

2019年01月15日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

13.5

华鲁恒升 (600426.SH)

Hold 持有

18年业绩预增 140-160%，四季度业绩环比下滑

公司基本信息

| | |
|-----------------|-----------------------|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2019/1/14) | 12.24 |
| 上证指数(2019/1/14) | 2535.77 |
| 股价 12 个月高/低 | 21.66/11.12 |
| 总发行股数(百万) | 1626.66 |
| A 股数(百万) | 1617.42 |
| A 市值(亿元) | 197.97 |
| 主要股东 | 山东华鲁恒升集团有限公司 (32.19%) |
| 每股净值(元) | 7.15 |
| 股价/账面净值 | 1.71 |
| 股价涨跌(%) | 一个月 三个月 一年 |
| | -6.7 -22.7 -27.7 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

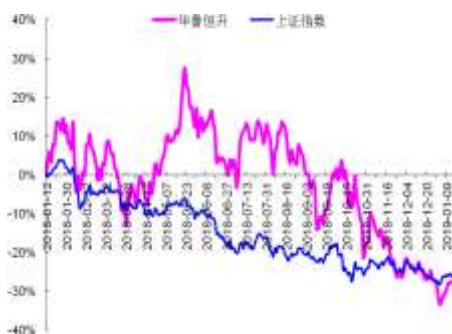
产品组合

| | |
|---------|--------|
| 醋酸及衍生品 | 18.43% |
| 多元醇 | 11.66% |
| 肥料 | 17.41% |
| 己二酸及中间体 | 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



结论与建议:

公司发布18年业绩预增公告，公司预计18年归母净利润29.2~32.2亿元，同比增长140~160%，折合每股收益1.8~2.0元，其中第四季净利润为3.9~6.9亿元，同比增长3.5~83.7%，环比下降19.6~54.7%，业绩略低于预期。四季度国际油价下跌，化工周期下行，公司产品价格回落，致业绩不及预期。公司凭借先进的煤气化技术及平台优势，“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，抵御市场风险能力强，盈利能力稳定，鉴于周期下行，宏观经济下行压力大，公司多数产品价格较18年均价有较大回落，给予“持有”评级。

■ **国际油价下跌，牵连下游化工品价格回落：**18年四季度初布伦特原油价格从高点86.2美元/桶快速下跌，一度跌至50.2美元/桶，跌幅达42%，后有所反弹。油价大幅下滑带动下下游化工产品齐跌，第四季度公司主要产品尿素、DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇、乙二醇均价为2100、5465、8911、4383、2828、9080、6265元/吨，yoy+14.1%(+5.7%，环比，下同)、yoy-15.5%(-3.4%)、yoy-16.4%(-12.2%)、yoy+10.0%(-1.4%)、yoy-9.9%(-13.0%)、yoy+9.7%(-1.8%)、yoy-15.4%(-16.8%)，产品价格回落，盈利能力下降，致业绩不及预期。另外，18年多个项目投产，期间费用有所增加，拖累公司业绩增速。

■ **多个项目投产，业绩增量将陆续释放：**公司肥料功能化项目中100万吨尿素装置于18年5月份投产，替换部分老装置的同时，尿素产能提升11%，公司利用煤气化平台技术优势，尿素成本明显优于同行业，随着产能提升，市场份额有望扩大。同年10月份公司新建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。17年国内乙二醇对外依存度约60%，乙二醇对外依存格局短期内难有大幅改善，未来进口替代空间广阔。公司原有5万吨/年乙二醇的完全成本在4850元/吨左右，新产能释放，规模效应显现，其成本还将进一步降低。当前乙二醇价格较前期有所回落，且低于历史均值，但公司乙二醇盈利能力尚可，确保景气下滑仍有盈利空间。另外2018年12月底，公司三聚氰胺二期5万吨/年装置进入试生产阶段，随着新项目的产能逐步达产，业绩增量将陆续释放。

■ **短期业绩承压，看好公司长期成长空间：**当前公司主要产品尿素、DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇、乙二醇的最新价格为1907、4600、8000、3000、2400、8200、5150元/吨，较18年均价分别下跌2.9%、21.6%、23.5%、34.8%、22.5%、7.5%、28.8%，产品价格较18年均价有明显跌幅，无疑会给19年一季度业绩带来下行压力。目前国际油价止跌反弹，料19年油价中枢高于前期低点，化工产品继续深跌可能性不大。公司作为煤化工龙头企业，拥有先进的煤气化技术，下游产品成本优势明显，市场竞争力强，另外公司所在园区通过山东省认证，年产150万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目，看好公司未来长期发展潜力。

■ **盈利预测：**我们预计公司2018/2019年实现净利润31.3/24.9亿元，yoy+156%/-20.3%，折合EPS为1.93/1.54元，目前A股股价对应的PE为6.3、8.0倍。公司作为国内煤气化龙头企业，看好未来发展潜力，给予“持有”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 | 3130 | 2494 | 2744 |
| 同比增减 | % | -3.22% | 39.58% | 156.10% | -20.32% | 10.04% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.70 | 0.75 | 1.93 | 1.54 | 1.69 |
| 同比增减 | % | -25.56% | 7.38% | 156.10% | -20.32% | 10.04% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 17.43 | 16.23 | 6.34 | 7.95 | 7.23 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.10 | 0.15 | 0.17 | 0.20 | 0.20 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.82% | 1.23% | 1.39% | 1.63% | 1.63% |

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 | 14285 | 15365 | 17014 |
| 经营成本 | 6143 | 8367 | 9800 | 11568 | 12830 |
| 营业税金及附加 | 60.77 | 76.14 | 101.49 | 109.11 | 120.80 |
| 销售费用 | 167.09 | 188.92 | 242.91 | 262.15 | 290.29 |
| 管理费用 | 153.69 | 170.40 | 185.69 | 201.25 | 222.96 |
| 财务费用 | 140.64 | 151.67 | 174.70 | 189.30 | 209.61 |
| 资产减值损失 | 0.46 | 5.78 | 67.54 | 72.49 | 80.30 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1035 | 1449 | 3695 | 2944 | 3239 |
| 营业外收入 | 3.65 | 1.49 | 0.51 | 0.55 | 0.59 |
| 营业外支出 | 5.28 | 12.57 | 16.09 | 17.37 | 18.76 |
| 利润总额 | 1034 | 1438 | 3680 | 2927 | 3221 |
| 所得税 | 158 | 216 | 550 | 433 | 477 |
| 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 | 3130 | 2494 | 2744 |

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 | 2286 | 2114 | 2335 |
| 非流动资产合计 | 11208 | 13775 | 15591 | 16483 | 17366 |
| 资产总计 | 13206 | 16022 | 18424 | 20156 | 22043 |
| 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 | 12143 | 14313 | 16733 |
| 负债及股东权益合计 | 13206 | 16022 | 18424 | 20156 | 22043 |

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。