

2018年10月26日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

18

公司基本信息

产业别	化工		
A 股价(2018/10/26)	14.76		
上证指数(2018/10/26)	2598.85		
股价 12 个月高/低	21.66/12.19		
总发行股数(百万)	1620.36		
A 股数(百万)	1614.53		
A 市值(亿元)	238.30		
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.32%)		
每股净值(元)	7.15		
股价/账面净值	2.06		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.4	-20.4	14.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

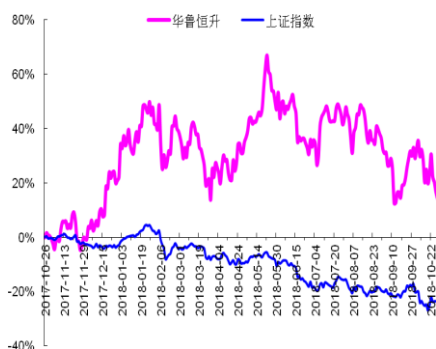
产品组合

醋酸及衍生品	18.43%
多元醇	11.66%
肥料	17.41%
己二酸及中间品	14.43%
有机胺	14.71%

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



华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买入

前三季度净利润同比增长近两倍，新项目陆续投产，公司成长空间大
结论与建议：

公司发布18年前三季度业绩报告，公司前三季度实现营业收入108.5亿元，yoy+50.0%，录得归母净利润25.3亿元，yoy+199.0%，折合每股收益1.56元，其中三季度实现营业收入38.5亿元，yoy+52.9%，录得归母净利润8.6亿元，yoy+182.7%。当前公司多数产品价格仍高位震荡，且有望延续，公司10月份公布50万吨/年乙二醇项目已进入试生产阶段，加之17年年底新投产的氨醇平台，18年5月部分投产肥料功能化项目将持续释放产量，结合公司煤气化平台优势，“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，公司抵御市场风险能力强，盈利能力突出，看好公司未来发展空间，维持“买入”评级。

■ **公司产品量价齐升，盈利能力大幅提高：**价格方面，前三季度公司产品均价同比均有所上涨，如尿素、DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇均价为2009、6006、10982、4680、3181、8771元/吨，同比分别上涨20%、5%、10%、67%、19%、10%，产品价格上涨，盈利能力增强，公司综合毛利率同比提升13.5个百分点，至32.9%。销量方面，公司肥料、醋酸及衍生品、有机胺及多元醇销量分别为134.5、47.7、27.2、18.0万吨，同比增长16.9%、76.9%、70.4%、8.1%。公司17年底投产的100万吨/年氨醇平台、18年5月部分投产的肥料功能化项目，对销量同比增加起到重要作用。前三季度肥料、醋酸及衍生品、有机胺、己二酸及中间品、多元醇实现营收20.6、19.3、15.7、14.8、12.4亿元，同比上涨40.5%、38.6%、19.3%、30.5%、17.2%。另外前三季度三费用率（含财务费用）同比下降0.72个百分点，至4.14%，对公司业绩起到积极作用。

■ **乙二醇项目以进入试生产阶段，未来业绩增长新亮点：**50万吨/年乙二醇项目装置已打通全部流程，达到70%负荷稳定运行，生产出优等品，进入试生产阶段。在前期5万吨/年乙二醇项目基础上，公司积累相关项目、工艺技术经验，新项目建设周期大幅压缩，单吨乙二醇建设成本下降四成有余。当前国内乙二醇对外进口依赖度近60%，随着新产能投产，公司成为国内煤化工路线制乙二醇的最大生产企业，将充分受益于进口替代的广阔空间。原乙二醇完全成本不足5000元/吨，随着新产能的投产，规模效应将降低生产成本，当前乙二醇价格为6850元/吨，盈利能力可观。

■ **尿素将持续稳定盈利、化工产品景气度有望维持：**受环保政策及煤改气影响，18年前8月天然气表观消费量同比增长18.2%，液化天然气价格居高不下，对气头尿素的开工率起到抑制作用，同时受到供给侧改革影响，今年全国前8个月尿素产量同比减少15%，18年尿素价格始终高位运行。随着取暖季来临，为保障居民用气，近三成的气头尿素产能将进一步受到冲击，后市尿素价格易涨难跌，另外，伊朗受美国制裁影响退出印度招标，而印度三成尿素需要进口获得，带动出口需求向好。公司18年5月份新老尿素产能替换及扩大，生产成本降低的同时产能提升11%，公司尿素将持续盈利。目前公司化工产品平均价格同比上涨，价格高位运行。供给侧改革、环保压力，以及冬季取暖天然气供需偏紧，叠加国际油价中枢上移，化工产品景气度有望维持，公司煤化工产品依托先进的煤化工技术，成本优势明显，为公司业绩大幅增长提供保障。

■ **盈利预测：**我们预计公司2018/2019年实现净利润33.8/38.4亿元，yoy+176%/+13.8%，折合EPS为2.08/2.37元，目前A股股价对应的PE为7.1、6.2倍。鉴于公司18年业绩有望保持大幅增长，估值较低，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	3376	3841	4238
同比增减	%	-3.22%	39.58%	176.23%	13.79%	10.33%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.70	0.75	2.08	2.37	2.62
同比增减	%	-25.56%	7.38%	176.23%	13.79%	10.33%
A 股市盈率(P/E)	X	21.02	19.57	7.08	6.23	5.64
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.15	0.17	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	0.68%	1.02%	1.15%	1.36%	1.36%

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	15090	19159	21168
经营成本	6143	8367	10292	13602	15035
营业税金及附加	60.77	76.14	121.60	155.67	171.98
销售费用	167.09	188.92	258.24	327.81	362.17
管理费用	153.69	170.40	232.67	293.80	324.70
财务费用	140.64	151.67	198.84	251.70	278.05
资产减值损失	0.46	5.78	5.05	4.92	5.48
投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1035	1449	3982	4523	4990
营业外收入	3.65	1.49	1.26	1.36	1.47
营业外支出	5.28	12.57	15.41	16.65	17.98
利润总额	1034	1438	3968	4508	4974
所得税	158	216	592	667	736
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	3376	3841	4238

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	2532	3707	5423
非流动资产合计	11208	13775	15837	18076	20454
资产总计	13206	16022	18670	21749	25131
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	12389	15907	19821
负债及股东权益合计	13206	16022	18670	21749	25131

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。