

业绩环比小幅下滑，熊市业绩和未来成长表现可观

华鲁恒升 (600426)

事件

公司发布 2019 年三季报：公司 2019 年前三季度实现收入 106.1 亿，同比下降 2.20%；实现归母净利润 19.12 亿，同比下降 24.55%；Q3 季度单季实现归母净利润 6.0 亿，同比下降 29.4%；环比下降 9.5%。

简评

产品价格下跌，业绩同环比下滑

2018 年前三季度化工仍然属于景气高点，导致基数较高，2018 年四季度之后伴随中美贸易战逐步加剧、全球经济需求放缓，供给端的效用边际减弱，整体化工景气指数下降、产品价格下跌，公司业绩同比下滑份属行业使然，从下表可以可能出，2019 年前三季度几乎所有产品均价和价差均下跌。

单季度而言，Q3 季度相比 Q2 季度各个产品大类销量基本变化不大，浮动超过 1 万吨的为有机胺销量增加、醋酸销量减少，但是 Q3 季度环比 Q2 季度虽然乙二醇、醋酸价格环比上涨，但是上涨主要兑现在 9 月份，而无法弥补尿素和甲醇价格环比下跌带来的利润减少，导致公司 Q3 季度单季度毛利率仅有 27.3%，环比下滑 2.9 个百分点，成为业绩下滑的主要原因。

成本为王，熊市稳健

华鲁恒升一直秉承于煤化工成本最低优势企业，而且每年都在技改和柔性联产方面持续投入，随着公司打通三大平台，在降低成本端的基础上，富裕合成气再增加；叠加公司在运输、人员管理等方面的核心优势，毛利率同比行业平均高 10 个百分点以上，因此在化工景气熊市的情况下，业绩仍然维持稳健，随着新增产能的不断储备，未来业绩仍有望维持台阶式爆发增长。

分产品而言：（1）醋酸未来仅有恒力股份 35 万吨（大部分自用）及延长石油 10 万吨的新增产能，而 PTA 未来三年新增产能高达 2000 万吨以上，带来醋酸新增需求 80 万吨。展望未来三年醋酸供需紧平衡，价格中枢有望稳中有升；（2）尿素行业我们预计后续不会回到 15-16 年极端情况，反而价格中枢有望保证，主要是尿素存在近一半固定床工艺尿素，以山东为首的化工大省正在逐步淘汰固定床气化炉，尿素将面临持续性的供给压缩；（3）乙二

维持
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2019 年 12 月 2 日

当前股价：16.92 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
5.88/8.91	-2.65/-2.51	34.39/23.33	
12 月最高/最低价 (元)			19.0/11.12
总股本 (万股)			162,665.98
流通 A 股 (万股)			161,741.69
总市值 (亿元)			275.23
流通市值 (亿元)			273.67
近 3 月日均成交量 (万)			1,135.63
主要股东			
山东华鲁恒升集团有限公司			32.19%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.08 【中信建投化学制品】华鲁恒升 (600426):业绩再超预期,逆势之中彰显竞争优势
- 19.04.23 【中信建投化学制品】华鲁恒升 (600426):2019 一季报点评:业绩超市场预期,新项目再起航

醇根据我们统计，2019 年及此后的新增产能超过 1000 万吨，后续我们认为将成本至上，而这恰恰是华鲁的强处所在，并不需要悲观。(4) 丁辛醇、三聚氰胺等部分产品价格已接近主流企业成本线，后续继续下行空间极为有限。

150 万吨绿色新材料瞄准苯产业链，二期股权激励实施

公司积极响应山东新旧动能转换，十三五发展瞄向 150 万吨绿色化工新材料项目-包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等，将进一步拓宽公司未来成长空间。2019 年 3 月，公司发布公告将投资建设“精己二酸品质提升项目”和“酰胺及尼龙新材料项目”，预计将合计新增己二酸 16.66 万吨、己内酰胺 30 万吨、甲酸 20 万吨、PA6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等，本次进军行业主要是苯产业链，一方面纯苯山东价格基本是全国价格洼地，而且原料市场大而易得；另一方面，公司在羰基合成和苯加氢工艺方面已经极为成熟，继续做大做强顺理成章。项目总投资额度 65.5 亿，预计建设周期 30 个月（己二酸项目为 24 个月），预计合计贡献利润总额 7.42 亿，继续加码未来成长。

2018 年下半年，公司实施二期股票激励计划，有望进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员及其他关键人员的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，共同关注公司的长远发展。

我们预测公司 2019 年、2020 年净利润分别为 25.5、28.2 亿元。对应 PE 为 10.8、9.8X，维持买入评级。

表 1：华鲁恒升产品价格及价差

单位：元/吨

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
甲醇价格	2913	2875	3029	2833	2423	2330	2191
甲醇价差	1561	1639	1730	1484	1060	841	744
乙二醇价格	7692	7431	7543	6328	5092	4462	4601
乙二醇价差	4196	3981	3908	2927	2184	1667	1972
尿素价格	1948	1997	1976	2051	1965	2011	1871
尿素价差	1189	1271	1225	1281	1228	1299	1257
醋酸价格	4534	4913	4385	4364	3139	2709	3068
醋酸价差	2933	3343	2719	2806	1806	1428	1863
DMF 价格	6653	6248	5678	5450	4931	5182	5083
DMF 价差	1737	1359	639	546	623	970	1177
己二酸价格	13124	9726	10145	9027	8434	7962	8318
己二酸价差	6333	3476	3244	3018	3700	3485	2926
正丁醇价格	6961	7883	7858	6926	6808	6416	6419
正丁醇价差	1608	2466	1904	1180	1806	1723	1315
三聚氰胺价格	8308	7840	8283	7884	6340	5929	5750
三聚氰胺价差	4801	4244	4726	4192	2804	2309	2382
辛醇均价	8170	8424	9067	8949	7857	7327	7466
辛醇价差	2158	2341	2381	2495	2243	2056	1734

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

表 2：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	10,408.07	14,356.82	16,702.31	17,623.82	18,283.90
主营收入增长率	35.15%	37.94%	16.34%	5.52%	3.75%
EBITDA（百万元）	2,535.68	4,716.39	4,650.21	4,990.27	5,173.96
EBITDA 增长率	19.59%	86.00%	-1.40%	7.31%	3.68%
净利润（百万元）	1,222.05	3,019.65	2,554.60	2,820.54	2,973.54
净利润增长率	39.58%	147.10%	-15.40%	10.41%	5.42%
ROE	13.16%	25.02%	17.37%	16.10%	14.51%
EPS（元）	0.754	1.864	1.570	1.734	1.828
P/E	22.44	9.08	10.77	9.76	9.26
P/B	2.95	2.28	1.87	1.57	1.34
EV/EBITDA	12.42	6.45	5.73	4.49	3.46

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 邓天泽：人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859