

华鲁恒升(600426)/氮肥

业绩基本符合预期，油价下跌影响盈利

评级：买入（维持）

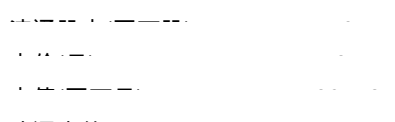
市场价格：

分析师：齐林林

执业证书编号：S0740518070002

Email：shangah@r.qlzq.com.cn

基本出口



相关报告



相关报告

公司及盈利预测及估值

项目	2018E	2019E	2020E	2021E
EPS	10408.07	13026.13	13317.02	13614.06
PE	35.15%	25.15%	2.23%	2.23%
净利润	1222.05	3147.70	2522.12	2541.06
营业收入	39.58%	157.58%	-19.87%	0.75%
归母净利润	0.75	1.94	1.56	1.57
归母净利润增速	1.06	3.28	2.78	2.61
毛利率	13.16%	25.67%	17.59%	15.38%
净利率	17	7	8	8
净资产收益率	0.43	0.04	-0.41	10.84
股息率	2.23	1.69	1.44	1.25

备注：

投资要点

- **事件**：公司发布业绩预增预告，预计 2018 年全年实现归母净利润为 29.22 亿元到 32.22 亿元，较去年同期增加 17 亿元到 20 亿元，同比增长 140% 到 160%。
- **油价大跌，18Q4 业绩环比下滑**。根据公司公告，2018Q4 公司实现归母净利润为 3.87 亿元至 6.87 亿元，2018Q1-Q3 公司归母净利润分别为 7.34/9.46/8.55 亿元，相较于 18Q3 业绩，公司业绩将环比下滑。主要是由于 18Q4 油价大跌，4 季度布油均价为 59.32 美元/桶，较 18Q3 下滑近 10 美元/桶。油价大跌导致煤化工相关产品价格大幅下滑。根据卓创资讯，三季度公司多数产品价格下跌，其中尿素、甲醇、乙二酸、醋酸、辛醇、乙二醇和 DMF 均价（含税价）分别为 2045 元/吨（环比+16 元/吨）、2736 元/吨（环比-221 元/吨）、8949 元/吨（环比-1133 元/吨）、4221 元/吨（环比-202 元/吨）、8918 元/吨（环比-244 元/吨）、6316 元/吨（环比-1233 元/吨）和 5422 元/吨（环比-260 元/吨）。多产品价格下跌，且甲醇、醋酸、乙二醇等价格跌幅较大，导致盈利下滑。
- **推出二期股权激励，看好长期成长**。此前公司公告，公司拟推行二期股权激励计划，公司拟授予限制性股票 633 万股，占公司总股本的 0.39%，授予价格为 8.64 元/股。根据公司业绩考核条件，2019-2021 年每个限售期解除对应的营收分别为不低于 130.9 亿、138.6 亿、146.3 亿，且公司股权激励明确了未来三年税前每股分红高于 0.15 元。股权激励的推行，将有助于公司长期成长。
- **油价止跌，19H1 煤化工盈利仍值得期待**。我们认为，从当前原油的供需格局来看，如果不发生极端地缘政治事件，即使考虑 OPEC+ 减产，原油市场在 19 年 1 季度仍处于供给过剩状态，但过剩状态将大幅减轻。供给过剩转变为供不应求寄希望于供给端的超预期下行。根据最新沙特国家表态，沙特等可能超预期减产，供需基本面或持续边际好转，油价或于 19Q1 持续震荡反弹。在油价止跌反弹之下，煤化工产品多数止跌上涨，盈利能力得以回暖。公司作为煤化工一体化平台，是我国优质煤化工龙头企业，拥有 220 万吨尿素（100 万吨二季度投产）、16 万吨己二酸、50 万吨醋酸、55 万吨乙二醇、25 万吨 DMF 和 170 万吨甲醇等产能。以乙二醇为例，在原油价格 50~60 美元/桶区间，我国煤制乙二醇与石脑油路线相比已经具备竞争力，公司在 19 年上半年盈利或仍处于高位。
- **尿素价格高位，产能扩张提升业绩**。全球角度来看，在全球尿素供需紧平衡的态势下，尿素价格持续高位。受海外价格提振，国内尿素同样高位运行。此外，环保的影响同时叠加气头尿素开工受限的影响，同样促使价格高位。虽然当前尿素价格有所回落，但我们仍看好尿素价格高位运行，主要是受益于供给收缩、海外集中招标、成本提升等逻辑的支撑。公司具有 220 万吨尿素产能，较 17 年提升 40 万吨，且成本低，公司将充分受益行业景气周期。
- **乙二醇投产将带来巨大业绩增量**。我国乙二醇需求严重依赖进口，随着人民币贬值导致进口价格上涨，且下游聚酯大幅涨价带动乙二醇需求高增。当前公司乙二醇装置 55 万吨，其中三季度投产 50 万吨。公司依托现有煤化工平台，成本优势明显，完全投产后吨成本有望低至 4000 元/吨。我国煤制乙二醇成本较高，当前价格乙二醇价格为 5200 元/吨，已跌至部分公司成本线，在油价止跌回升下，预计乙二醇价格开启反弹，乙二醇对于公司业绩贡献仍可值得期待。
- **盈利预测和投资建议**：我们预计 2018-2020 年公司实现归属于母公司净利润为 31.48、25.22、25.41 亿元，同比增长 157.58%、-19.87%、0.75%；对应 EPS 为 1.94、1.56、1.57 元，对应 PE 分别为 7 倍、8 倍和 8 倍。
- **风险提示事件**：产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险、煤化工景气下滑的风险。

■ 关键假设：

- 假设 1：假设 2018 年公司产品价格含税均价如下，尿素价格 1981 元/吨、复合肥价格 2281 元/吨、己二酸价格 10347 元/吨、醋酸价格 4600 元/吨、乙二醇价格为 7231 元/吨。
- 假设 2 预计公司乙二醇 2018-2019 年销量分别 17 万吨和 48 万吨，产品价格维持强势，且由于成本在规模优势带动下将下降，预计毛利率将逐步提升。尿素行业底部回暖，我们价格中枢有望逐步上移，且公司新煤气化平台将建成，成本有望进一步下降，公司化肥业务毛利率有望逐步扩大。
- 基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

图表 1：分业务收入及毛利率

万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	8,651.30	7,701.06	10,408.07	13,026.13	13,317.02	13,614.06
yoy	-10.90%	-10.98%	35.15%	25.15%	2.23%	2.23%
营业成本	6,885.55	6,142.98	8,366.57	8,412.44	9,450.39	9,743.05
毛利率	20.41%	20.23%	19.61%	35.42%	29.04%	28.43%
肥料						
收入	2,792.58	1,960.60	1,980.21	3,146.52	3,803.71	3,913.67
yoy		-29.8%	1.00%	58.90%	20.89%	2.89%
成本	2,015.48	1,599.61	1,723.97	2,169.51	2,546.82	2,546.82
毛利率	27.83%	18.41%	12.94%	31.05%	33.04%	34.93%
有机胺						
收入	1,451.17	1,444.86	1,907.22	2,093.13	1,905.55	1,905.55
yoy		-0.4%	32.00%	9.75%	-8.96%	0.00%
成本	1,114.12	1,035.14	1,342.30	1,410.50	1,484.74	1,484.74
毛利率	23.23%	28.36%	29.62%	32.61%	22.08%	22.08%
己二酸及中间体						
收入	1,296.04	1,286.09	1,830.75	2,250.60	1,850.24	1,805.11
yoy		-0.8%	42.35%	22.93%	-17.79%	-2.44%
成本	1,173.67	1,068.50	1,507.26	1,572.70	1,572.70	1,572.70
毛利率	9.44%	16.92%	17.67%	30.12%	15.00%	12.88%
醋酸及衍生品						
收入	1,232.12	1,139.01	1,674.35	2,104.46	1,601.22	1,372.47
yoy		-7.6%	47.00%	25.69%	-23.91%	-14.29%
成本	933.42	844.03	1,172.05	990.24	936.71	936.71
毛利率	24.24%	25.90%	30.00%	52.95%	41.50%	31.75%
多元醇						
收入	1,240.27	1,110.94	1,320.00	2,208.55	2,750.00	3,000.00
yoy		-10.4%	18.82%	67.31%	24.52%	9.09%
成本	1,171.20	1,046.09	1,240.80	1,413.47	1,925.00	2,070.00
毛利率	5.57%	5.84%	6.00%	36.00%	30.00%	31.00%
其他产品						
收入	639.11	759.55	1,063.37	1,222.88	1,406.31	1,617.26
yoy		18.8%	40.00%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	477.66	549.61	850.70	856.01	984.42	1,132.08
毛利率	25.26%	27.64%	20.00%	30.00%	30.00%	30.00%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10408.07	13026.13	13317.02	13614.06	净利润	1222.05	3147.70	2522.12	2541.06
营业成本	8366.57	8412.44	9450.39	9743.05	折旧与摊销	986.70	1267.66	1402.43	1408.83
营业税金及附加	76.14	130.26	133.17	136.14	财务费用	151.67	332.56	308.88	278.79
销售费用	188.92	221.44	226.39	231.44	资产减值损失	5.78	0.50	0.50	0.50
管理费用	170.40	213.63	218.21	223.18	经营营运资本变动	648.52	568.24	267.02	-0.33
财务费用	151.67	332.56	308.88	278.79	其他	-1303.27	-1.44	-0.51	-0.34
资产减值损失	5.78	0.50	0.50	0.50	经营活动现金流净额	1711.46	5315.22	4500.43	4228.52
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2759.85	-2600.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	609.86	-384.38	-350.00	-350.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2149.98	-2984.38	-550.00	-450.00
营业利润	1449.49	3715.29	2979.47	3000.96	短期借款	-80.00	-60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.08	-6.35	-8.71	-7.53	长期借款	1049.75	14.00	0.00	0.00
利润总额	1438.41	3708.94	2970.76	2993.43	股权融资	17.37	0.00	0.00	0.00
所得税	216.36	561.24	448.64	452.37	支付股利	-124.65	-174.00	-448.17	-359.10
净利润	1222.05	3147.70	2522.12	2541.06	其他	-288.25	-316.60	-352.88	-312.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	574.22	-536.60	-801.05	-671.89
归属母公司股东净利润	1222.05	3147.70	2522.12	2541.06	现金流量净额	132.09	1794.24	3149.38	3106.63
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	753.58	2547.82	5697.20	8803.82	成长能力				
应收和预付款项	828.55	993.74	1034.94	1056.31	销售收入增长率	35.15%	25.15%	2.23%	2.23%
存货	401.63	404.80	455.19	469.23	营业利润增长率	39.99%	156.32%	-19.81%	0.72%
其他流动资产	263.38	345.63	352.99	360.50	净利润增长率	39.58%	157.58%	-19.87%	0.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.77%	105.40%	-11.75%	-0.05%
投资性房地产	0.00	18.38	18.38	18.38	获利能力				
固定资产和在建工程	12131.80	13491.81	12317.05	11035.89	毛利率	19.61%	35.42%	29.04%	28.43%
无形资产和开发支出	518.09	498.21	478.34	458.46	三费率	4.91%	5.89%	5.66%	5.39%
其他非流动资产	1124.75	1466.96	1809.17	2151.37	净利率	11.74%	24.16%	18.94%	18.66%
资产总计	16021.77	19767.35	22163.24	24353.97	ROE	13.16%	25.67%	17.59%	15.38%
短期借款	660.00	600.00	600.00	600.00	ROA	7.63%	15.92%	11.38%	10.43%
应付和预收款项	1842.27	2628.93	2996.74	3033.55	ROIC	10.69%	23.72%	19.40%	21.27%
长期借款	3114.76	3128.76	3128.76	3128.76	EBITDA/销售收入	24.86%	40.81%	35.22%	34.44%
其他负债	1115.48	1146.68	1100.83	1072.78	营运能力				
负债合计	6732.51	7504.38	7826.33	7835.10	总资产周转率	0.71	0.73	0.64	0.59
股本	1620.36	1620.36	1620.36	1620.36	固定资产周转率	1.10	1.08	1.03	1.17
资本公积	2012.48	2012.48	2012.48	2012.48	应收账款周转率	354.96	318.22	303.81	294.54
留存收益	5682.06	8655.77	10729.71	12911.67	存货周转率	18.05	20.66	21.80	20.92
归属母公司股东权益	9289.26	12262.97	14336.91	16518.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.71%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	9289.26	12262.97	14336.91	16518.87	资产负债率	42.02%	37.96%	35.31%	32.17%
负债和股东权益合计	16021.77	19767.35	22163.24	24353.97	带息债务/总负债	56.07%	49.69%	47.64%	47.59%
					流动比率	0.62	0.98	1.59	2.23
					速动比率	0.51	0.88	1.49	2.13
					股利支付率	10.20%	5.53%	17.77%	14.13%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2587.86	5315.52	4690.78	4688.58	每股指标				
PE	16.93	6.57	8.20	8.14	每股收益	0.75	1.94	1.56	1.57
PB	2.23	1.69	1.44	1.25	每股净资产	5.73	7.57	8.85	10.19
PS	1.99	1.59	1.55	1.52	每股经营现金	1.06	3.28	2.78	2.61
EV/EBITDA	9.17	4.05	3.84	3.11	每股股利	0.08	0.11	0.28	0.22
股息率	0.60%	0.84%	2.17%	1.74%					

来源：公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
 请务必阅读正文之后的重要声明部分

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、

