

增持

——首次

华鲁恒升 (600426)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2018年02月05日

行业: 基础化工



# 主要产品价格持续上涨, 业绩大概率超预期

分析师: 邵锐  
 Tel: 021-53686137  
 E-mail: shaorui@shzq.com  
 SAC证书编号: S0870513050001  
 研究助理: 洪麟翔  
 Tel: 021-53686178  
 E-mail: honglinxiang@shzq.com  
 SAC证书编号: S0870116070007

## ■ 事件

华鲁恒升主营业务包括尿素、有机胺、醋酸、己二酸、多元醇等化工品, 拥有洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业技术平台。公司2017年1-9月实现营业收入72.33亿元, 同比增长31.24%, 归母净利润8.48亿元, 同比增长31.51%。

## ■ 公司点评

### 水煤浆气化项目投产, 一头多线联产模式协同效应强

公司依托洁净煤气化技术, 打造“一头多线”的循环经济目前拥有产品年产能氨醇220万吨、尿素180万吨、复合肥30万吨、水溶肥20万吨、DMF25万吨、混甲胺20万吨、醋酸50万吨、硝酸45万吨、己二酸16万吨、多元醇20万吨、乙二醇5万吨、三聚氰胺5万吨、甲醛3万吨、醋酐5万吨。2017年公司传统产业升级及清洁生产综合利用项目投产, 采用水煤浆气化技术替代传统UGI固定床气化技术, 可以降低煤及公用工程消耗, 并降低环境污染。

### 主营产品价格上涨, 助推业绩大幅提升

公司主营产品在四季度以来出现了上涨, 据百川资讯统计, 尿素、DMF、己二酸、醋酸、甲醇产品四季度均价环比三季度上涨15%/7%/19%/36%/23%, 2018年年初至今产品均价较三季度上涨25%/7%/26%/62%/32%; 而山东地区原材料动力煤和纯苯四季度均价环比涨幅仅为2%和7%, 2018年至今均价较三季度涨幅为5%和13%。原材料价格涨幅远不及销售产品价格涨幅, 并且随着布油价格持续走高, 化工品或将迎来新一轮价格传导, 产品价格中枢有望持续提升。此外, 尿素受煤改气影响, 行业气头开工率不足20%, 煤头企业开工率为63%左右, 尿素开工再度降至12万吨以下, 春耕备肥继续跟进, 价格有望稳中有升; 醋酸受刚需补库存及出口量增加等多方影响, 价格持续创新高, 未来供需面仍然较为紧张。

## ■ 盈利预测与估值

我们预计公司2017、2018、2019年营业收入分别为99.17亿、132.30亿元和152.44亿元, 增速分别为28.77%、33.41%和15.22%; 归属于母公司股东净利润分别为12.58亿、18.28亿和21.04亿元, 增速分别为43.68%、45.33%和15.07%; 全面摊薄每股EPS分别为0.78、1.13和1.30元, 对应PE为23.8、16.4和14.2倍, 首次覆盖, 未来六个月内给予“增持”评级。

## ■ 风险提示

## 基本数据 (截止2018年1月31日)

报告日股价 (元)	18.48
12mth A 股价格区间 (元)	10.82/19.53
总股本 (亿股)	16.20
无限售 A 股/总股本	99.69%
流通市值 (亿元)	300
每股净资产 (元)	5.48

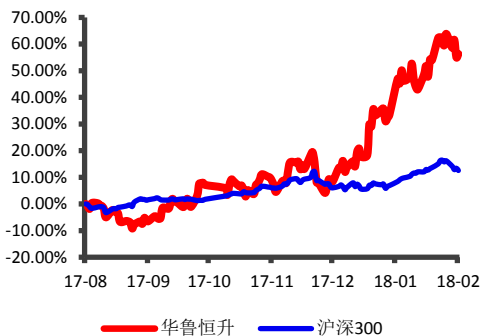
## 主要股东 (2017Q3)

山东华鲁恒升集团有限公司	32.22%
中央汇金资产管理有限公司	4.17%

## 收入结构 (2017Q3)

肥料	20.27%
有机胺	19.25%
己二酸及中间品	18.17%
醋酸及衍生品	15.71%
多元醇	14.66%

## 最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: HLX18-HLHS01

首次报告日期: 2018年02月01日

相关报告:

春耕行情不及预期；油价出现波动导致化工品价格波动；新产能投放不及预期。

#### ■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7701.06	9917.00	13230.00	15244.00
年增长率	-10.98%	28.77%	33.41%	15.22%
归属于母公司的净利润	875.49	1257.86	1828.08	2103.63
年增长率	-3.22%	43.68%	45.33%	15.07%
每股收益 (元)	0.54	0.78	1.13	1.30
PE (X)	34.2	23.8	16.4	14.2

数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	500	3107	6062	10253
应收和预付款项	728	1068	1326	1437
存货	519	271	778	441
其他流动资产	129	129	129	129
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	9724	8180	6635	5091
无形资产和开发支出	523	464	405	346
其他非流动资产	952	913	874	874
<b>资产总计</b>	<b>13076</b>	<b>14132</b>	<b>16210</b>	<b>18571</b>
短期借款	740	0	0	0
应付和预收款项	973	1512	1761	2019
长期借款	2065	2065	2065	2065
其他负债	1137	1137	1137	1137
<b>负债合计</b>	<b>4914</b>	<b>4713</b>	<b>4963</b>	<b>5221</b>
股本	1247	1247	1247	1247
资本公积	2330	2330	2330	2330
留存收益	4585	5843	7671	9774
归属母公司股东权益	8161	9419	11247	13351
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>8161</b>	<b>9419</b>	<b>11247</b>	<b>13351</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>13076</b>	<b>14132</b>	<b>16210</b>	<b>18571</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	991	3443	2969	4125
投资活动产生现金流量	-1255	2	2	2
融资活动产生现金流量	447	-838	-16	65
<b>现金流量净额</b>	<b>192</b>	<b>2607</b>	<b>2955</b>	<b>4191</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>7701</b>	<b>9917</b>	<b>13230</b>	<b>15244</b>
营业成本	6143	7918	10512	12206
营业税金及附加	61	75	99	114
营业费用	167	185	245	277
管理费用	154	169	218	248
财务费用	141	91	6	-76
资产减值损失	0	1	1	1
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1035</b>	<b>1478</b>	<b>2149</b>	<b>2473</b>
营业外收支净额	-2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>1034</b>	<b>1480</b>	<b>2151</b>	<b>2475</b>
所得税	158	222	323	371
净利润	875	1258	1828	2104
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>875</b>	<b>1258</b>	<b>1828</b>	<b>2104</b>

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	20%	20%	21%	20%
EBIT/销售收入	15%	16%	16%	16%
销售净利率	11%	13%	14%	14%
ROE	11%	13%	16%	16%
资产负债率	38%	33%	31%	28%
流动比率	0.66	1.74	2.88	3.91
速动比率	0.43	1.59	2.57	3.73
总资产周转率	0.59	0.70	0.82	0.82
应收账款周转率	13.03	11.58	12.31	13.25
存货周转率	11.83	29.17	13.50	27.70

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。