

2018年07月06日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

20

华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买入

上半年业绩预增两倍有余，二季度业绩创单季新高

公司基本信息

产业别	化工		
A 股价(2018/7/5)	16.38		
上证指数(2018/7/5)	2733.88		
股价 12 个月高/低	21.66/10.45		
总发行股数(百万)	1620.36		
A 股数(百万)	1614.53		
A 市值(亿元)	264.46		
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.32%)		
每股净值(元)	6.04		
股价/账面净值	2.71		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-13.0	-1.2	46.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

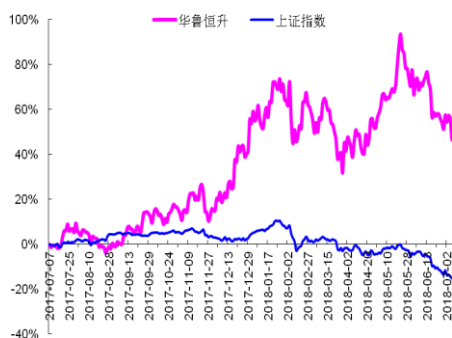
产品组合

醋酸及衍生品	16.09%
多元醇	13.52%
肥料	19.02%
己二酸及中间品	17.59%
有机胺	18.27%

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



结论与建议:

公司发布18年业绩预告，18年上半年实现归属于上市公司股东的净利润16.46~16.96亿元，yoy+202~211%，折合每股收益1.02~1.05亿元。其中，二季度实现归母净利润9.12~9.62亿元，yoy+294~315%，创上市以来单季新高，业绩大幅增长主要受益于氨醇平台投产和价格上涨。新增产能全年持续放量，下半年仍有项目投产，加之公司多数产品价格高位震荡，且有望延续，预计公司18年业绩保持大幅增长，维持“买入”评级。

■ **氨醇平台投产、价格上涨推动上半业绩增长:** 2017年10月份公司公告100万吨/年氨醇生产平台，成功打通全线流程，进入试生产阶段，据悉，12月份该装置已实现满产，公司氨醇产能由原来的220万吨/年，提升至320万吨/年，产能增幅达45.5%，新产能的释放，带动上半年产量的增加。在价格方面，公司产品上半年均价同比均有所上涨，如尿素(46%)、DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇上半年均价为2020、6179、11388、4798、3146、8365、8539、7556元/吨，同比分别上涨20%、5%、9%、75%、17%、13%、11%。产能提升，加上空分装置节能技术改造项目投资，实现规模效应扩大，装置能耗降低，叠加公司产品价格上涨，盈利能力突出，为业绩增长奠定基础。

■ **当前产品价格高位运行，景气度有望延续:** 公司产品主要分为肥料和化工产品，其中肥料以尿素为主，化工产品主要有DMF、醋酸、己二酸、多元醇等。尿素当前价格2040元/吨，同比上涨20%，受环保安全问题，尿素行业开工率始终维持低位，加之煤价高位运行的成本推动，尿素价格高位运行概率大。化工产品方面，DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇最新价格同比分别上涨20%、6%、20%、86%、26%、13%，环比二季度均价，分别下跌17%、3%、6%、0.4%、0.6%。化工品价格环比二季度略有回落，但整体同比仍有较大涨幅。国际油价中枢上移，国内环保安全问题，从成本、供给侧上对产品价格起到积极作用，产品价格有望高位运行。另外，公司是煤化工龙头企业，技术领先，成本优势明显，柔性联产，可选择盈利能力突出的产品，抵御市场风险能力强，因此判断公司下半年业绩仍有望保持大幅增长。

■ **新项目投产，带来新的利润增长空间:** 公司今年5月份发布肥料功能化项目部分装置投产公告，投产的是合成装置、尿素装置，另外该项目中的50万吨/年尿基复合肥装置尚处于建设中。公司尿素产能由原来的180万吨/年，提升至200万吨/年，其中80万吨产能是替换原有的落后产能，新产能投产的效果远不止产能提升11%。另外，公司计划于今年9月份投产50万吨/年乙二醇项目。公司前期5万吨/年煤制乙二醇项目持续稳定满负荷生产，产品质量获得下游聚酯涤纶企业认可。乙二醇最新价格为7130元/吨，同比小幅上涨4.5%，目前公司乙二醇完全成本约在5000元/吨，若以当前价格计算，满产后仅乙二醇项目可贡献税前净利润约8亿元。我国乙二醇进口依赖度在60%，国际乙二醇以原油、乙烯技术路线为主，国际油价中枢上移，对乙二醇价格起到支撑作用。公司凭借先进的煤气化技术，煤基乙二醇成本优势明显，未来业绩增长空间可期。

■ **盈利预测:** 我们预计公司2018/2019年实现净利润29.44/33.68亿元，

yoy+141%/+14.4%，折合EPS为1.82/2.08元，目前A股股价对应的PE为9.0、7.9倍。鉴于公司18年业绩有望保持大幅增长，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。

年度截止 12月 31日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	875	1222	2944	3368	3717
同比增减	%	-3.22%	39.58%	140.91%	14.40%	10.35%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.70	0.75	1.82	2.08	2.29
同比增减	%	-25.56%	7.38%	140.91%	14.40%	10.35%
A股市盈率(P/E)	X	23.32	21.72	9.02	7.88	7.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.15	0.17	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	0.61%	0.92%	1.04%	1.22%	1.22%

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）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7701	10408	15088	17968	19729
经营成本	6143	8367	10763	12989	14241
营业税金及附加	60.77	76.14	116.96	139.28	152.97
销售费用	167.09	188.92	267.59	318.68	349.93
管理费用	153.69	170.40	235.23	280.22	307.70
财务费用	140.64	151.67	224.24	267.08	293.22
资产减值损失	0.46	5.78	-0.46	-0.58	-0.64
投资收益	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
营业利润	1035	1449	3481	3974	4385
营业外收入	3.65	1.49	0.79	0.85	0.92
营业外支出	5.28	12.57	14.25	15.39	16.62
利润总额	1034	1438	3468	3959	4369
所得税	158	216	524	591	652
少数股东损益	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
归属于母公司股东权益	875	1222	2944	3368	3717

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	621	754	1244	1957	2910
应收账款	17.27	41.37	43.48	46.96	48.37
存货	519.40	401.63	422.11	455.88	469.56
流动资产合计	1998	2247	2833	3673	4677
长期股权投资	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
固定资产	8231	10720	11578	12504	13129
在建工程	1336	1412	2101	2803	3997
非流动资产合计	11208	13775	15405	17172	19028
资产总计	13206	16022	18238	20845	23705
流动负债合计	2953	3601	3614	3573	3490
非流动负债合计	2091	3132	2666	2270	1820
负债合计	5044	6733	6280	5843	5310
少数股东权益	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
股东权益合计	8161	9289	11958	15002	18395
负债及股东权益合计	13206	16022	18238	20845	23705

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	997	1711	1848	1941	1980
投资活动产生的现金流量净额	-1255	-2150	-1978	-1879	-1691
筹资活动产生的现金流量净额	447	574	620	651	664
现金及现金等价物净增加额	197	132	491	713	953

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。