



600426.SH

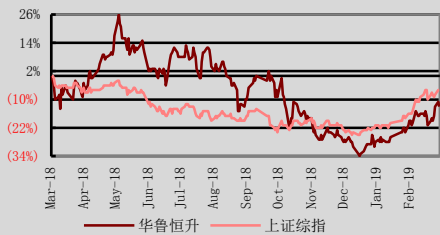
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.86

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.2	7.8	20.2	(13.7)
相对上证指数	3.8	(4.4)	(1.0)	(7.9)

发行股数(百万)	1,627
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	24,035
3个月日均交易额(人民币 百万)	369
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
山东华鲁恒升集团有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年3月19日收市价为标准

相关研究报告

《华鲁恒升》 20181026

《华鲁恒升》 20180919

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫻嫻

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

\*鞠龙为本报告重要贡献者

# 华鲁恒升

## 业绩符合预期, 新项目接力成长

华鲁恒升发布 2018 年财务报告, 公司实现营业收入为 143.57 亿元, 同比增长 37.94%; 归母净利润为 30.20 亿元, 同比增长 147.10%; 公司 2018 年第四季度归母净利润为 4.85 亿元, 同比增长 29.62%, 环比下降 43.23%。

### 支撑评级的要点

- **主营产品量价齐升, 业绩大幅增长。**由于供需格局良好, 公司核心产品价格景气持续。根据公司公告, 2018 年公司肥料销量为 186.72 万吨, 同比增长 22.53%, 源于公司氨醇产能投放, 尿素产能提升; 肥料销售均价为 1,567.19 元/吨, 同比上涨 20.64%, 源于尿素价格景气。醋酸及衍生品销量为 62.29 万吨, 小幅下滑 2.09%, 销售均价为 4,006.78 元/吨, 同比大幅增长 52.17%, 源于醋酸景气持续。多元醇销量为 29.41 万吨, 同比增长 35.03%, 销售均价 6,598.49 元/吨, 同比上涨 2.13%, 源于公司新产能投放, 产能提升。公司 2018 年综合毛利率达 30.48%, 同比上升 10.87 个百分点, 盈利能力改善, 推升业绩增长。
- **期间费用率小幅下降。**2018 年公司期间费用率为 4.49%, 同比下降 0.43 个百分点。其中财务费用率为 1.23%, 下降 0.23 个百分点, 源于公司利息收入增多; 资产减值损失 7,611.49 万元, 系提取固定资产减值和存货跌价准备所致。
- **单季度业绩环比下滑, 源于多元醇和己二酸价格承压。**第四季度营业收入为 35.08 亿元, 环比下降 8.92%, 源于醋酸和己二酸产品销量的下滑, 而新增多元醇销售收入部分抵消影响。单季度归母净利润为 4.85 亿元, 环比下滑 43.23%, 主要是源于产品价格和销量下滑。第四季度多元醇均价为 6,115.49 元/吨, 环比下滑 12.92%; 己二酸及中间品均价为 8,064.52 元/吨, 环比下滑 13.16%。
- **新增规划项目接力成长。**根据公告, 公司建设酰胺及尼龙新材料项目 (30 万吨/年) 和精己二酸品质提升项目, 预计建成后实现销售收入 75.99 亿元, 利润总额为 7.42 亿元, 进一步提升公司盈利能力, 完善产业链结构。

### 评级面临的主要风险

- 项目投产不及预期; 产品价格大幅波动。

### 估值

- 鉴于对产品价格下降和盈利能力下滑的预期, 我们调低公司业绩, 预计 2019-2021 年将实现净利润 23.58 亿元、25.90 亿元和 29.88 亿元, 对应当前市盈率分别为 10.3 倍、9.3 倍和 8.1 倍。当前公司估值较低, 且计划投建新项目, 维持公司买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	10,408	14,357	15,627	16,634	17,400
变动(%)	35	38	9	6	5
净利润(人民币 百万)	1,222	3,020	2,358	2,590	2,988
全面摊薄每股收益(人民币)	0.751	1.856	1.450	1.592	1.837
变动(%)	39.6	147.1	(21.9)	9.8	15.4
先前预测每股收益(人民币)			2.255	2.401	
调整幅度(%)			(35.71)	(33.69)	
全面摊薄市盈率(倍)	19.8	8.0	10.3	9.3	8.1
价格/每股现金流量(倍)	14.1	6.1	5.4	7.3	4.9
每股现金流量(人民币)	1.05	2.42	2.76	2.04	3.05
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	5.2	5.8	5.2	4.3
每股股息(人民币)	0.149	0.200	0.290	0.318	0.367
股息率(%)	1.0	1.3	2.0	2.1	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



图表 1. 公司年报摘要

(百万元)	2017	2018	同比增长(%)
一、营业总收入	10,408.07	14,356.82	37.94
二、营业总成本	8,959.49	10,801.51	20.56
其中：营业成本	8,366.57	9,980.46	19.29
营业税金及附加	76.14	98.44	29.27
销售费用	188.92	260.55	37.92
管理费用	170.40	141.22	(17.13)
研发费用		68.18	
财务费用	151.67	176.56	16.41
资产减值损失	5.78	76.11	1,216.66
三、其他经营收益	0.77	1.94	150.13
公允价值变动收益			
投资收益		11.61	
四、营业利润	0.14		
加：营业外收入	1,449.49	3,568.85	146.21
减：营业外支出	1.50	0.85	(42.93)
五、利润总额	12.57	4.29	(65.91)
减：所得税	1,438.41	3,565.42	147.87
六、净利润	216.36	545.77	152.25
减：少数股东损益			
七、归属母公司净利润	1,222.05	3,019.65	147.10
EPS(元)	0.75	1.86	147.21

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	10,408	14,357	15,627	16,634	17,400
销售成本	(8,443)	(10,079)	(12,167)	(12,890)	(13,176)
经营费用	606	662	668	756	894
息税折旧前利润	2,571	4,940	4,128	4,500	5,118
折旧及摊销	(971)	(1,208)	(1,213)	(1,331)	(1,492)
经营利润(息税前利润)	1,600	3,732	2,915	3,169	3,626
净利息收入/(费用)	(152)	(177)	(137)	(117)	(107)
其他收益/(损失)	(11)	8	(4)	(3)	(3)
税前利润	1,438	3,563	2,775	3,048	3,517
所得税	(216)	(546)	(417)	(458)	(529)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,220	3,020	2,358	2,590	2,988
核心净利润	1,219	3,017	2,357	2,589	2,987
每股收益(人民币)	0.751	1.856	1.450	1.592	1.837
核心每股收益(人民币)	0.750	1.855	1.449	1.591	1.836
每股股息(人民币)	0.149	0.200	0.290	0.318	0.367
收入增长(%)	35	38	9	6	5
息税前利润增长(%)	36	133	(22)	9	14
息税折旧前利润增长(%)	22	92	(16)	9	14
每股收益增长(%)	40	147	(22)	10	15
核心每股收益增长(%)	39	147	(22)	10	15

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,438	3,563	2,775	3,048	3,517
折旧与摊销	971	1,208	1,213	1,331	1,492
净利息费用	152	177	137	117	107
运营资本变动	(787)	(387)	859	(637)	673
税金	(215)	(544)	(417)	(458)	(529)
其他经营现金流	154	(77)	(69)	(79)	(300)
经营活动产生的现金流	1,711	3,941	4,496	3,322	4,959
购买固定资产净值	(5)	177	1,750	2,160	3,080
投资减少/增加	0	12	5	4	4
其他投资现金流	(2,145)	(2,545)	(3,500)	(4,320)	(6,160)
投资活动产生的现金流	(2,150)	(2,356)	(1,745)	(2,156)	(3,076)
净增权益	(243)	(325)	(472)	(518)	(598)
净增债务	912	(632)	(382)	(35)	(65)
支付股息	243	325	472	518	598
其他融资现金流	(338)	(422)	(528)	(635)	(704)
融资活动产生的现金流	574	(1,055)	(910)	(670)	(769)
现金变动	136	530	1,841	496	1,113
期初现金	621	754	1,283	3,124	3,620
公司自由现金流	(439)	1,585	2,751	1,166	1,883
权益自由现金流	626	1,129	2,506	1,249	1,925

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	754	1,283	3,124	3,620	4,733
应收帐款	698	1,103	549	1,117	626
库存	402	557	702	632	731
其他流动资产	130	171	193	193	202
流动资产总计	1,984	3,115	4,568	5,563	6,292
固定资产	12,205	13,186	13,692	14,482	16,013
无形资产	518	696	726	766	823
其他长期资产	973	394	620	701	820
长期资产总计	13,697	14,275	15,039	15,949	17,656
总资产	16,022	18,657	20,536	22,453	24,958
应付帐款	1,330	1,568	1,680	1,762	1,756
短期债务	660	270	800	800	800
其他流动负债	1,610	2,140	2,005	1,770	1,890
流动负债总计	3,601	3,978	4,485	4,331	4,446
长期借款	3,115	2,594	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	17	17	16	16	16
股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
储备	7,695	10,521	12,408	14,480	16,870
股东权益	9,321	12,148	14,034	16,106	18,496
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	16,022	18,657	20,536	22,453	24,958
每股帐面价值(人民币)	5.73	7.47	8.63	9.90	11.37
每股有形资产(人民币)	5.41	7.04	8.18	9.43	10.86
每股净负债/(现金)(人民币)	1.86	0.97	(0.20)	(0.50)	(1.19)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.7	34.4	26.4	27.1	29.4
息税前利润率(%)	15.4	26.0	18.7	19.0	20.8
税前利润率(%)	13.8	24.8	17.8	18.3	20.2
净利率(%)	11.7	21.0	15.1	15.6	17.2
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.8	1.0	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	10.6	21.1	21.3	27.0	34.0
净权益负债率(%)	32.4	13.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.6	0.9	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	19.8	8.0	10.3	9.3	8.1
核心业务市盈率(倍)	19.8	8.0	10.3	9.3	8.1
市净率(倍)	2.6	2.0	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	14.1	6.1	5.4	7.3	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	5.2	5.8	5.2	4.3
周转率					
存货周转天数	19.9	17.4	18.9	18.9	18.9
应收帐款周转天数	22.6	22.9	19.3	18.3	18.3
应付帐款周转天数	36.1	36.8	37.9	37.8	36.9
回报率					
股息支付率(%)	19.9	10.8	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	13.6	28.1	18.0	17.2	17.3
资产收益率(%)	9.3	18.2	12.6	12.5	13.0
已运用资本收益率(%)	2.5	5.4	3.7	3.6	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371