年报预增 140%-160%，业绩符合预期

华鲁恒升(600426)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	12.24
合理价格区间(元):	15.84~19.80

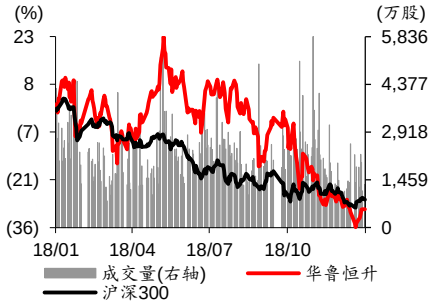
刘曦 研究员 执业证书编号：S0570515030003
025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 联系人 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

1《华鲁恒升(600426,增持)：拟实施股权激励，利于长远发展》2018.11
2《华鲁恒升(600426,增持)：三季报符合预期，煤制乙二醇奠定成长基础》2018.10
3《华鲁恒升(600426,增持)：乙二醇装置投产，煤化工产业链持续延伸》2018.10

一年内股价走势图



资料来源：Wind

2018年净利预增140%-160%，业绩符合预期

华鲁恒升于1月14日发布2018年业绩预告，公司预计全年实现净利润29.22-32.22亿元，同比增长140%-160%，按照当前16.2亿股的总股本计算，对应EPS为1.80-1.99元，业绩符合预期。公司Q4实现净利润3.92-6.92亿元，同比增长5%-85%。我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.98/2.28/2.65元，维持“增持”评级。

主营产品量价齐升带动业绩大增

受安全环保趋严，产品供需格局改善等因素影响，据百川资讯，华东地区尿素/甲醇/己二酸/醋酸/辛醇2018年均价分别为0.20/0.31/1.04/0.46/0.88万元/吨，同比分别上涨21%/12%/3%/49%/10%。公司传统产业升级项目羰基合成气平台、20万吨合成氨及尿素技改项目及50万吨煤制乙二醇项目分别于2017年10月、2018年5月、10月投产，甲醇、尿素、乙二醇等主要产品产能释放，带动业绩大增。

公司产品价格近期延续跌势

由于前期油价回落，且国内经济下行导致产品需求疲弱，公司主要产品价格近期以下跌为主，据百川资讯，1月上旬华东地区甲醇/醋酸/乙二醇/己二酸/DMF价格分别为0.24/0.30/0.51/0.79/0.45万元/吨，相比2018年11月中旬价格分别下跌14%/29%/16%/5%/17%。

2019年海外招标开启，尿素价格有望回升

由于冬储进度缓慢，近期国内尿素价格走势偏弱，市场成交整体清淡，据百川资讯，山东地区尿素最新报价为1900元/吨，相比11月中旬价格下跌约10%。上周，印度MMTC公司发布2019年第一轮招标，预计采购60-80万吨，国际尿素价格随之反弹，目前美国海湾大颗粒价格为270美元/吨，相比前期低位已回升5%。伴随后续贸易商及下游复合肥厂家采购逐步开启，国内尿素价格亦有望反弹，公司受益程度较高。

维持“增持”评级

华鲁恒升具备“一头多线”柔性多联产优势，油价强势将有利于甲醇、乙二醇等煤化工产品高盈利的维持，尿素价格回升利好公司业绩。我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.98/2.28/2.65元，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不达预期风险，原料价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本（百万股）	1,620
流通A股（百万股）	1,617
52周内股价区间（元）	11.27-21.76
总市值（百万元）	19,833
总资产（百万元）	18,740
每股净资产（元）	7.15

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,701	10,408	14,178	16,696	19,756
+/-%	(10.98)	35.15	36.22	17.76	18.33
归属母公司净利润（百万元）	875.49	1,222	3,209	3,700	4,299
+/-%	(3.22)	39.58	162.55	15.31	16.21
EPS（元，最新摊薄）	0.54	0.75	1.98	2.28	2.65
PE（倍）	22.65	16.23	6.18	5.36	4.61

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

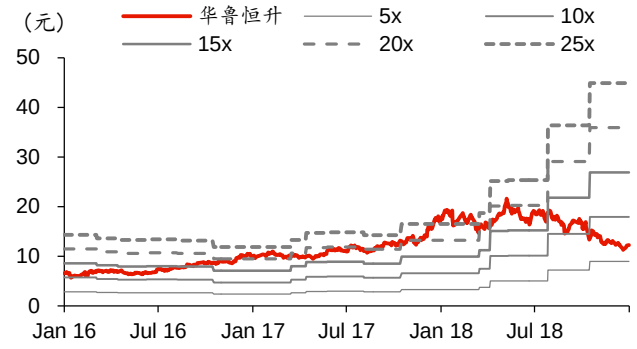
上市公司	最新价（元）	EPS（元） 2018E	EPS（元） 2019E	PE（倍） 2018E	PE（倍） 2019E	BPS（元）	PB（倍）
万华化学	31.13	4.46	4.93	7	6	11.8	2.6
浙江龙盛	9.17	1.27	1.39	7	7	6.0	1.5
鲁西化工	10.09	2.23	2.58	5	4	6.6	1.5
平均				6	6		1.9

备注：股价为 1 月 14 日收盘价，BPS 截至 2018 年 9 月 30 日；所有公司 EPS 采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

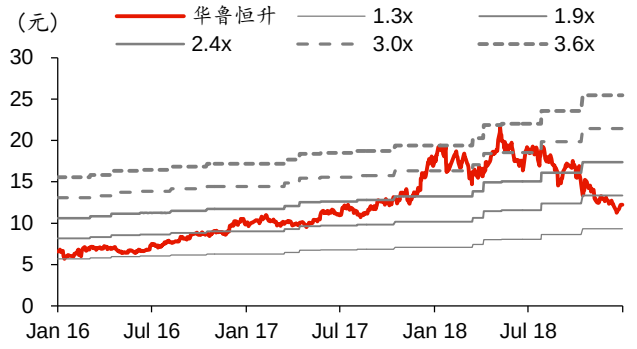
PE/PB - Bands

图表2：华鲁恒升历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：华鲁恒升历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,998	2,247	4,569	8,746	13,403
现金	621.49	753.58	2,613	6,450	10,758
应收账款	17.27	41.37	49.39	58.95	71.60
其他应收账款	0.58	0.59	0.00	0.00	0.00
预付账款	136.33	130.42	177.10	209.27	247.18
存货	519.40	401.63	562.26	687.32	796.00
其他流动资产	702.66	919.54	1,168	1,341	1,530
非流动资产	11,208	13,775	13,446	12,937	12,617
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	8,231	10,720	10,709	10,484	10,300
无形资产	522.68	518.09	565.83	613.54	650.47
其他非流动资产	2,454	2,536	2,171	1,840	1,666
资产总计	13,206	16,022	18,015	21,683	26,020
流动负债	2,953	3,601	3,593	4,060	4,496
短期借款	740.00	660.00	581.67	634.17	620.97
应付账款	725.80	1,330	1,302	1,623	1,971
其他流动负债	1,488	1,610	1,710	1,803	1,905
非流动负债	2,091	3,132	2,142	1,643	1,244
长期借款	2,065	3,115	2,115	1,615	1,215
其他非流动负债	25.98	17.23	26.87	28.36	29.15
负债合计	5,044	6,733	5,735	5,703	5,740
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,247	1,620	1,620	1,620	1,620
资本公积	2,369	2,012	2,012	2,012	2,012
留存公积	4,585	5,682	8,648	12,347	16,647
归属母公司股东权益	8,161	9,289	12,280	15,980	20,280
负债和股东权益	13,206	16,022	18,015	21,683	26,020

现金流量表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	997.19	1,711	3,858	5,082	5,656
净利润	875.49	1,222	3,209	3,700	4,299
折旧摊销	949.06	986.70	1,118	1,217	1,318
财务费用	140.64	151.67	207.77	73.65	(79.00)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(978.26)	(673.09)	(393.79)	89.53	116.34
其他经营现金	10.26	24.12	(282.67)	1.96	1.25
投资活动现金	(1,255)	(2,150)	(551.18)	(724.33)	(1,014)
资本支出	1,264	2,161	461.06	650.00	950.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	8.61	10.77	(90.12)	(74.33)	(63.82)
筹资活动现金	446.90	574.22	(1,448)	(521.15)	(334.20)
短期借款	710.00	(80.00)	(78.33)	52.50	(13.19)
长期借款	272.74	1,050	(1,000)	(500.00)	(400.00)
普通股增加	287.66	373.84	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7.01	(356.47)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(830.52)	(412.90)	(369.54)	(73.65)	79.00
现金净增加额	197.45	132.09	1,859	3,837	4,308

利润表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,701	10,408	14,178	16,696	19,756
营业成本	6,143	8,367	9,623	11,564	13,901
营业税金及附加	60.77	76.14	99.25	116.87	138.29
营业费用	167.09	188.92	241.03	300.53	375.36
管理费用	153.69	170.40	226.85	283.83	355.61
财务费用	140.64	151.67	207.77	73.65	(79.00)
资产减值损失	0.46	5.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,035	1,449	3,780	4,357	5,064
营业外收入	3.65	1.50	6.00	5.00	4.00
营业外支出	5.28	12.57	4.00	2.00	2.00
利润总额	1,034	1,438	3,782	4,360	5,066
所得税	158.30	216.36	573.62	660.58	766.91
净利润	875.49	1,222	3,209	3,700	4,299
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	875.49	1,222	3,209	3,700	4,299
EBITDA	2,125	2,588	5,106	5,649	6,304
EPS (元，基本)	0.70	0.75	1.98	2.28	2.65

主要财务比率

会计年度（%）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(10.98)	35.15	36.22	17.76	18.33
营业利润	(2.63)	39.99	160.79	15.27	16.22
归属母公司净利润	(3.22)	39.58	162.55	15.31	16.21
获利能力（%）					
毛利率	20.23	19.61	32.13	30.74	29.63
净利率	11.37	11.74	22.63	22.16	21.76
ROE	10.73	13.16	26.13	23.15	21.20
ROIC	9.36	10.89	27.53	32.17	37.60
偿债能力					
资产负债率（%）	38.20	42.02	31.83	26.30	22.06
净负债比率（%）	77.76	71.81	66.50	59.03	51.44
流动比率	0.68	0.62	1.27	2.15	2.98
速动比率	0.50	0.51	1.11	1.98	2.80
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.71	0.83	0.84	0.83
应收账款周转率	308.10	333.66	301.97	305.12	299.61
应付账款周转率	8.75	8.14	7.31	7.91	7.74
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.75	1.98	2.28	2.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.06	2.38	3.14	3.49
每股净资产(最新摊薄)	5.04	5.73	7.58	9.86	12.52
估值比率					
PE (倍)	22.65	16.23	6.18	5.36	4.61
PB (倍)	2.43	2.14	1.62	1.24	0.98
EV_EBITDA (倍)	10.80	8.87	4.49	4.06	3.64

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com