

华鲁恒升(600426)

报告日期: 2020 年 3 月 26 日

年报点评及一季度业绩前瞻: 原油下跌对公司煤头产品有一定挑战——华鲁恒升跟踪报告

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

投资要点

□ 全年业绩符合预期:

公司实现营业收入 141.9 亿元、净利润 24.53 亿元, 同比分别降低 1.16% 和 18.76%; 总体业绩符合预期;

分业务来看: 公司的尿素产量创历史新高; 公司已二酸毛利率下降约 1.5 个百分点, 好于市场价格波动; 从侧面印证公司技术进步明显; 预计 2020 受新增供应影响, 存在短期竞争加剧的可能; 公司在建 16 万吨产能, 预计 2021 年 5 月投产; 醋酸: 满负荷生产, 跟随市场波动, 2020 年, 醋酸预期没有新增产能投产; 有机胺: 实现满负荷生产, 盈利能力保持稳定; 2020 年, 预期市场供应格局将出现一定变化, 预计是公司的增长点之一; DMF 行业产量 72 万吨, 占据 30% 以上市场份额;

□ 一季度业绩前瞻

——公司一季度产品价格同比下滑明显, 平均下滑 22%, 其中尿素下降 16%、己二酸下降 13.6%、醋酸下降 22%、乙二醇下降 25%, 对公司业绩构成一定压力; 价格环比看, 尿素基本持平、乙二醇下滑 25%;

同时考虑到原料、动力煤、纯苯、丙烯等均有一定幅度下跌, 有助于公司保持业绩稳定;

综合看, 我们预估, 公司一季度业绩在 4-5 亿元左右, 下滑幅度在 25% 左右; 考虑到乙二醇目前处于普遍的亏损状态, 或许不可持续。

□ 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

考虑到当前的经济状况, 我们适度下调公司盈利预测, 2020-2022 年净利润分别为 23.7 亿元、31.73 亿元、32.45 亿元; 下调前为 (2020-2021 年 26.49 亿元、33.78 亿元) 分别下调 10%、6.9%), 对应的 PE 分别 10.85、8.1、7.93, 维持公司的买入评级。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	14190	14789	17925	19271
(+/-)	-1.16%	4.22%	21.20%	7.51%
净利润	2462	2370	3173	3245
(+/-)	-18.48%	-3.71%	33.89%	2.26%
每股收益 (元)	1.51	1.46	1.95	1.99
P/E	10.45	10.85	8.10	7.93

评级

上次评级

买入

买入

当前价格

¥ 15.81

单季度业绩

元/股

4Q/2019

0.33

3Q/2019

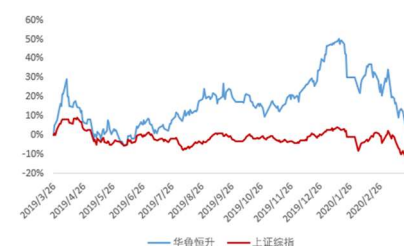
0.37

2Q/2019

0.41

1Q/2019

0.39



公司简介

山东华鲁恒升化工股份有限公司是多业联产的新型煤化工企业, 打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台, 推动传统产能改造升级, 积极发展合成气下游深加工项目。

相关报告

- 1《核心产品价跌量增, 一季度业绩环比大幅增长》2019.04.21
- 2《全年业绩大幅增长, 新一轮项目投资启动》2019.03.25
- 3《四季度业绩环比下滑, 新项目陆续建成投产》2019.01.15
- 4《继续保持高盈利水平, 煤制乙二醇项目投产》2018.10.26

报告撰写人: 范飞

数据支持人: 范飞

1. 全年业绩符合预期

公司实现营业收入 141.9 亿元、净利润 24.53 亿元，同比分别降低 1.16% 和 18.76%；总体业绩符合预期；

具体分业务来看：

——肥料：尿素以及复产硫酸铵创历史记录，销量达 255 万吨，且毛利率维持在较好水平，是公司盈利的主要保障之一；考虑到尿素的去产能进展，总的盈利预计仍较为良好；

——有机胺：DMF、三甲胺等；实现满负荷生产，盈利能力保持稳定；2020 年，预期市场供应格局将出现一定变化，预计是公司的增长点之一；DMF 行业产量 72 万吨，占据 30% 以上市场份额；

——己二酸：公司已二酸毛利率下降约 1.5 个百分点，好于市场价格波动；从侧面印证公司技术进步明显；全国产量 150 万吨，预计 2020 受新增供应影响，存在短期竞争加剧的可能；公司在建 16 万吨产能，预计 2021 年 5 月投产；

——醋酸：满负荷生产，跟随市场波动，2020 年，醋酸预期没有新增产能投产。

——多元醇：乙二醇、正丁醇、异辛醇等；50 万吨乙二醇产量释放，但是尚未体现超额收益，由于产能过剩，价格下行压力极大，预计今年会一定程度拖累公司；另外一方面是因为原油价格下行，油头乙二醇竞争力提升；而煤炭下行幅度较小；

表 1：分部门业务数据

(万吨)	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
主要产品	肥料	肥料	肥料	肥料
生产量	281.16	214.33	164.09	197.6
销售量	254.92	186.72	152.39	185.06
收入 (亿元)	36.72	29.26	19.80	19.61
毛利率%	33.45	28.04	12.94	18.41
	有机胺	有机胺	有机胺	有机胺
生产量	37.95	37.16	34.97	36.82
销售量	39.01	36.94	35.67	36.89
收入 (亿元)	19.24	20.91	19.02	14.45
毛利率%	36.09	38.54	29.62	28.36
	己二酸及中间品	己二酸及中间品	己二酸及中间品	己二酸及中间品
生产量	33.54	31.63	33	31.88
销售量	22.31	19.98	21.42	20.64
收入 (亿元)	16.41	18.32	18.31	12.86
毛利率%	21.88	23.42	17.67	16.92
	醋酸及衍生品	醋酸及衍生品	醋酸及衍生品	醋酸及衍生品
生产量	63.26	63.01	63.6	61.41
销售量	61.91	62.29	63.62	61.41
收入 (亿元)	16.53	24.96	16.75	11.39
毛利率%	39.35	54.51	30.33	25.90
	多元醇	多元醇	多元醇	多元醇
生产量	66.21	30.59	21.98	22.53
销售量	67.67	29.41	21.78	22.54
收入 (亿元)	31.40	19.41	14.07	11.11
毛利率%	14.53	4.92	5.79	5.84

资料来源：Wind、百川资讯、浙商证券研究所

2. 一季度业绩前瞻：业绩压力较大

公司一季度产品价格同比下滑明显，平均下滑 22%，其中尿素下降 16%、己二酸下降 13.6%、醋酸下降 22%、乙二醇下降 25%，对公司业绩构成一定压力；

价格环比看，尿素基本持平、乙二醇下滑 25%；

同时考虑到原料、动力煤、纯苯、丙烯等均有一定幅度下跌，有助于公司保持业绩稳定；

综合看，我们预估，公司一季度业绩在 4-5 亿元左右，下滑幅度在 25%左右；

考虑到乙二醇目前处于普遍的亏损状态，或许不可持续。

表 2：公司主要产品 Q1 价格变化

元/吨	2019 年 Q1	2020 年 3 月 36 日	变化
尿素	2,125.00	1,790.00	-15.8%
DMF 及甲胺	5,000.00	5,050.00	1.0%
三聚氰胺	6,300.00	4,950.00	-21.4%
己二酸	8,450.00	7,300.00	-13.6%
醋酸	2,925.00	2,285.00	-21.9%
醋酐	5,850.00	4,900.00	-16.2%
丁醇	6,900.00	4,425.00	-35.9%
异辛醇	7,825.00	5,675.00	-27.5%
乙二醇	5,200.00	3,900.00	-25.0%
硫酸铵	660.00	570.00	-13.6%
硫磺	1,035.00	455.00	-56.0%

资料来源：Wind、百川资讯、浙商证券研究所

3. 2020 年展望

——行业展望：

从公司的产品来看，开工率普遍较低，其中，供需相对情况较好的是：醋酸开工率整体较高，DMF 存在产能的可能的减少，将会有效提升开工率；

己二酸、乙二醇已经处于相对的价格底部区间，虽然有新增产能投放，但是边际的利润恶化的可能性较小；

尿素从全年看，有可能会出现一定的利润损失可能。

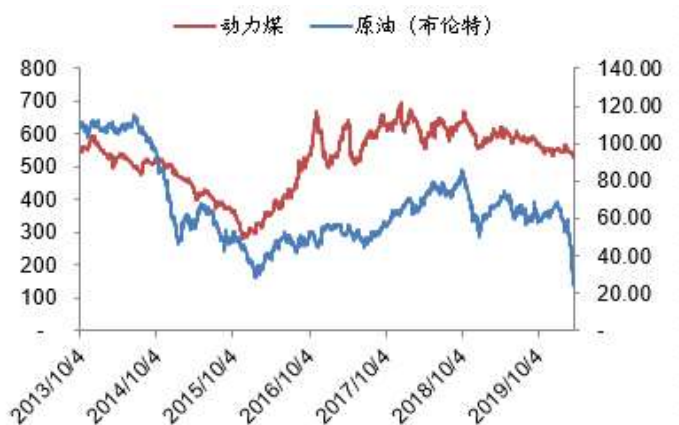
表 3：公司主要产品开工率及 2020 年产能增长

元/吨	2019 年 12 月开工率	2020 年行业产能增速
尿素	61.71%	3.4%
DMF 及甲胺	69.82%	-6.06%
三聚氰胺	60.4%	NA
己二酸	62.95%	15%
醋酸	80%	6.02%
醋酐	NA	NA
丁醇	67.8%	4.4%
异辛醇	73.8%	4.4%
乙二醇	59.71%	48%

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

我们关注原料价格的适度回落的可能。国内的煤炭供应存在一定的释放，公司采购煤炭约 700 万吨左右（动力煤+原料煤），如果煤炭价格出现超预期下行，大概率公司会受益，其他条件不变，煤炭价格下滑 10 元/吨，带来理论上的 7000 万利润贡献。

图 1：动力煤相对于原油可能有一定的回调空间



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

公司新建己二酸、环己酮-己内酰胺项目主要贡献将在 2021 年，其中，

——己二酸项目，建设 16.66 万吨/年己二酸生产装置，并配套环己醇装置以及相应公用工程。预计总投资 15.72 亿元，预计年均实现营业收入 19.86 亿元、利润总额 2.96 亿元；

环己酮-己内酰胺项目建成投产后，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、硫铵 48 万吨等。预计年均实现营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元。

4. 盈利预测与投资建议

考虑到当前的经济状况，我们适度下调公司盈利预测，2020-2022 年净利润分别为 23.7 亿元、31.73 亿元、32.45 亿元；下调前为（2020-2021 年 26.49 亿元、33.78 亿元）分别下调 10%、6.9%，对应的 PE 分别 10.85、8.1、7.93，维持公司的买入评级。

5. 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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3491	5150	4416	7299	营业收入	14190	14789	17925	19271
现金	715	2550	1369	4359	营业成本	10239	10932	13314	14068
交易性金融资产	1293	431	575	767	营业税金及附加	93	102	122	130
应收账款	34	690	677	464	营业费用	372	308	390	442
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	156	163	190	210
预付账款	130	166	200	201	研发费用	332	346	0	450
存货	332	496	593	574	财务费用	154	133	130	114
其他	987	817	1002	935	资产减值损失	(4)	35	61	56
非流动资产	14697	16643	20756	20978	公允价值变动损益	13	4	4	4
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	42	42	42	42
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	2	3	3
固定资产	11932	12794	13845	14190	营业利润	2907	2819	3767	3851
无形资产	1070	1238	1467	1718	营业外收支	(2)	(22)	(22)	(22)
在建工程	532	1706	4564	4052	利润总额	2905	2797	3745	3829
其他	1162	905	880	1018	所得税	443	427	572	585
资产总计	18187	21794	25172	28278	净利润	2462	2370	3173	3245
流动负债	2434	3616	3821	3682	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	310	193	168	归属母公司净利润	2462	2370	3173	3245
应付款项	824	1445	1641	1575	EBITDA	4282	3752	4807	4972
预收账款	357	402	439	494	EPS (最新摊薄)	1.51	1.46	1.95	1.99
其他	1253	1459	1548	1445	主要财务比率				
非流动负债	1522	1522	1522	1522	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	1504	1504	1504	1504	成长能力				
其他	18	18	18	18	营业收入增长率	-1.16%	4.22%	21.20%	7.51%
负债合计	3956	5138	5343	5203	营业利润增长率	-18.53%	-3.04%	33.62%	2.25%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	-18.48%	-3.71%	33.89%	2.26%
归属母公司股东权益	14231	16656	19829	23074	获利能力				
负债和股东权益	18187	21794	25172	28278	毛利率	27.84%	26.08%	25.72%	27.00%
现金流量表					净利率	17.35%	16.03%	17.70%	16.84%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	18.72%	15.35%	17.39%	15.13%
经营活动现金流	3736	3571	4249	4486	ROIC	15.19%	12.66%	14.49%	12.94%
净利润	2462	2370	3173	3245	偿债能力				
折旧摊销	1298	826	934	1031	资产负债率	21.75%	23.57%	21.23%	18.40%
财务费用	154	133	130	114	净负债比率	61.12%	56.80%	52.71%	52.22%
投资损失	(42)	(42)	(42)	(42)	流动比率	143.43%	142.44%	115.56%	198.27%
营运资金变动	479	128	45	187	速动比率	129.80%	128.71%	100.04%	182.69%
其它	(615)	156	8	(49)	营运能力				
投资活动现金流	(2014)	(2163)	(5197)	(1282)	总资产周转率	77.03%	73.98%	76.33%	72.11%
资本支出	722	(2871)	(4838)	(852)	应收账款周转率	490.92	399.60	449.20	440.90
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	8.56	9.64	8.63	8.75
其他	(2736)	708	(360)	(430)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(2291)	426	(232)	(214)	每股收益(最新摊薄)	1.51	1.46	1.95	1.99
短期借款	(270)	310	(117)	(26)	每股经营现金流(最	2.30	2.20	2.61	2.76
长期借款	(1090)	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.75	10.24	12.19	14.19
其他	(930)	116	(116)	(188)	估值比率				
现金净增加额	(568)	1835	(1181)	2990	P/E	10.45	10.85	8.10	7.93
					P/B	1.81	1.54	1.30	1.11
					EV/EBITDA	7.64	6.84	5.53	4.69

资料来源：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“本公司”）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