建设年产 13.68 亿立方羰基合成气，即 100 万吨胺醇生产平台，公司氨醇产能扩增至 320 万吨/年。该项目能为现有下游产能提供原料外，在新的尿素、乙二醇项目未投产前，能直接生产甲醇。目前价格江苏市场甲醇价格为 2770 元/吨，同比增长 23.94%，另外国内甲醇生产商库存较低，后期仍有减产预期，四季度甲醇有望获得高盈利。

■ **50 万吨乙二醇项目，将成为未来业绩新的增长点：**公司近来新建项目中除 100 万吨/年氨醇项目外，还有 50 万吨/年煤制乙二醇项目、肥料功能化项目等项目。肥料功能化项目，主要是建设 100 万吨尿素和 50 万吨复合肥装置，淘汰传统 30 万吨尿素设备，计划近两年陆续投产。其中最具有看点是 50 万吨/年煤制乙二醇项目，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 年前三季度华东地区乙二醇市场均价为 6955 元/吨，同比增长 36.35%，目前乙二醇价格为 7455 元/吨，同比增长 34.32%，仍处价格高位。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 12.46/16.6 亿元，yoy+42.41%/+33.32%，折合 EPS 为 0.77/1.03 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 17.1 倍和 12.8 倍。鉴于目前公司产品高位运行，且有望延续，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	1246.79	1662.19	2100.62
同比增减	%	12.46%	-3.22%	42.41%	33.32%	26.38%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.94	0.70	0.77	1.03	1.30
同比增减	%	11.84%	-25.56%	9.58%	33.32%	26.38%
A 股市盈率(P/E)	X	14.04	18.87	17.22	12.91	10.22
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.00	0.14	0.17	0.20
股息率 (Yield)	%	0.60%	0.00%	1.06%	1.28%	1.51%

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	10212.44	12347.86	13944.31
经营成本	6885.55	6142.98	8138.55	9697.46	10694.96
营业税金及附加	27.49	60.77	82.00	99.15	111.97
销售费用	184.51	167.09	186.41	223.13	249.46
管理费用	232.92	153.69	168.20	201.33	225.09
财务费用	244.79	140.64	143.45	173.45	193.92
资产减值损失	12.70	0.46	-0.12	-0.14	-0.14
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1063.34	1035.42	1493.95	1953.47	2469.06
营业外收入	6.21	3.65	2.34	2.37	2.40
营业外支出	2.13	5.28	1.03	1.04	1.06
利润总额	1067.42	1033.79	1495.26	1954.80	2470.40
所得税	162.77	158.30	223.82	292.61	369.78
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	1246.79	1662.19	2100.62

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	8696.96	10535.79	11566.27
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	12937.81	14992.92	16379.97
资产总计	11608.60	13205.54	16487.13	18510.19	21205.84
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	9407.80	11069.82	13170.24
负债及股东权益合计	11608.60	13205.54	16487.13	18510.19	21205.84

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。