

证券研究报告—动态报告

基础化工

农用化工

华鲁恒升(600426)

买入

2019年半年报点评

(维持评级)

2019年08月15日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,627/1,617
总市值/流通(百万元)	25,799/25,652
上证综指/深圳成指	2,809/8,966
12个月最高/最低(元)	19.07/10.96

相关研究报告:

《华鲁恒升-600426-2018 年年报点评: 全年业绩基本符合预期, 新项目延展成长空间》——2019-03-20

《华鲁恒升-600426-深度报告: 从化肥到化工, 打造煤化工平台》——2018-09-28

《华鲁恒升-600426-2018 年半年报点评: “一头多线” 显优势, 上半年盈利大涨》——2018-08-13

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩逆势环比改善, 公司核心优势助力渡过行业低迷期

事件: 公司公布 2019 年半年报, 公司 H1 营收 70.76 亿元 (同比+1.12%), 归母净利润 13.09 亿元 (同比-22.09%)。其中 2019Q2 营收 35.33 亿元 (同比-0.72%, 环比-0.28%), 归母净利润 6.67 亿元 (同比-29.53%, 环比+3.89%)。上半年公司毛利率和净利率分别达到 29.36% 和 18.50%, 比去年同期分别下降 3.77 和 5.51 个百分点。

● 肥料和多元醇板块带动公司营收保持增长

公司肥料板块上半年总销量为 122.38 万吨 (同比+55.36%), 销售收入为 18.25 亿元 (同比+51.33%)。多元醇板块由于 50 万吨乙二醇产能的投产, 上半年总销量为 33.05 万吨 (同比+180.08%), 销售收入为 15.56 亿元 (同比+92.57%)。但是受乙二醇价格大幅回调的影响, 多元醇板块产品均价比去年同期下降 2139 元/吨。虽然公司主要产品的价格基本都低于去年同期水平, 但是公司上半年增加了化肥以及乙二醇等产品的销售量, 今年上半年营收仍保持微弱增长。

● 化工品 PPI 仍处下行趋势, 超强成本管控能力推动业绩环比改善

目前化工行业仍处于主动去库存周期当中, 化工品 PPI 仍处下行的趋势。公司主要产品的价格上半年都出现了不同程度的下跌, 但是相应的原材料价格也出现不同程度的下降, 同时公司充分利用“一线多头”平台化生产的优势, 以及超强的管理成本能力, 在上半年行业景气度明显下滑的情况下, 2 季度业绩仍取得了环比改善。2 季度公司主要产品的价格波动幅度显著降低, 我们预计公司盈利能力基本见底, 下半年公司毛利率和净利率有望改善。

● 乙二醇和化肥支撑今年业绩, 新建项目提供成长空间

尿素行业整体库存目前处于低位, 价格和价差逐步改善, 预计是今年业绩的重要支撑之一。另外公司 50 万吨乙二醇项目顺利投放, 销量的增长是公司业绩的另一重要支撑。公司“精己二酸品质提升”和“30 万吨/年酰胺及尼龙新材料”等 2 个新项目在上半年已经开工建设, 建成后将进一步延伸公司成长空间。

● 投资建议: 看好公司长期向新材料领域发展, 维持“买入”评级。

我们维持公司盈利预期, 预计 2019-2021 年归母净利润 25.6/28.7/30.9 亿元, 同比-15/12/8%, 摊薄 EPS=1.57/1.76/1.90 元, 当前股价对应 PE=10.1/9.0/8.3。

● 风险提示: 行业景气下滑盈利大幅受损; 乙二醇新产能消化进度低于预期。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,408	14,357	16,098	17,352	18,137
(+/-%)	35.2%	37.9%	12.1%	7.8%	4.5%
净利润(百万元)	1222	3020	2558	2867	3090
(+/-%)	39.6%	147.1%	-15.3%	12.1%	7.8%
摊薄每股收益(元)	0.75	1.86	1.57	1.76	1.90
EBIT Margin	15.4%	27.0%	19.5%	20.1%	20.6%
净资产收益率(ROE)	13.2%	25.0%	18.5%	18.1%	17.1%
市盈率(PE)	16.9	8.5	10.1	9.0	8.3
EV/EBITDA	10.6	6.4	7.1	6.7	6.4
市净率(PB)	2.23	2.14	1.86	1.63	1.43

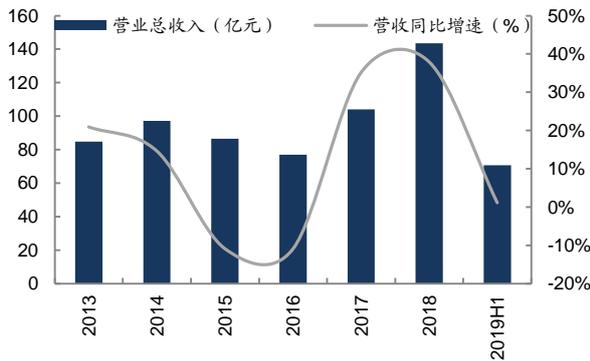
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 上半年景气下滑收入增速放缓，盈利下降

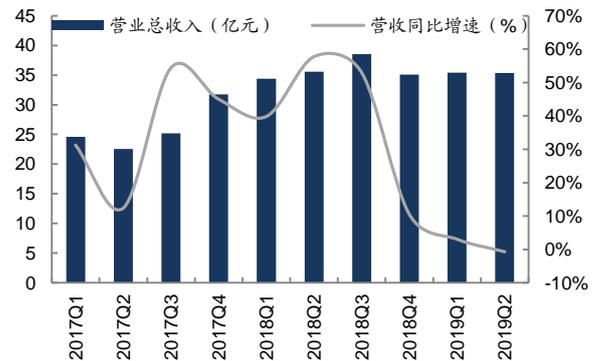
公司上半年营收公司上半年实现营业收入 70.76 亿元（同比+1.12%），归母净利润 13.09 亿元（同比-22.09%），其中 2 季度单季度实现营业收入 35.33 亿元（同比-0.72%，环比-0.27%），归母净利润 6.67 亿元（同比-29.53%，环比+3.79%）。受化工行业整体景气度向下的趋势影响，公司上半年营收放缓增长速度，净利润相比去年景气高点有明显下滑，但是高于去年普遍的市场预期。公司上半年生产经营状况较为平稳，经营数据方面 2019Q2 环比 2019Q1 没有太大的变化。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



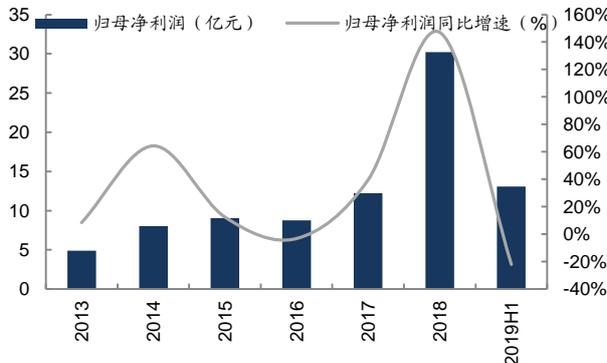
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



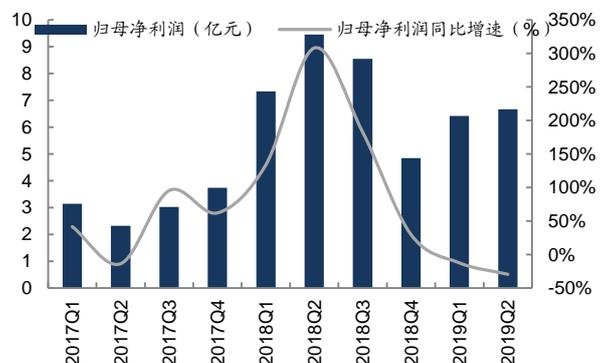
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

肥料板块上半年销量为 122.38 万吨，同比增加 43.61 万吨（同比+55.36%），销售收入为 18.25 亿元，同比增加 6.19 亿元（同比+51.33%），平均价格在 1491 元/吨，比去年同期基本持平。由于公司肥料功能化项目于去年顺利投产，且 10 万吨/年三聚氰胺项目（二期）在 12 月底投产，使得上半年肥料板块的产销量有明显的增长。

多元醇板块上半年销量为 33.05 万吨，比去年同期增加 21.25 万吨（同比+180.08%），销售收入为 15.56 亿元，同比增加 7.48 亿元（同比+92.57%），主要是由于 50 万吨乙二醇产能投产后在今年顺利放量导致。但是受乙二醇价格大幅回调的影响，比去年同期价格下降近 40%，多元醇板块产品均价比去年同期

期下降 2139 元/吨。

有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品等三个板块的经营情况较为稳定，上半年销量分别为 17.43、11.41、30.85 万吨，同比增长 3.87%、9.19%、0.06%；营业收入分别为 8.6、8.4、8.09 亿元，同比增长-15.60%、-16.00%、-36.65%。这三个板块的主要产品的价格相比去年同期都有不同幅度的下滑，导致板块的营收同比也都明显下滑。

**表 1：公司 2019 年上半年各板块的生产和销售情况**

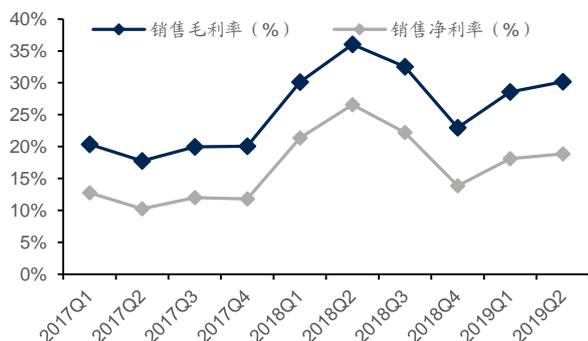
主要产品板块	平均单价	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	收入 (亿元)
肥料	1491	134.66	122.38	18.25
有机胺	4934	16.87	17.43	8.6
己二酸及中间品	7362	16.7	11.41	8.4
醋酸及衍生品	2622	31.78	30.85	8.09
多元醇	4708	31.86	33.05	15.56

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司上半年毛利率和净利率分别为 29.36%和 18.50%，其中 2 季度毛利率和净利率分别为 30.18%和 18.87%，虽然明显低于去年同期，但是环比 1 季度有所提升。在行业景气下行的趋势下，公司盈利能力从 2018Q4 见底之后，开始逐步回升到合理水平，这也体现了公司“一线多头”平台式发展的成本优势。

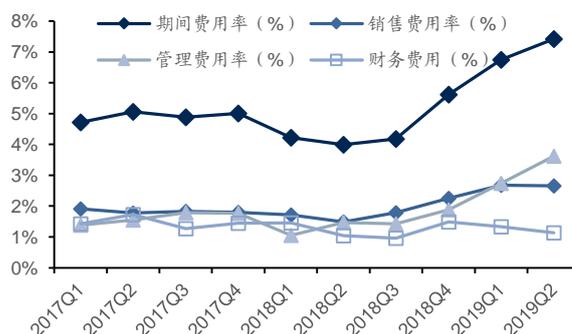
公司另一个核心优势就是行业内优秀的管理成本控制水平，今年上半年由于乙二醇新产能的投放，以及肥料功能化项目的投产，销售费用上半年达到 1.89 亿元，相比去年同期销售费用 1.12 亿元有明显增加。另外公司上半年宣布投资建设酰胺及尼龙新材料项目、精己二酸品质提升项目，相应的研发支出明显增加，上半年共支出 1.61 亿元。公司上半年管理费用达到 2.25 亿元，相比去年同期的 0.88 亿元大幅增加。在管理费用和销售费用增加的情况下，公司总的期间费用率在今年上半年有明显的增加，其中 2 季度期间费用率达到了 7.42%，是过去 2 年多以来的单季度最高值，但仍明显优于化工行业的平均水平。公司目前在管理成本控制方面的优势仍得以保持，使得公司在行业整体低迷的情况下，上半年继续取得了较好的业绩。

**图 5：公司销售毛利率和净利率变化情况 (单位：%)**



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 6：公司期间费用率变化情况 (单位：%)**



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

## 受化工品 PPI 下行趋势影响，Q2 盈利能力基本见底

目前化工行业仍处于主动去库存周期当中，化工品 PPI 面临下行的趋势。根据我们对公司重点产品的价格最新跟踪情况，2 季度除了化肥板块的产品价格与去年同期基本持平、价差甚至有所提升以外，其他主要产品的价格和价差与去年同期相比都有不同幅度的下滑。这也是公司毛利率和净利率比去年同期都有下滑的主要原因。

从 8 月份最新的产品价格来看，仍然是除了肥料板块表现较好外，其他产品的价格价差仍大幅低于去年同期水平，但与 2 季度相比基本持平，波动幅度显著降低，因此我们预计公司盈利能力已经见底，未来会随着行业景气度的恢复而逐渐提升。

表 2: 公司 2 季度各板块主要产品的价格及价差变化情况 (含税, 单位: 元/吨、万吨)

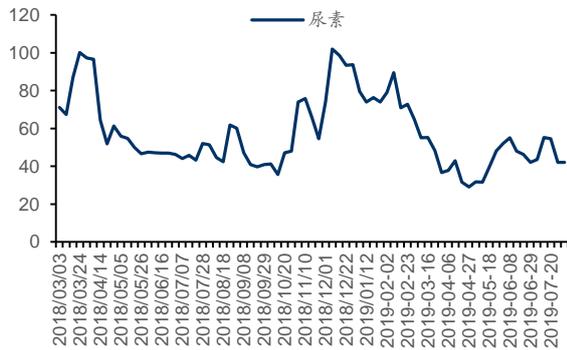
主营产品	最新价格 (2019.8.8)	2019Q2 均价	2018Q2 均价	同比	2018 H1 销 量(万吨)	2019H1 销 量(万吨)
<b>肥料</b>					<b>78.77</b>	<b>122.38</b>
尿素	1,850	2,007	1,996	0.56%		
复合肥	2,000	2,085	2,067	0.90%		
尿素-煤价差	1,040	1,174	1,146	2.50%		
<b>有机胺</b>					<b>16.78</b>	<b>17.43</b>
DMF	5,075	5,076	5,639	-9.98%		
DMF-甲醇价差	2,254	1,857	1,422	30.59%		
<b>己二酸及中间体</b>					<b>10.45</b>	<b>11.41</b>
己二酸	8,450	7,961	9,780	-18.59%		
环己酮	8,700	9,487	12,056	-21.31%		
己二酸-纯苯-硝酸价差	3,156	2,999	3,545	-15.42%		
<b>醋酸及衍生品</b>					<b>30.83</b>	<b>30.85</b>
醋酸	3,000	2,718	4,924	-44.81%		
醋酐	5,450	5,354	8,293	-35.44%		
醋酸-甲醇价差	1,892	1,454	3,268	-55.52%		
<b>多元醇</b>					<b>11.8</b>	<b>33.05</b>
乙二醇	4,325	4,461	7,431	-39.96%		
异辛醇	7,120	7,286	8,401	-13.28%		
乙二醇-煤价差	1,083	1,139	4,043	-71.84%		

资料来源:Wind、百川盈孚、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 乙二醇和尿素支撑今年业绩，新建项目提供成长空间

尿素行业整体库存目前处于低位，价格基本与去年同期持平，价差则略有增长，预计今年公司化肥板块的盈利能力是业绩的重要支撑之一。从几个产品的库存情况来看，尿素、醋酸库存二季度有所下降，而 DMF、乙二醇的库存情况则不容乐观，三季度仍有继续去库存的压力。

图 7: 尿素的工厂库存情况 (单位: 万吨)



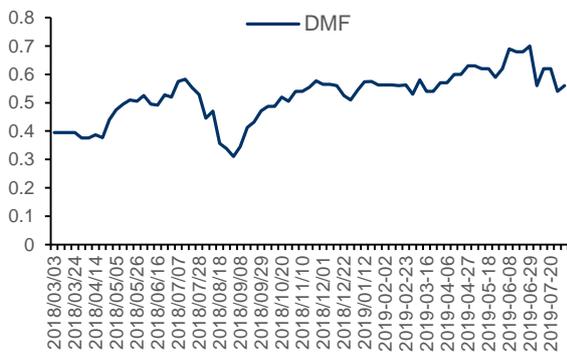
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 8: 醋酸的工厂库存情况 (单位: 万吨)



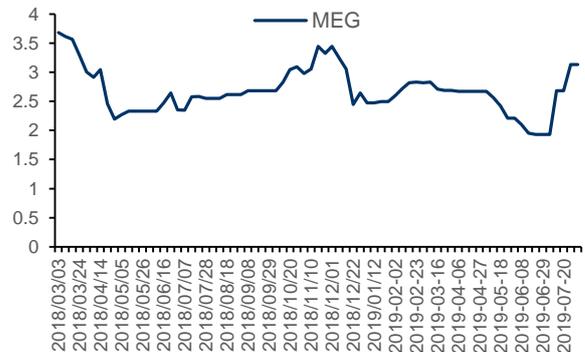
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 9: DMF 的工厂库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

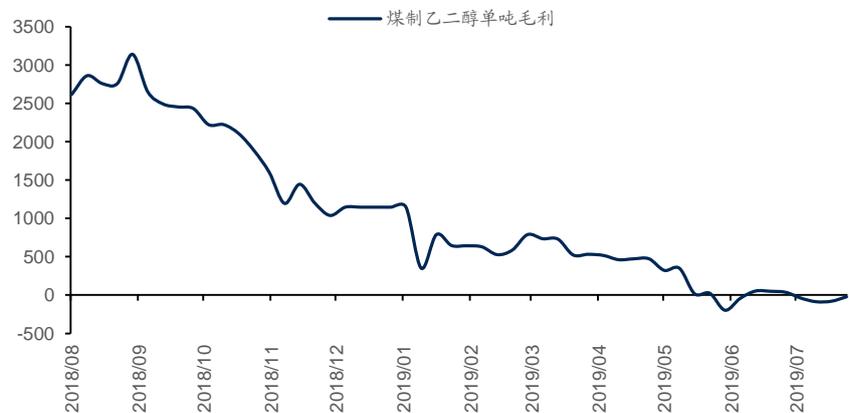
图 10: 乙二醇 (MEG) 的市场库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

另外公司 50 万吨乙二醇项目的投放是今年重要的增长点, 虽然目前乙二醇价格和价差都处于低位, 但下游聚酯行业开工率较好, 预计后期盈利能力将得到修复, 产量的增长和盈利的恢复是公司今年业绩的另一重要支撑。

图 11: 煤制乙二醇单吨毛利变动情况 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

### 园区通过认证，新项目延伸公司成长空间

公司所在园区于 2018 年 9 月通过山东省认证，其年产 150 万吨绿色化工新材料组合项目（包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺基尼龙等）入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目。本次公司公告的精己二酸、酰胺及尼龙新材料项目就是该组合项目中的一部分，计划分别投资 15.72 亿元和 49.8 亿元，建成后预计将分别实现营收 19.86 亿元和 56.13 亿元，净利润 2.96 亿元和 4.46 亿元，将进一步延伸公司未来的成长空间。

己二酸是工业上具有重要意义的二元羧酸，是一种高附加值的精细化工产品。国内己二酸作为聚氨酯原料用量占 70%，其余则作为尼龙 66 和增塑剂等原料。由于下游聚氨酯行业应用领域的扩展，对己二酸的需求日益高端，公司在原有己二酸的工艺上，新建 16.66 万吨新产能，同时进一步提高己二酸的产品质量，满足下游客户的需求。

己内酰胺（CPL）是生产尼龙 6（纤维、膜、工程塑料）的重要单体，具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。国内己内酰胺主要用于尼龙 6 纤维、工程塑料和薄膜、尼龙工业丝，其中民用尼龙 6 纤维约占己内酰胺总消费量的 54% 左右，尼龙工程塑料和薄膜对己内酰胺消费约占 24% 左右。公司利用原有的气化平台，以羰基化路线和变换制氢气为方向，结合公司现有的原料甲醇和氨以及蒸汽、电力等能源优势，将发展环己酮-己内酰胺-尼龙 6（聚酰胺）切片产业链，打造一体化新材料产业基地。项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫酸 48 万吨等。

### 投资建议：公司盈利能力正在逐步修复，看好长期向新材料领域发展

从公司主要产品最新价格以及 2 季度的均价同比来看，虽然受当前行业景气周期的影响，公司 2 季度盈利能力同比有所下滑，但是环比有明显改善。目前传统产品尿素仍保持了较好的景气度，再加上今年乙二醇放量销售顺利，对公司业绩有一定的支撑。我们认为公司作为业内生产和管理成本最低的企业，不惧行业景气暂时下行，长期看好公司向下游新材料领域延伸发展，

我们维持之前的业绩预测情况，预计 2019-2021 年归母净利润 25.6/28.7/30.9 亿元，同比-15.3/12.1/7.8%，摊薄 EPS=1.57/1.76/1.90 元，当前股价对应 PE=10.1/9.0/8.3，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业景气进一步下滑导致公司盈利大幅受损；乙二醇新产能投放消化进度低于预期；新项目投产进度低于预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1283	2689	5947	9825	营业收入	14357	16098	17352	18137
应收款项	1103	1237	1333	1394	营业成本	9980	12424	13322	13830
存货净额	557	702	757	788	营业税金及附加	98	97	121	127
其他流动资产	1373	1539	1659	1734	销售费用	261	290	260	272
<b>流动资产合计</b>	<b>4317</b>	<b>6168</b>	<b>9696</b>	<b>13740</b>	管理费用	141	153	167	173
固定资产	13186	12354	11489	10201	财务费用	177	124	109	100
无形资产及其他	696	668	640	612	投资收益	12	0	0	0
投资性房地产	459	459	459	459	资产减值及公允价值变动	(76)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(66)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18657</b>	<b>19648</b>	<b>22284</b>	<b>25013</b>	营业利润	3569	3010	3373	3635
短期借款及交易性金融负债	1608	0	0	0	营业外净收支	(3)	0	0	0
应付款项	1568	1975	2130	2216	<b>利润总额</b>	<b>3565</b>	<b>3010</b>	<b>3373</b>	<b>3635</b>
其他流动负债	802	1004	1477	1956	所得税费用	546	451	506	545
<b>流动负债合计</b>	<b>3978</b>	<b>2978</b>	<b>3607</b>	<b>4173</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	2594	2794	2794	2794	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3020</b>	<b>2558</b>	<b>2867</b>	<b>3090</b>
其他长期负债	17	17	17	17					
<b>长期负债合计</b>	<b>2612</b>	<b>2812</b>	<b>2812</b>	<b>2812</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>6589</b>	<b>5790</b>	<b>6419</b>	<b>6984</b>	净利润	3020	2558	2867	3090
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	70	(4)	(5)	(7)
股东权益	12068	13859	15865	18029	折旧摊销	1208	1356	1397	1423
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18657</b>	<b>19648</b>	<b>22284</b>	<b>25013</b>	公允价值变动损失	76	0	0	0
					财务费用	177	124	109	100
关键财务与估值指标					营运资本变动	(395)	167	353	392
每股收益	1.86	1.57	1.76	1.90	其它	(70)	4	5	7
每股红利	0.29	0.47	0.53	0.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>3909</b>	<b>4082</b>	<b>4617</b>	<b>4905</b>
每股净资产	7.42	8.52	9.75	11.08	资本开支	(2160)	(500)	(500)	(100)
ROIC	22%	17%	22%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	25%	18%	18%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2160)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(100)</b>
毛利率	30%	23%	23%	24%	权益性融资	55	0	0	0
EBIT Margin	27%	19%	20%	21%	负债净变化	(520)	200	0	0
EBITDA Margin	35%	28%	28%	28%	支付股利、利息	(477)	(767)	(860)	(927)
收入增长	38%	12%	8%	5%	其它融资现金流	721	(1608)	0	0
净利润增长率	147%	-15%	12%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1219)</b>	<b>(2176)</b>	<b>(860)</b>	<b>(927)</b>
资产负债率	35%	29%	29%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>530</b>	<b>1406</b>	<b>3257</b>	<b>3878</b>
息率	1.8%	3.0%	3.3%	3.6%	货币资金的期初余额	754	1283	2689	5947
P/E	8.5	10.1	9.0	8.3	货币资金的期末余额	1283	2689	5947	9825
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	企业自由现金流	1935	3687	4210	4890
EV/EBITDA	6.4	7.0	6.6	6.4	权益自由现金流	2136	2174	4117	4805

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032