

华鲁恒升 (600426)

## 业绩基本符合预期, 继续看好煤化工龙头

## ——华鲁恒升 2018 业绩预告点评

	李明刚 (分析师)	杨思远 (分析师)	陈煜 (分析师)
	0755-23976766	021-38032031	021-38676640
	liminggang@gtjas.com	yangsy@gtjas.com	chenyu@gtjas.com
证书编号	S0880517050009	S0880518120001	S0880518040001

## 本报告导读:

公司 2018 年业绩预告基本符合预期, 虽然产品整体景气度下行, 但公司作为煤化工龙头成本优势显著, 未来百亿级 150 万吨绿色新材料将支撑公司继续成长。

## 投资要点:

**维持增持评级, 目标价 15.28 元:** 因产品景气下行, 下调 2018-2020EPS 为 1.86/1.91/2.08 元 (原 2.09/2.44/2.80 元), 参考可比公司 2019 年 8 倍估值, 下调目标价 15.28 元 (原 25.08 元), 维持“增持”评级。

**业绩基本符合预期, 主要产品多数下跌:** 预告全年实现利润 29.31-32.31 亿元 (+YoY140%-160%), 对应 Q4 实现净利 3.96-6.96 亿元, 业绩基本符合预期。Q4 主要产品尿素/醋酸/DMF/己二酸/异辛醇/甲醇/乙二醇均价 2077/4359/5477/8996/8450/2858/6422 元/吨, 环比增长 7.53%/-1.07%/-4.47%/-11.31%/0/-12.27%/-15.24%。业绩环比下滑原因: 1.除尿素外多数产品价格处于下跌。2.己二酸、5 万吨乙二醇等装置的检修。

**50 万吨煤制乙二醇顺利投产, 打开新一轮成长空间:** 公司 50 万吨/年煤制乙二醇生产装置全部打通, 目前负荷达到 70%, 产品质量优等。总投资 26 亿元的 50 万吨煤制乙二醇单位投资额较前期 5 万吨大幅减少, 生产成本优势明显。目前国内乙二醇年约需求量 1300 万吨, 进口依赖度达 60%。煤制乙二醇前景广阔, 2019 年将为公司业绩贡献增量。

**授予第二期股权激励计划, 未来新一轮资本开支值得期待:** 第二期股权激励计划以营收和分红为考核指标, 共计授予 160 人, 633 万股, 授予价格 8.64 元/股。股权激励绑定公司核心员工, 支撑公司长远稳健发展。同时公司所在园区已经入选山东新旧动能转换第一批高端化工项目, 未来启动的新一轮百亿级 150 万吨绿色新材料项目将为公司成长提供新动力。

**风险提示:** 产品价格继续下跌, 未来产能投放不顺利。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,701	10,408	15,327	17,548	17,850
(+/-)%	-11%	35%	47%	14%	2%
经营利润 (EBIT)	1,177	1,606	3,567	3,660	3,978
(+/-)%	-11%	37%	122%	3%	9%
净利润 (归母)	875	1,222	3,031	3,109	3,380
(+/-)%	-3%	40%	148%	3%	9%
每股净收益 (元)	0.54	0.75	1.86	1.91	2.08
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.12

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	15.3%	15.4%	23.3%	20.9%	22.3%
净资产收益率 (%)	10.7%	13.2%	24.9%	20.4%	18.1%
投入资本回报率 (%)	8.7%	10.2%	24.1%	24.9%	27.1%
EV/EBITDA	9.32	11.52	5.62	4.60	3.38
市盈率	24.62	21.19	6.48	6.31	5.81
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.28**

上次预测: 25.08

当前价格: 12.24

2019.01.15

## 交易数据

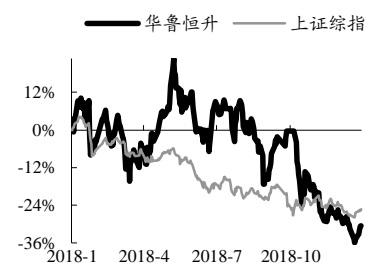
52 周内股价区间 (元)	11.12-21.82
总市值 (百万元)	19,910
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,627/1,617
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	21.13
日均成交值 (百万元)	289.76

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,582
每股净资产	7.12
市净率	1.7
净负债率	20.44%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.19	0.45
Q2	0.14	0.58
Q3	0.19	0.53
Q4	0.23	0.30
全年	0.75	1.86

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	0%	-30%
相对指数	-2%	3%	-5%

## 相关报告

《Q3 业绩符合预期, 50 万吨乙二醇顺利投产》  
2018.10.26

《中报业绩超预期, 高景气度大概率维持》  
2018.08.10

《中报业绩超预期, 煤化工龙头再上新台阶》  
2018.07.06

《一季度业绩超预期, 2018 期待新成长》  
2018.04.19

《业绩符合预期, 煤化工龙头再上新台阶》  
2018.03.29

模型更新时间: 2019.01.15

**股票研究**

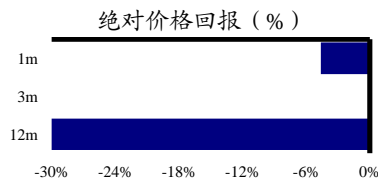
原材料  
基础化工

**华鲁恒升 (600426)**

**评级:** **增持**  
上次评级: 增持  
**目标价格:** **15.28**  
上次预测: 25.08  
**当前价格:** 12.24

公司网址  
www.hl-hengsheng.com

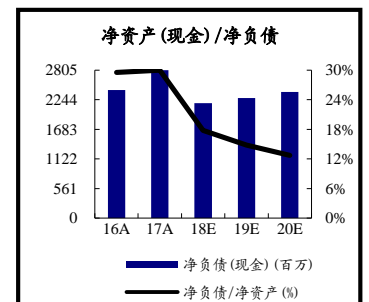
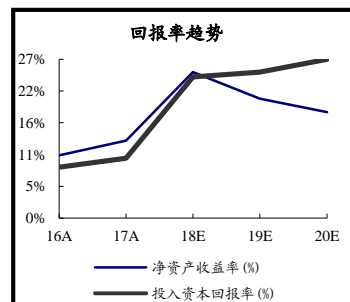
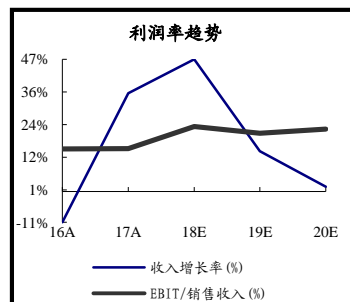
**公司简介**  
公司是多业联产的现代化工企业, 主要产品为尿素、DMF(一种化工原料)、醋酸和三甲胺。  
公司专注于主业优化、技术升级和资源利用, 扎实推进产业链的延伸拓展和产品的升级换代, 在优化结构中打造产业平台, 在技术进步中增强竞争实力, 在快速成长中提升行业地位, 打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台, 主要经济指标保持了快速增长。



52周价格范围 11.12-21.82  
市值(百万) 19,910

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>损益表</b>					
营业收入	7,701	10,408	15,327	17,548	17,850
营业成本	6,143	8,367	11,118	13,154	13,125
税金及附加	61	76	112	128	131
销售费用	167	189	278	319	324
管理费用	154	170	251	287	292
<b>EBIT</b>	<b>1,177</b>	<b>1,606</b>	<b>3,567</b>	<b>3,660</b>	<b>3,978</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	141	152	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,035</b>	<b>1,449</b>	<b>3,567</b>	<b>3,660</b>	<b>3,978</b>
所得税	158	216	537	550	598
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>875</b>	<b>1,222</b>	<b>3,031</b>	<b>3,109</b>	<b>3,380</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	621	754	2,711	5,902	9,286
其他流动资产	129	263	263	263	263
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	8,242	10,720	10,720	10,720	10,720
无形及其他资产	523	518	518	518	518
<b>资产合计</b>	<b>13,206</b>	<b>16,022</b>	<b>17,436</b>	<b>20,910</b>	<b>24,315</b>
流动负债	2,953	3,601	2,161	2,531	2,541
非流动负债	2,091	3,132	3,115	3,115	3,115
股东权益	8,161	9,289	12,160	15,264	18,659
<b>投入资本(IC)</b>	<b>11,462</b>	<b>13,370</b>	<b>12,563</b>	<b>12,478</b>	<b>12,488</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	996	1364	3031	3109	3380
折旧与摊销	949	987	0	0	0
流动资金增量	247	-801	223	-89	7
资本支出	-1,263	-2,150	-3	-3	-3
<b>自由现金流</b>	<b>930</b>	<b>-600</b>	<b>3,251</b>	<b>3,018</b>	<b>3,384</b>
经营现金流	997	1,711	2,811	3,198	3,372
投资现金流	-1,255	-2,150	1,044	-3	-3
融资现金流	447	574	-1,897	-5	15
<b>现金流净增加额</b>	<b>189</b>	<b>136</b>	<b>1,958</b>	<b>3,190</b>	<b>3,384</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-11.0%	35.2%	47.3%	14.5%	1.7%
EBIT 增长率	-10.9%	36.5%	122.1%	2.6%	8.7%
净利润增长率	-3.2%	39.6%	148.0%	2.6%	8.7%
利润率					
毛利率	20.2%	19.6%	27.5%	25.0%	26.5%
EBIT 率	15.3%	15.4%	23.3%	20.9%	22.3%
归母净利润率	11.4%	11.7%	19.8%	17.7%	18.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	10.7%	13.2%	24.9%	20.4%	18.1%
总资产收益率(ROA)	6.6%	7.6%	17.4%	14.9%	13.9%
投入资本回报率(ROIC)	8.7%	10.2%	24.1%	24.9%	27.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	23	20	20	20	20
应收账款周转天数	27	23	23	23	23
总资产周转天数	588	512	398	399	462
净利润现金含量	113.9%	140.0%	92.8%	102.9%	99.8%
资本支出/收入	16.4%	20.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.2%	42.0%	30.3%	27.0%	23.3%
净负债率	29.7%	30.2%	17.9%	14.9%	12.8%
<b>估值比率</b>					
PE	24.62	21.19	6.48	6.31	5.81
PB	2.64	2.79	1.61	1.29	1.05
EV/EBITDA	9.32	11.52	5.62	4.60	3.38
P/S	1.98	1.91	1.29	0.00	0.00
股息率	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.9%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		