

2014年08月22日

华鲁恒升 (600426)

——醋酸盈利超预期，基本面稳步向上，新项目带来新增长，上调盈利预测

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

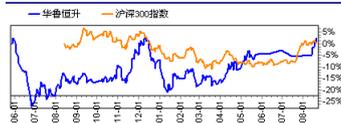
维持

市场数据:	2014年08月21日
收盘价(元)	9.1
一年内最高/最低(元)	9.14/5.69
上证指数/深证成指	2231/8011
市净率	1.4
息率(分红/股价)	0.88
流通A股市值(百万元)	8678

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	6.51
资产负债率%	52.87
总股本/流通A股(百万)	954/954
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《基础化工行业深度报告:上调评级至看好,“三低”底部沿三种不同供需状态寻找向上弹性》 2014/08/06

证券分析师

邓建 A0230512030001
dengjian@swsresearch.com
向禹辰 A0230513050009
xiangyc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013	8,469	21	490	8	0.51	13.5	8.3	18
2014H1	4,702	29	412	117	0.43	16.7	6.6	-
2014E	10,079	19	888	97	0.93	16.7	13.8	10
2015E	11,792	17	1,004	13	1.05	16.6	13.5	9
2016E	13,561	15	1,162	16	1.22	16.5	13.6	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE;

投资要点:

- **业绩超预期。**1H14 公司实现收入 47.02 亿元 (yoy+29%)，归属母公司净利润 4.12 亿元 (yoy+117%)，EPS 0.43 元，超过申万化工 0.40 元的预期 (醋酸盈利超预期)；经营性现金净流入 8.30 亿元 (yoy+17%)，ROE 6.79%。其中 14Q2 实现收入 24.33 亿元 (yoy+27%，QoQ+7%)，归属母公司净利润 2.16 亿元 (yoy+132%，QoQ+11%)，连续 3 个季度创历史新高，EPS 0.23 元。
- **醋酸供需改善明显。**供给端，国内 12 家主要企业 685 万吨/年产能，12-13 年行业一度持续亏损，企业主观挺价意愿强烈且检修影响供给释放，14 年企业检修较多，行业开工率维持 65%左右 (最低 45%，目前 72%)；需求端，占下游比重超 15%的醋酸酯作为环保型溶剂整体需求较好。目前醋酸毛利率超过 40%，行业开工率决定后续价格走势。
- **其余产品价格亦陆续完成探底。**尿素价格底部基本确认，近期出口带动下小幅回暖；DMF 格局继续稳定，价格下行与毛利率改善对冲；己二酸在持续亏损 2 年后盈利有所改善，目前价格下公司略有盈利。
- **新水煤浆气化装置带来新增量。**公司拟投资 28.3 亿元建设百万吨级新水煤浆气化装置替代传统 UGI 固定床装置，公司氨醇总产能将有望从目前的 220 万吨左右扩大至 300 万吨左右，同时新装置合成氨吨成本相对固定床有望降低 400-500 元。另外 10 万吨/年环己酮已开始试生产。
- **上调盈利预测，维持增持评级。**基于醋酸供需改善明显，上调公司 14-15 年 EPS 至 0.93 元 (原 0.75 元)、1.05 元 (原 0.85 元)，目前股价对应 14-15 年 PE 分别为 10 倍、9 倍；山东省国资委于 7 月 25 日发文《关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见》(二十六条)，公司有望成为国企改革受益标的；维持增持评级。

表：利润表预测

利润表						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	5,195	7,003	8,469	10,079	11,792	13,561
二、营业总成本	4,784	6,474	7,894	9,050	10,627	12,212
其中：营业成本	4,444	5,984	7,324	8,395	9,834	11,323
营业税金及附加	8	2	0	4	5	5
销售费用	95	141	167	212	259	298
管理费用	85	82	100	131	165	190
财务费用	151	260	303	310	363	395
资产减值损失	1	4	1	(3)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	411	529	575	1,029	1,165	1,349
加：营业外收入	11	9	5	5	5	5
减：营业外支出	2	2	1	2	2	2
四、利润总额	300	418	532	1,032	1,168	1,352
减：所得税	46	64	81	144	163	189
五、净利润	254	355	452	888	1,004	1,162
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	254	355	452	888	1,004	1,162
六、基本每股收益	0.51	0.37	0.47	0.93	1.05	1.22
全面摊薄每股收益	0.27	0.37	0.47	0.93	1.05	1.22

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。