

# 华鲁恒升 (600426)

证券研究报告

2019年08月11日

## 中报再次超预期，新项目驱动继续成长

事件：公司发布中报，超市场预期

公司发布 2019 年中报，上半年实现营收 70.8 亿，同比增长 1.1%，归母净利润 13.1 亿，同比降低 22.1%；对应 2019 年二季度营收 35.3 亿，同比降低 0.72%，环比基本持平，归母净利润 6.7 亿，同比降低 29.5%，环比增长 4.7%。继一季报之后，二季度业绩再次超市场预期。

价格有涨有跌，动态调整产品产量，实现主营收入环比持平

公司实现营收持平，超市场预期，主要原因如下：**1) 价格因素**：根据公司所披露经营数据推算，二季度肥料价格环比增长，有机胺和己二酸价格基本持平，醋酸价格下跌 12%，多元醇价格下跌 8%，价格涨跌形成对冲效应。**2) 库存因素**：2019 年二季度末，公司产成品库存环比减少，将 2018 年四季度以来积攒的库存得到消化。**3) 增值税降低，原料跌价，持续降低成本**：二季度化工品增值税环比下调 3%。公司作为行业龙头，产品品质好，相对议价权更强。**4) 产品结构调整**：2019 年二季度大部分产品价格阶段性跌至底部，整体看合成氨、尿素盈利最好，公司利用“一头多线”柔性生产方式降低多元醇产销量，增加尿素产销量。

未来整体周期景气度不会同时回至历史最低

目前华鲁各产品整体景气度处在中枢偏下的位置，但基于各个产品供需、格局分析，我们预计未来整体周期景气度可能不会同时回至历史最低，部分产品预计不会回到周期最差位置。对于走出产能大周期的行业来讲，增量资本也不再涌入行业。另一个原因为，目前的龙头化工企业竞争优势已经明显扩大：大宗化工品竞争的焦点是成本，通过规模化生产摊薄单位固定成本。随着环保、安全政策逐渐趋严，龙头企业的竞争优势将愈加明显。

公司护城河深厚，看好公司长期发展

公司护城河主要来源于管理，拥有优秀的团队、较好的激励机制和良好的企业文化。14-16 年公司在周期最差情形仍有平均大约 87 亿收入、19% 毛利率、8.7 亿净利；在行业平均景气周期下，考虑到公司大笔资本开支带来的成长性，公司目前价值大概率被低估。低成本护城河深厚，看好公司长期发展空间。

**盈利预测与估值**：因为产品价格下跌的幅度好于预期，将公司 19-21 年盈利预测上调至 25.1/25.9/28.4 亿（之前 19-20 年盈利预测为 24.2/24.4 亿），对应 PE 10.24/9.91/9.04 倍。估值不变情况下，将目标价由 22.6 元上调至 23.1 元，维持买入评级。

**风险提示**：产品价格下跌；项目投产不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,408.07	14,356.82	14,500.39	14,935.40	16,428.94
增长率(%)	35.15	37.94	1.00	3.00	10.00
EBITDA(百万元)	2,656.44	5,019.61	3,887.31	4,200.98	4,789.39
净利润(百万元)	1,222.05	3,019.65	2,506.91	2,589.88	2,837.91
增长率(%)	39.58	147.10	(16.98)	3.31	9.58
EPS(元/股)	0.75	1.86	1.54	1.59	1.74
市盈率(P/E)	21.00	8.50	10.24	9.91	9.04
市净率(P/B)	2.76	2.13	1.86	1.66	1.48
市销率(P/S)	2.47	1.79	1.77	1.72	1.56
EV/EBITDA	10.85	4.40	7.05	6.37	5.83

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.41 元
目标价格	23.1 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,626.66
流通 A 股股本(百万股)	1,617.42
A 股总市值(百万元)	25,066.83
流通 A 股市值(百万元)	24,924.39
每股净资产(元)	8.04
资产负债率(%)	29.10
一年内最高/最低(元)	19.53/11.12

### 作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
赵宗原	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080003	
zhaozongyuan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华鲁恒升-公司点评:业绩环比下滑，继续看好公司长期发展》 2019-01-16
- 《华鲁恒升-季报点评:三季报略超市场预期，四季度有望量价齐升》 2018-11-12
- 《华鲁恒升-半年报点评:中报靓丽，乙二醇即将投产》 2018-08-10

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	753.58	1,283.43	1,160.03	1,194.83	1,314.31
应收票据及应收账款	697.54	1,102.52	807.66	259.04	914.33
预付账款	130.42	171.37	204.91	151.59	242.94
存货	401.63	557.17	617.80	539.95	779.75
其他	263.96	1,202.19	527.07	664.14	798.26
<b>流动资产合计</b>	<b>2,247.13</b>	<b>4,316.68</b>	<b>3,317.47</b>	<b>2,809.56</b>	<b>4,049.60</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10,720.29	12,983.16	13,222.50	14,101.97	15,221.52
在建工程	1,484.84	202.71	1,321.63	2,592.98	3,355.79
无形资产	518.09	695.50	677.75	659.99	642.24
其他	1,051.42	458.97	803.76	747.77	646.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,774.64</b>	<b>14,340.35</b>	<b>16,025.64</b>	<b>18,102.70</b>	<b>19,866.47</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,021.77</b>	<b>18,657.03</b>	<b>19,348.35</b>	<b>20,914.01</b>	<b>23,918.39</b>
短期借款	660.00	270.00	1,407.50	1,671.95	2,728.41
应付票据及应付账款	1,330.26	1,567.80	1,149.10	1,745.46	1,510.74
其他	1,610.26	2,139.77	1,875.29	1,859.72	2,109.62
<b>流动负债合计</b>	<b>3,600.52</b>	<b>3,977.57</b>	<b>4,431.89</b>	<b>5,277.13</b>	<b>6,348.77</b>
长期借款	3,114.76	2,594.28	1,041.16	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.23	17.23	20.15	18.20	18.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,131.99</b>	<b>2,611.51</b>	<b>1,061.30</b>	<b>18.20</b>	<b>18.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,732.51</b>	<b>6,589.08</b>	<b>5,493.19</b>	<b>5,295.33</b>	<b>6,367.30</b>
少数股东权益	0.00	0.00	77.53	157.63	245.40
股本	1,620.36	1,626.66	1,626.66	1,626.66	1,626.66
资本公积	2,012.48	2,062.82	2,062.82	2,062.82	2,062.82
留存收益	7,694.54	10,521.47	12,150.96	13,834.39	15,679.03
其他	(2,038.12)	(2,143.00)	(2,062.82)	(2,062.82)	(2,062.82)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,289.26</b>	<b>12,067.95</b>	<b>13,855.16</b>	<b>15,618.68</b>	<b>17,551.09</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,021.77</b>	<b>18,657.03</b>	<b>19,348.35</b>	<b>20,914.01</b>	<b>23,918.39</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,222.05	3,019.65	2,506.91	2,589.88	2,837.91
折旧摊销	986.70	1,220.71	659.50	866.94	1,135.40
财务费用	154.51	188.41	174.00	179.22	197.15
投资损失	0.00	0.00	(3.87)	(3.87)	(3.87)
营运资金变动	(892.22)	(661.93)	17.01	1,159.40	(1,047.53)
其它	240.42	173.88	77.53	80.10	87.77
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,711.46</b>	<b>3,940.72</b>	<b>3,431.09</b>	<b>4,871.68</b>	<b>3,206.84</b>
资本支出	3,456.42	2,366.11	1,997.08	3,001.95	2,999.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,606.40)	(4,721.85)	(3,998.45)	(5,994.58)	(5,996.39)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,149.98)</b>	<b>(2,355.74)</b>	<b>(2,001.37)</b>	<b>(2,992.64)</b>	<b>(2,996.71)</b>
债权融资	4,834.81	4,202.39	3,620.51	2,861.95	3,961.73
股权融资	(120.96)	(174.47)	(93.82)	(179.22)	(197.15)
其他	(4,139.63)	(5,082.46)	(5,079.81)	(4,526.97)	(3,855.22)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>574.22</b>	<b>(1,054.54)</b>	<b>(1,553.12)</b>	<b>(1,844.24)</b>	<b>(90.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>135.69</b>	<b>530.45</b>	<b>(123.40)</b>	<b>34.80</b>	<b>119.48</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10,408.07</b>	<b>14,356.82</b>	<b>14,500.39</b>	<b>14,935.40</b>	<b>16,428.94</b>
营业成本	8,366.57	9,980.46	10,657.78	10,977.52	12,075.27
营业税金及附加	76.14	98.44	106.64	107.17	117.12
营业费用	188.92	260.55	280.33	276.96	306.81
管理费用	85.20	141.22	135.37	136.20	154.93
研发费用	85.20	68.18	68.86	70.93	78.02
财务费用	151.67	176.56	174.00	179.22	197.15
资产减值损失	5.78	76.11	27.45	36.45	46.67
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	11.61	3.87	3.87	3.87
其他	(0.91)	(25.15)	(7.74)	(7.74)	(7.74)
<b>营业利润</b>	<b>1,449.49</b>	<b>3,568.85</b>	<b>3,053.81</b>	<b>3,154.82</b>	<b>3,456.84</b>
营业外收入	1.50	0.85	2.00	1.45	1.43
营业外支出	12.57	4.29	7.38	8.08	6.58
<b>利润总额</b>	<b>1,438.41</b>	<b>3,565.42</b>	<b>3,048.43</b>	<b>3,148.19</b>	<b>3,451.69</b>
所得税	216.36	545.77	463.99	478.21	526.01
<b>净利润</b>	<b>1,222.05</b>	<b>3,019.65</b>	<b>2,584.44</b>	<b>2,669.98</b>	<b>2,925.68</b>
少数股东损益	0.00	0.00	77.53	80.10	87.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,222.05</b>	<b>3,019.65</b>	<b>2,506.91</b>	<b>2,589.88</b>	<b>2,837.91</b>
每股收益(元)	0.75	1.86	1.54	1.59	1.74

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.15%	37.94%	1.00%	3.00%	10.00%
营业利润	39.99%	146.21%	-14.43%	3.31%	9.57%
归属于母公司净利润	39.58%	147.10%	-16.98%	3.31%	9.58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.61%	30.48%	26.50%	26.50%	26.50%
净利率	11.74%	21.03%	17.29%	17.34%	17.27%
ROE	13.16%	25.02%	18.20%	16.75%	16.40%
ROIC	12.97%	25.75%	18.84%	18.23%	18.73%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.02%	35.32%	28.39%	25.32%	26.62%
净负债率	43.93%	24.19%	17.76%	10.67%	15.08%
流动比率	0.62	1.09	0.75	0.53	0.64
速动比率	0.51	0.95	0.61	0.43	0.52
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.15	15.95	15.18	28.00	28.00
存货周转率	22.60	29.95	24.68	25.80	24.90
总资产周转率	0.71	0.83	0.76	0.74	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.75	1.86	1.54	1.59	1.74
每股经营现金流	1.05	2.42	2.11	2.99	1.97
每股净资产	5.71	7.42	8.47	9.50	10.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.00	8.50	10.24	9.91	9.04
市净率	2.76	2.13	1.86	1.66	1.48
EV/EBITDA	10.85	4.40	7.05	6.37	5.83
EV/EBIT	17.10	5.80	8.49	8.02	7.64

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com