

2019年08月12日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

19

华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买入

一体化优势明显，公司业绩尽显韧性

结论与建议：

公司发布19年上半年业绩公告，上半年实现营收70.76亿元，yoy+1.12%，录得归母净利润13.09亿元，yoy-22.09%，折合每股收益0.805元，其中二季度实现营收35.33亿元，yoy-0.72%，qoq-0.27%，录得归母净利润6.67亿元，yoy-29.53%，qoq+3.79%，业绩符合预期。公司结合煤气化平台、柔性联产，成本优势明显，抵御市场风险能力强，底部业绩有保障，叠加部分产品价格逐步企稳回升，公司19年业绩有弹性，长期来看，多个储备项目已启动，公司为未来成长动力充足，维持“买入”评级。

公司基本信息

產業別	化工		
A 股价(2019/8/9)	15.41		
上证指数(2019/8/9)	2774.75		
股價 12 個月高/低	19.25/10.96		
總發行股數(百萬)	1626.66		
A 股數(百萬)	1617.42		
A 市值(億元)	247.46		
主要股東	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.19%)		
每股淨值(元)	8.04		
股價/賬面淨值	1.90		
股價漲跌(%)	一个月	三个月	一年
	8.0	8.8	-13.4

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

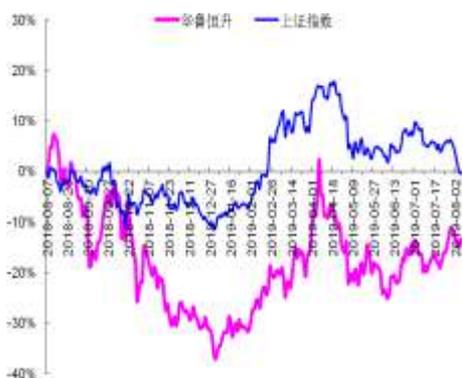
产品组合

醋酸及衍生品	18.43%
多元醇	11.66%
肥料	17.41%
己二酸及中间品	14.43%
有机胺	14.71%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.5%
一般法人	36.6%

股价相对大盘走势



■ **产品量增价落，营收微增净利下滑：**销量方面，上半年肥料销量 122.38 万吨(+55.36%，同比变动，下同)、有机胺 17.43 万吨(+3.87%)、己二酸及中间品 11.41 万吨(+9.19%)、醋酸及衍生品 30.85 万吨(+0.16%)、多元醇 33.05 万吨(+180.08%)，其中肥料和多元醇销量增加明显主要是新增产能释放带来同比增量。价格方面，各类产品综合平均售价均有不同程度回落，其中肥料均价 1491 元/吨(-2.60%)、有机胺均价 4934 元/吨(-18.75%)、己二酸及中间品均价 7361 元/吨(-23.07%)、醋酸及衍生品均价 2622 元/吨(-36.75%)、多元醇均价 4708 元/吨(-31.24%)。受公司产品价格回落影响，公司上半年综合毛利率同比下降 3.77 个百分点至 29.36%，产品量增价落，致上半年营收小幅增加，净利润同比下滑。另外费用方面，上半年期间费用率同比上升 2.96 个百分点至 7.08%，其中销售费用率因销量规模扩大、物流费用增加提升 1.06 个百分点至 2.67%，研发费用支出增加致研发费用率提升 1.78 个百分点至 2.28%。

■ **二季度价格环比回落，业绩环比上涨，业绩尽显韧性：**二季度市场价格上尿素环比上涨 3.45%，而 DMF 环比下跌 2.46%、己二酸环比下跌 5.91%、醋酸环比下跌 11.58%、甲醇环比下跌 4.91%、乙二醇环比下跌 12.61%，辛醇环比下跌 7.63%，可见多数产品环比下跌。在此基础上，公司在盈利能力突出的肥料产品上增产增销，并缩减跌幅较大的产品产量，其中二季度单季肥料产销环比增加 14.7%、12.8%，多元醇减少产量 13.03%，公司充分发挥“一头多线”柔性多元联产运营模式，降本增效，单季综合毛利率同比提升 1.63 个百分点至 31.18%，另外上半年公司综合毛利率下降幅度明显小于产品价格下滑幅度，可见公司平抑产品价格波动能力突出，在化工景气下行的背景下，公司业绩韧性十足。展望后市，行业方面：受响水化工园区爆炸事故影响，江苏省重拳整治化工园区，同时全国范围内“退城入园”工作提速，受制于园区进入门槛较高及园区数量有限，其中山东省化工园区减少约六成，化工园区将成为稀缺资源，随着中小产能退出，市场份额有望向园区龙头企业集中。公司层面：一方面，18 年底新投产的 50 万吨乙二醇项目，5 万吨三聚氰胺项目，继续贡献增量产量，另一方面，公司煤气化成本优势明显，化工产品已底部运行且部分产品价格企稳回升，公司 19 年业绩有弹性。

■ **储备项目已开启，未来成长潜力大：**公司酰胺及尼龙新材料项目、精己二酸品质提升项目已启动建设，前者建设期30个月，建成后可贡献利润 4.46 亿元，后者建设期24个月，建成后可贡献利润2.96 亿元，两个项目建设资金均由公司自有资金及银行贷款解决，目前公司在手资金约31 亿元，加上公司后期持续经营产生的净利润及折旧费用等，项目后续建设无忧。公司依托煤气化平台，不断扩展公司产业链，优化产品结构，提升企业盈利能力，未来成长潜力大。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020/2020 年实现净利润 24.8/27.6/29.7 亿元，yoy-18%/+11%/+8%，折合 EPS 为 1.52/1.69/1.82 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 10、9、8 倍。鉴于公司底部业绩有保障，新增项目支撑未来业绩成长，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新建项目不及预期。

年度截止 12月 31日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1222	3020	2476	2756	2967
同比增减	%	39.58%	147.10%	-18.01%	11.31%	7.67%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.75	1.86	1.52	1.69	1.82
同比增减	%	7.38%	146.14%	-18.01%	11.31%	7.67%
A 股市盈率(P/E)	X	20.29	8.24	10.05	9.03	8.39
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.20	0.20	0.25	0.25
股息率 (Yield)	%	0.98%	1.31%	1.31%	1.63%	1.63%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10408	14357	14731	15543	16113
经营成本	8367	9980	10973	11401	11690
营业税金及附加	76.14	98.43	101.00	106.56	110.47
销售费用	188.92	260.56	288.74	307.70	318.98
管理费用	170.40	176.04	189.66	202.11	209.52
财务费用	151.67	176.55	184.78	196.91	204.13
资产减值损失	5.78	76.12	78.10	82.41	85.43
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1449	3569	2916	3246	3494
营业外收入	1.49	0.85	0.87	0.88	0.90
营业外支出	12.57	4.29	4.38	4.46	4.55
利润总额	1438	3565	2913	3242	3491
所得税	216	546	437	486	524
少数股东损益	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
归属于母公司股东权益	1222	3020	2476	2756	2967

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	754	1283	2076	3153	4251
应收账款	41.37	23.38	25.25	26.01	26.53
存货	401.63	557.17	601.74	619.80	632.19
流动资产合计	2247	4317	5276	6449	7614
长期股权投资	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
固定资产	10720	12983	13977	14529	15815
在建工程	1412	203	1251	1893	1930
非流动资产合计	13775	14340	16475	17694	19042
资产总计	16022	18657	21751	24143	26656
流动负债合计	3601	3978	4146	4020	3901
非流动负债合计	3132	2612	3387	3556	3627
负债合计	6733	6589	7533	7575	7528
少数股东权益	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
股东权益合计	9289	12068	14218	16567	19128
负债及股东权益合计	16022	18657	21751	24143	26656

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	1711	3941	4138	4221	4305
投资活动产生的现金流量净额	-2150	-2356	-2238	-2014	-2054
筹资活动产生的现金流量净额	574	-1055	-1107	-1129	-1152
现金及现金等价物净增加额	132	530	793	1077	1098

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。