

华鲁恒升(600426)

报告日期: 2019年8月7日

点评报告

行业公司研究——化学制品行业

证券研究报告

低成本柔性多联产运营模式的胜利

——华鲁恒升半年报点评报告

✍️ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
☎️ : 021-80106025
✉️ : fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件: 公布半年报, 业绩超预期

公司公布 2019 年上半年业绩, 营业收入 70.75 亿元, 同比微增 1.12%; 扣非净利润 12.9 亿元, 同比下滑 23%;

单季度看, Q2 营业收入 35.33 亿元, 同比和环比均为基本持平; 单季度净利润 6.67 亿元, 同比下跌 29%, 环比上涨 3.89%;

□ 公司精心打造的低成本柔性生产商业模式的胜利

公司的真正超预期的因素在于, 当前低迷的市场行情下, 公司有能够在多种产品间调节, 实现利润最大化。未来除非所有产品, 同时处于最低谷, 否则, 公司未来仍然大概率会实现良好业绩。用公司的语言是: “依托洁净煤气化技术, 提高资源综合利用能力, 打造了“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式”。

□ 量价拆分: 尿素超预期而乙二醇产品价格下跌幅度超预期

尿素的产销量超出市场预期: Q2 尿素业务产量 72 万吨, 同比增加 21 万吨, 收入增加 3.4 亿元, 主要是因为今年尿素盈利情况相对其他业务较好, 公司减少部分其他产品, 增产尿素, 实现业绩最大化, 是公司柔性生产的具体体现。

价格因素来看, 由于上半年国内煤制乙二醇产量同比增长 50% 使得价格下跌超出我们预期, Q2 环比下跌 8%、同比下跌 37%, 但是总体看, 除尿素外, 其余产品处于历史低位, 未来进一步下行的空间小;

□ 风险提示:

安全生产的风险; 原材料价格大幅波动的风险。

□ 盈利预测及估值

公司未来的增长来自于: 1) 当前价格体系总体处于低位, 2) 新项目的启动: 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, 制约未来发展的水、电、汽等公用工程也有了解决方案, 预计新项目将从 2021 年开始贡献业绩; 上调公司盈利预测, 2019-2021 年净利润分别为 28.69、33.01、和 44.05 亿元 (分别上调 18%、22%、51%), 对应的 PE 分别为 9.78、8.50、6.37 倍, 维持公司的买入评级。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	14357	15065	16383	19856
(+/-)	37.94%	4.93%	8.75%	21.20%
净利润	3020	2869	3301	4405
(+/-)	147.10%	-4.98%	15.04%	33.45%
每股收益 (元)	1.65	1.56	1.80	2.40
P/E	9.29	9.78	8.50	6.37

评级

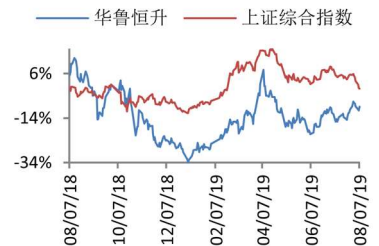
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥15.30

单季度业绩

元/股

1Q/2019	0.39
4Q/2018	0.30
3Q/2018	0.53
2Q/2018	0.58



公司简介

相关报告

- 《核心产品价差量增, 一季度业绩环比大幅增长》2019.04.21
- 《全年业绩大幅增长, 新一轮项目投资启动》2019.03.25
- 《四季度业绩环比下滑, 新项目陆续建成投产》2019.01.15
- 《继续保持高盈利水平, 煤制乙二醇项目投产》2018.10.26
- 《半年度业绩大幅增长, 未来发展空间广阔》2018.08.10

报告撰写人: 范飞

数据支持人: 范飞

1. 事件：公布半年报，业绩超预期

公司公布 2019 年上半年业绩，营业收入 70.75 亿元，同比微增 1.12%；扣非净利润 12.9 亿元，同比下滑 23%；单季度看，Q2 营业收入 35.33 亿元，同比和环比均为基本持平；单季度净利润 6.67 亿元，同比下跌 29%，环比上涨 3.89%；

2. 分业务板块拆分

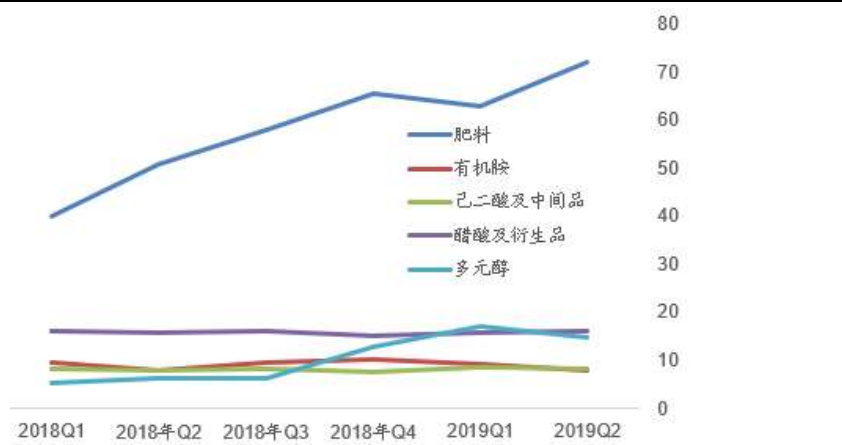
分业务来看：

——公司尿素业务产销量大增，Q2 尿素业务产量 72 万吨，同比增加 21 万吨，收入增加 3.4 亿元，主要是因为今年尿素盈利情况相对其他业务较好，公司减少部分其他产品，增产尿素，实现业绩最大化。

——公司有机胺、己二酸和醋酸业务产量基本与去年持平，但是因为价格下跌，醋酸业务收入下跌 2.8 亿元；

——公司的多元醇业务，产量 14.8 万吨，同比增加 8.4 万吨，是去年底投产的 50 万吨乙二醇贡献的增量；但是要注意到，增量部分没有达到满负荷的情况，比一季度产量要减少 2.2 万吨。因为，乙二醇价格不理想，公司适当的减少了乙二醇的产量，实现了利润的最大化。当然，我们估计当前价格下，公司的乙二醇业务仍然是能实现一定的业绩贡献，并不会亏损。

图 1：各业务产量情况（万吨/季度）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3. 原材料成本

公司的主要原材料煤炭和丙烯价格也同比有所下降，对公司业绩有一定贡献；

但是，成本下降幅度最大的是纯苯，公司的纯苯采购价格明显较低，我们估计是较多的采购了加氢苯的原因，而加氢苯价格低于石油苯，估计单吨成本比去年同期下降 1700 元左右，估计单季度可以节约 5000 万元；

4. 超预期因素

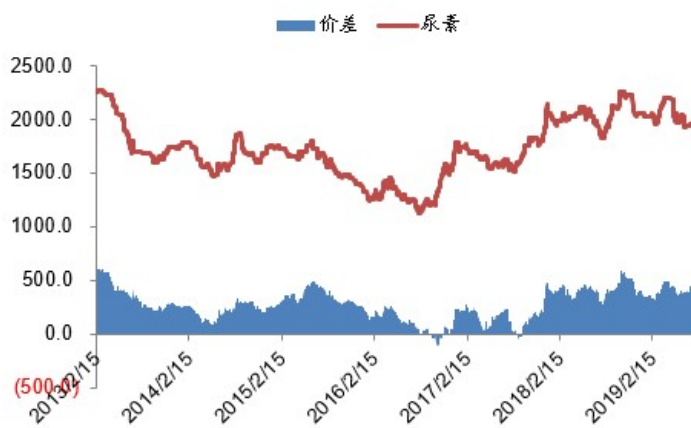
公司的真正超预期的因素在于，当前低迷的市场行情下，公司有能够在多种产品间调节，实现利润最大化。未来除非所有产品，同时处于最低谷，否则，公司未来仍然大概率会实现良好业绩。用公司的语言是：“依托洁净煤气化技术，提高资源综合利用能力，打造了“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式”

我们的估计是，当前的原材料（原油、煤炭）成本体系下，己二酸和乙二醇大概率是已经触底，详见《己二酸/环己酮行业深度报告：技术进步推动供应格局巨变》

5. 公司主要产品价格

尿素价格近期有所下滑：7月均价较2季度下滑50元/吨左右；未来大概率尿素价格围绕动力煤的成本波动；由于尿素过去几年去产能，导致尿素行业盈利相对较好。

图 2：尿素价格：有所下滑



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

乙二醇价格，近期略有下跌，但是基本与二季度持平；当前价格下，大部分路线都处于亏损状态，我们估计乙二醇更进一步下行空间不大。

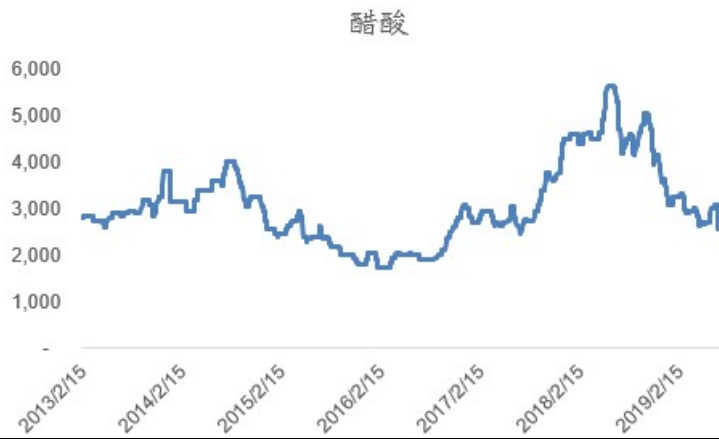
图 3：乙二醇价格趋势



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

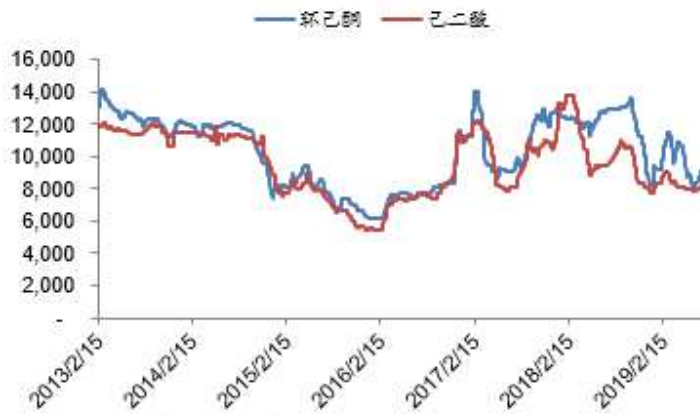
醋酸价格处于低位，近期由于义马醋酸装置发生事故，价格相对于二季度均价略有上行。

图 4：醋酸价格处于低位



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 5：己二酸价格有所回升



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 6：DMF 价格处于低位



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

公司未来的增长来自于：1) 当前价格体系总体处于低位，2) 新项目的启动：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，制约未来发展的水、电、汽等公用工程也有了解决方案，预计新项目将从2021年开始贡献业绩。

上调公司盈利预测，2019-2021年净利润分别为28.69、33.01、和44.05亿元，对应的PE分别为9.78、8.50、6.37倍，维持公司的买入评级。

7. 风险提示：

安全生产的风险；

原材料价格大幅波动的风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4317	6127	8295	12007	营业收入	14357	15065	16383	19856
现金	1283	3647	5694	8846	营业成本	9980	10800	11563	13701
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	98	111	118	142
应收账款	1103	1071	1095	1325	营业费用	261	291	304	371
其它应收款	1	1	1	1	管理费用	141	148	197	210
预付账款	171	198	197	240	研发费用	68	72	78	94
存货	557	678	642	795	财务费用	177	222	197	153
其他	1202	531	665	799	资产减值损失	76	36	56	58
非流动资产	14340	15741	17122	18236	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	12	23	46	93
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	2	1	1	1
固定资产	12976	13634	14837	15787	营业利润	3569	3409	3919	5223
无形资产	696	803	887	1005	营业外收支	(3)	(22)	(22)	(22)
在建工程	172	378	462	530	利润总额	3565	3388	3898	5201
其他	496	926	936	915	所得税	546	519	597	796
资产总计	18657	21868	25417	30243	净利润	3020	2869	3301	4405
流动负债	3978	4029	4279	4699	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	270	557	496	441	归属母公司净利润	3020	2869	3301	4405
应付款项	1568	1563	1776	2080	EBITDA	4936	4493	5086	6473
预收账款	303	415	458	507	EPS (最新摊薄)	1.65	1.56	1.80	2.40
其他	1836	1493	1549	1671	主要财务比率				
非流动负债	2612	2614	2612	2613	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	2594	2594	2594	2594	成长能力				
其他	17	20	18	19	营业收入增长率	37.94%	4.93%	8.75%	21.20%
负债合计	6589	6643	6891	7312	营业利润增长率	146.21%	-4.47%	14.95%	33.27%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	147.10%	-4.98%	15.04%	33.45%
归属母公司股东权益	12068	15225	18526	22931	获利能力				
负债和股东权益	18657	21868	25417	30243	毛利率	30.48%	28.31%	29.42%	31.00%
现金流量表					净利率	21.03%	19.05%	20.15%	22.19%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	28.28%	21.03%	19.56%	21.25%
经营活动现金流	3941	4101	4664	5540	ROIC	19.33%	15.62%	15.18%	16.66%
净利润	3020	2869	3301	4405	偿债能力				
折旧摊销	1221	885	997	1121	资产负债率	35.32%	30.38%	27.11%	24.18%
财务费用	177	222	197	153	净负债比率	63.78%	65.07%	62.10%	58.37%
投资损失	(12)	(23)	(46)	(93)	流动比率	108.53%	152.08%	193.85%	255.51%
营运资金变动	(899)	580	75	(33)	速动比率	94.52%	135.25%	178.84%	238.58%
其它	434	(432)	142	(14)	营运能力				
投资活动现金流	(2356)	(1920)	(2378)	(2224)	总资产周转率	82.80%	74.35%	69.29%	71.35%
资本支出	(981)	(1804)	(2316)	(2171)	应收账款周转率	443.44	479.93	388.76	435.90
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.89	6.90	6.93	7.11
其他	(1375)	(116)	(62)	(53)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(1055)	183	(239)	(164)	每股收益(最新摊薄)	1.65	1.56	1.80	2.40
短期借款	(390)	287	(61)	(55)	每股经营现金流(最	2.15	2.24	2.54	3.02
长期借款	(520)	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.42	8.30	10.10	12.50
其他	(144)	(103)	(178)	(109)	估值比率				
现金净增加额	530	2364	2047	3152	P/E	9.29	9.78	8.50	6.37
					P/B	2.06	1.84	1.51	1.22
					EV/EBITDA	4.55	6.40	5.24	3.63

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号世纪金融广场 1 号楼 29 楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>