

利润环比改善，成本优势构筑盈利能力护城河

华鲁恒升(600426)

事件概述

公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 59.9 亿元，同比-15.3%，归母净利润 9.0 亿元，同比-30.9%。其中 Q2 单季度实现营业收入 30.3 亿元，同比增长-14.1%，环比+2.5%，实现归母净利润 4.7 亿元，同比-28.8%，环比+10.2%。

分析判断：

▶ 适时调节产销量，盈利环比提升

2020 年上半年虽然受新冠肺炎影响需求萎缩、贸易保护升级、原油价格大幅波动，主要化工产品价格同比大幅下滑，但公司凭借成本优势及产品产销量的适时调整，2020H1 实现营收 59.9 亿元，归母净利润 9.0 亿元。2020Q2 单季度实现归母净利 4.7 亿元，环比+10.2%。

▶ 需求逐渐修复，产品种类丰富平衡市场风险

根据我们计算的产品价格价差，目前价格分位最高的产品是 DMF (68%)，价差分位最高的产品是尿素 (41%)。从产品库存上看，尿素、DMF、醋酸的库存情况都较低，尤其是尿素的港口库存和企业库存接近历史低位，DMF 的企业库存也处于历史低点，因此尿素和 DMF 产品价格上也有所上扬。随着浙江江山原有 18 万吨/年 DMF 产能关停，国内供应偏紧，预计产品高景气度将持续。

▶ 公司目标明确，新项目建设持续进行

公司现有 3 个在建项目——16.6 万吨/年精己二酸品质提升、30 万吨/年酰胺及尼龙新材料、10 万吨/年 DMF 技术改造项目。10 万吨/年草酸改造项目已于今年 5 月底顺利打通。公司坚持精准投资和精益运营，恒升化工园未来三年预计再投入 100 亿元，使园区总体营收达到 300 亿元、利润 50 亿元。

投资建议

公司为煤化工龙头企业，成本控制优势显著，维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 22.1/30.7/36.3 亿元，同比增速分别为 -10%/39%/18%，EPS 分别为 1.36/1.88/2.23 元，目前股价对应 PE 分别为 19/14/11 倍。维持“买入”评级。

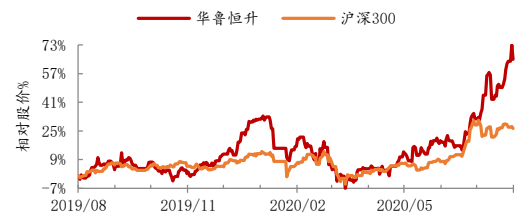
风险提示

新建项目进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	25.57
股票代码：	600426
52 周最高价/最低价：	26.8/14.7
总市值(亿)	415.94
自由流通市值(亿)	414.32
自由流通股数(百万)	1,620.33



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

相关研究

1. 成本控制有助穿越周期底部，年内新建项目有望提振业绩
2020.05.07
2. 业绩符合预期，价跌量涨维持业绩稳定，现金流充裕
2020.03.27
3. 华鲁恒升：价值成长典范，强者恒强
2019.12.18

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,357	14,190	14,112	17,369	19,977
YoY (%)	37.9%	-1.2%	-0.6%	23.1%	15.0%
归母净利润(百万元)	3,020	2,453	2,209	3,066	3,626
YoY (%)	147.1%	-18.8%	-10.0%	38.8%	18.3%
毛利率 (%)	30.5%	27.8%	25.4%	27.9%	28.4%
每股收益 (元)	1.86	1.51	1.36	1.88	2.23
ROE	25.0%	17.2%	13.2%	15.0%	15.5%
市盈率	13.77	16.96	18.83	13.57	11.47

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 适时调节产销量，盈利环比提升	4
2. 需求逐渐修复，产品种类丰富平衡市场风险	4
3. 公司目标明确，新项目建设持续进行	4
4. 投资建议	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1 尿素中国港口库存处于历史低位	6
图 2 尿素中国企业库存处于历史低位	6
图 3 醋酸中国社会库存低位	6
图 4 己二酸企业库存达历史新高	6
图 5 辛醇港口库存较高	6
图 6 乙二醇港口库存高位	6
图 7 DMF 企业库存历史低位	7
图 8 三聚氰胺库存高达 18 万吨	7
图 9 尿素价格价差情况	7
图 10 醋酸价格价差情况	7
图 11 己二酸价格价差情况	7
图 12 辛醇价格价差情况	7
图 13 乙二醇价格价差情况	8
图 14 DMF 价格价差情况	8
图 15 三聚氰胺价格价差情况	8
图 16 草酸价格价差情况	8

1. 适时调节产销量，盈利环比提升

2020 年上半年虽然受新冠肺炎影响需求萎缩、贸易保护升级、原油价格大幅波动，主要化工产品价格同比大幅下滑，但公司凭借成本优势及产品产销量的适时调整，2020H1 实现营收 59.9 亿元，归母净利润 9.0 亿元。2020Q2 单季度实现归母净利 4.7 亿元，环比+10.2%。

2020H1 公司主要产品肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销量分别 132.7 万吨、18.0 万吨、9.9 万吨、30.3 万吨、31.9 万吨，同比+9%、+3%、-13%、-2%、-4%，其中 Q2 单季主要产品销量分别为 63.2 万吨、10.3 万吨、6.1 万吨、15.5 万吨、17.2 万吨，同比-3%、+16%、10%、-1%、10%，环比-9%、+32%、+61%、+5%、+18%。可以看出，除肥料受季节因素影响，销量环比小幅下滑，其余产品销量均环比上升，尤其是有机胺、己二酸及中间品、多元醇销量改善明显。

2. 需求逐渐修复，产品种类丰富平衡市场风险

价格方面，2020H1 除 DMF 产品价格同比基本持平外，其余产品受市场供需等因素影响，产品价格均同比降低。我们根据产品价格价差数据计算得出，目前价格分位最高的产品是 DMF (68%)，其次是尿素 (49%)、辛醇 (41%)、合成氨 (40%)，目前价差分位最高的产品是尿素 (41%)，其次是合成氨 (38%)、辛醇 (37%)、DMF (36%)。从产品库存上看，尿素、DMF、醋酸的库存情况都较低，尤其是尿素的港口库存和企业库存接近历史低位，DMF 的企业库存也处于历史低点，尿素和 DMF 产品价格上也有所上扬。

根据卓创资讯，DMF 2019 年国内产能为 100 万吨/年，产能利用率为 73%。浙江交科发布公告，截至 2020 年 5 月 27 日，江山基地生产装置完成全面永久性停产，浙江江山原有 DMF 产能 18 万吨/年，该产能关停后造成国内供应偏紧，预计在华鲁恒升 10 万吨/年 DMF 项目投产以前，产品高景气度将持续。

3. 公司目标明确，新项目建设持续进行

公司现有 3 个在建项目——16.6 万吨/年精己二酸品质提升、30 万吨/年酰胺及尼龙新材料、10 万吨/年 DMF 技术改造项目正在紧张施工当中，总投资 70 亿元。根据公司 2020 年中报，公司在建工程合计 11.3 亿元。

公司提前布局草酸项目，以草酸二甲酯水解生产草酸，该工艺成熟稳定，平衡了乙二醇项目风险，实现少量投资提升抗风险能力，提高公司的市场竞争力。根据公开报道，华鲁恒升 10 万吨/年草酸改造项目单线流程已于今年 5 月底顺利打通，产品成功下线。

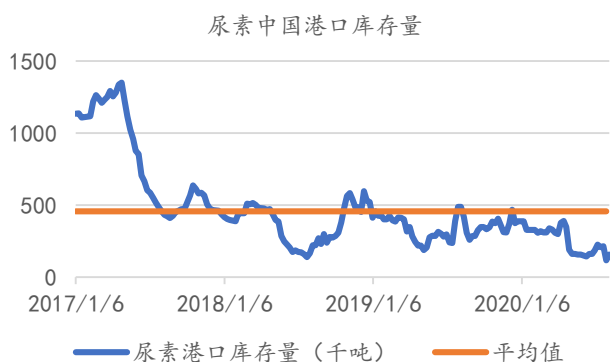
2020 年 6 月，华鲁恒升董事长、总经理常怀春在德州市实施新型工业化强市三年行动计划动员大会暨培训会上发言：“公司坚持精准投资和精益运营，未来三年再投入 100 亿元，使恒升化工园区达到 300 亿元营收、50 亿元利润、25 亿元税金的规模实力，将主业做精做强。”

表 1 华鲁恒升主要产品价格价差分位

产品名称	合成氨	尿素	醋酸	乙二醇	己二酸	DMF	辛醇	三聚氰胺	三甲胺	草酸	平均
统计区间	2015.6 .8- 2020.8 .7	2006.1 .1- 2020.8 .7	2006.1 .1- 2020.8 .7	2006.1 .1- 2020.8 .7	2006.1 .1- 2020.8 .7	2006.1 .1- 2020.8 .7	2013.7 .1- 2020.8 .7	2010.4 .1- 2020.8 .7	2018.9 .30- 2020.8 .7	2016. 8.22- 2020. 8.7	
目前出厂价格	2650	1760	2575	3400	6300	6450	7200	5500	6200	3190	
历史最高价	3680	2420	7550	15325	26000	7800	10650	12500	8800	8000	
历史最低价	1950	1130	1650	2950	5450	3575	4800	4700	5300	3130	
目前价格分位	40%	49%	16%	4%	4%	68%	41%	10%	26%	1%	26%
目前价差	1996	1198	2201	2614	2363	4091	1786	130	1905	1235	
历史最大价差	2996	1859	6493	13538	18554	6352	4719	6590	4789	5970	
历史最小价差	1393	743	1315	995	736	2806	75	-400	1467	1135	
目前价差分位	38%	41%	17%	13%	9%	36%	37%	8%	13%	2%	21%
历史平均价格	2754	1740	3557	7136	12177	5694	7893	7573	6747	4242	
目前价格/历史均价	96%	101%	72%	48%	52%	113%	91%	73%	92%	75%	81%
历史平均价差	2136	1250	2776	4421	4846	4295	2306	1951	3033	2259	
目前价差/历史平均价差	93%	96%	79%	59%	49%	95%	77%	7%	63%	55%	67%

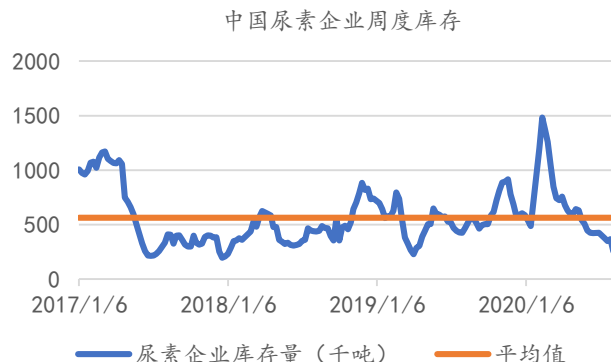
资料来源：Wind，卓创资讯，华西证券研究所

图1 尿素中国港口库存处于历史低位



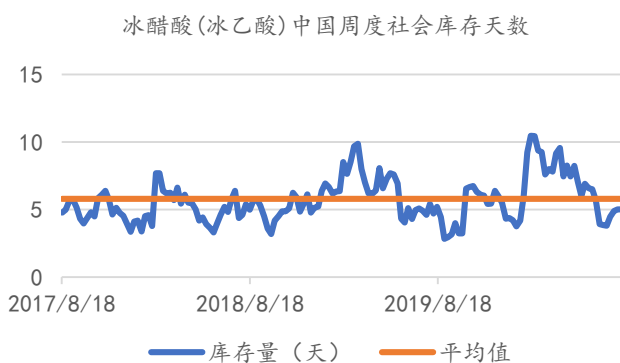
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图2 尿素中国企业库存处于历史低位



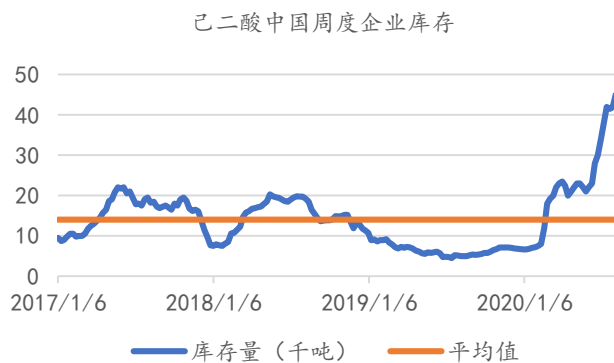
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图3 醋酸中国社会库存低位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图4 己二酸企业库存达历史新高



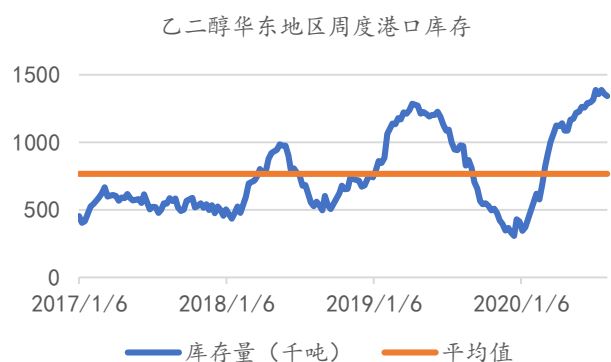
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图5 辛醇港口库存较高



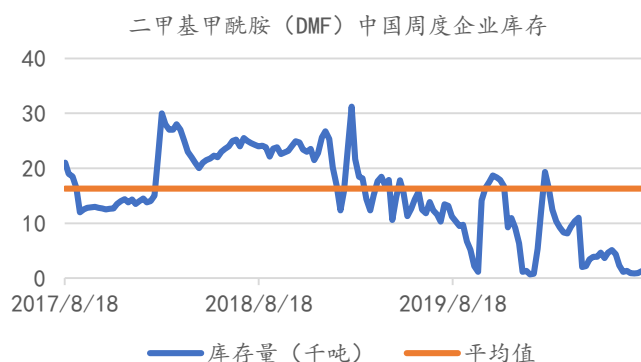
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图6 乙二醇港口库存高位



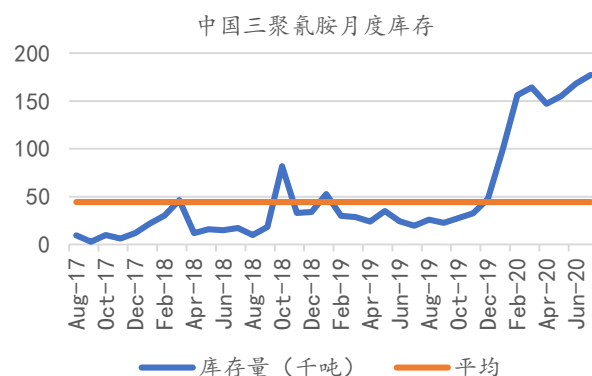
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图7 DMF企业库存历史低位



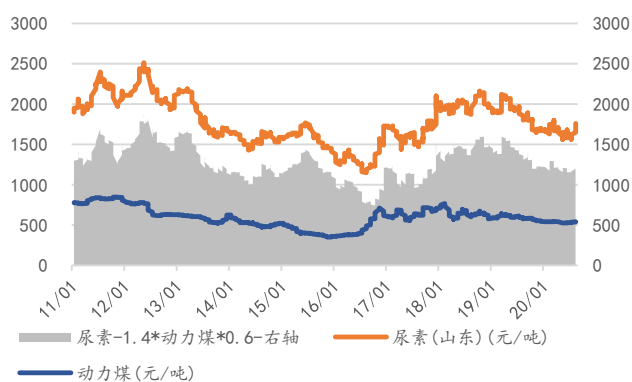
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图8 三聚氰胺库存高达18万吨



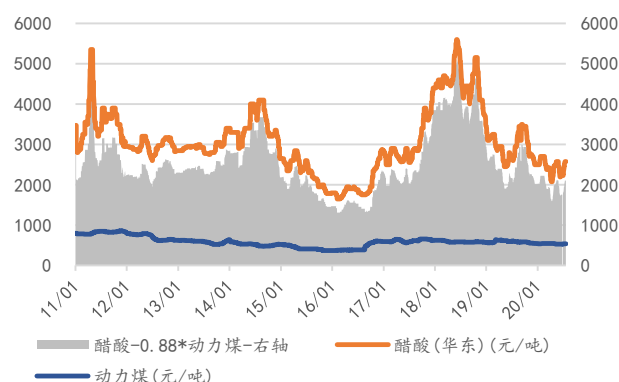
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图9 尿素价格价差情况



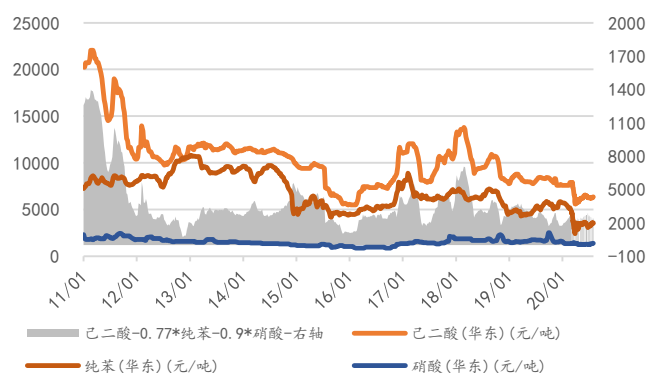
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图10 醋酸价格价差情况



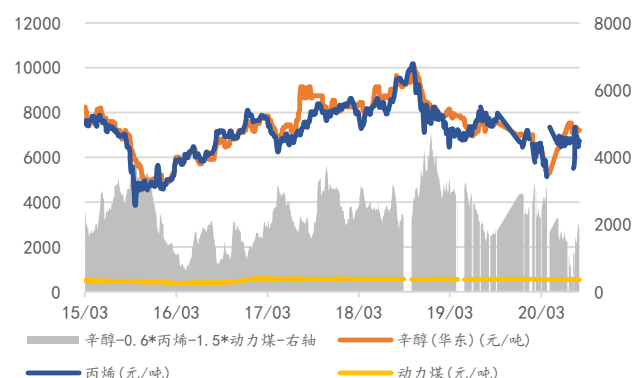
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图11 己二酸价格价差情况



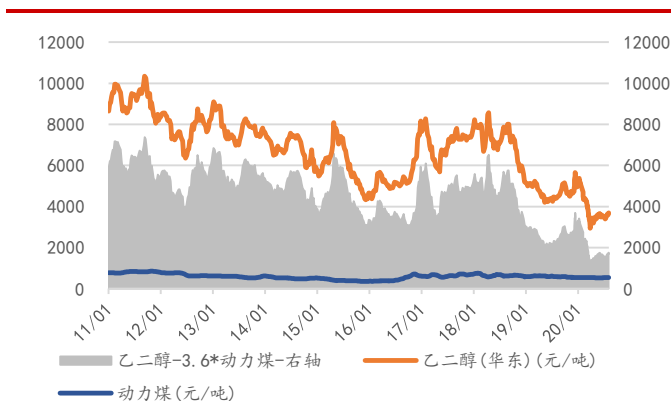
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图12 辛醇价格价差情况



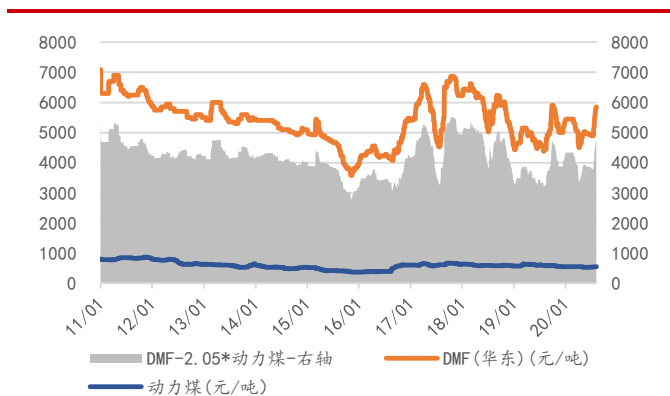
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 13 乙二醇价格价差情况



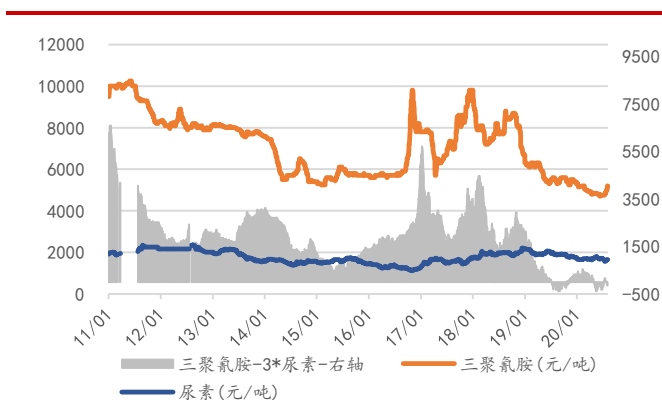
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 14 DMF 价格价差情况



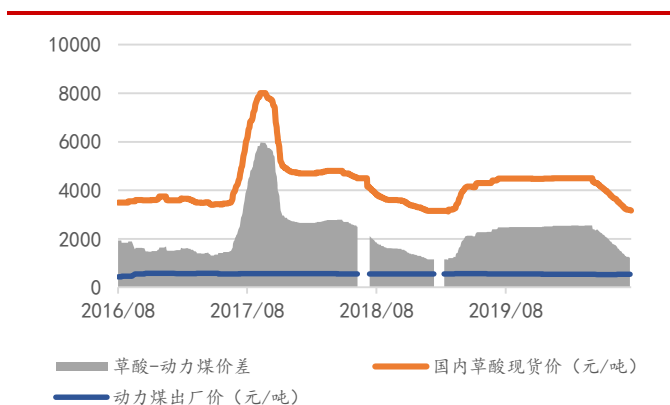
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 15 三聚氰胺价格价差情况



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 16 草酸价格价差情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 投资建议

公司为煤化工龙头企业，成本控制优势显著，维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 22.1/30.7/36.3 亿元，同比增速分别为-10%/39%/18%，EPS 分别为 1.36/1.88/2.23 元，目前股价对应 PE 分别为 19/14/11 倍。维持“买入”评级。

5. 风险提示

新建项目进度不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,190	14,112	17,369	19,977	净利润	2,453	2,209	3,066	3,626
YoY (%)	-1.2%	-0.6%	23.1%	15.0%	折旧和摊销	1,298	1,293	1,686	1,806
营业成本	10,239	10,531	12,517	14,303	营运资金变动	-142	-312	131	245
营业税金及附加	93	98	118	135	经营活动现金流	3,736	3,265	4,999	5,793
销售费用	372	332	424	482	资本开支	-1,856	-1,575	-7,352	-100
管理费用	156	151	183	215	投资	-200	0	0	0
财务费用	154	63	102	94	投资活动现金流	-2,014	-1,650	-7,372	-230
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	42	0	0	0	债务募资	0	0	2,314	-2,314
营业利润	2,899	2,608	3,620	4,282	筹资活动现金流	-2,291	-555	1,598	-3,230
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-569	1,060	-775	2,334
利润总额	2,896	2,608	3,620	4,282	主要财务指标				
所得税	443	399	554	656	成长能力 (%)				
净利润	2,453	2,209	3,066	3,626	营业收入增长率	-1.2%	-0.6%	23.1%	15.0%
归属于母公司净利润	2,453	2,209	3,066	3,626	净利润增长率	-18.8%	-10.0%	38.8%	18.3%
YoY (%)	-18.8%	-10.0%	38.8%	18.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.51	1.36	1.88	2.23	毛利率	27.8%	25.4%	27.9%	28.4%
资产负债表 (百万元)					净利率	17.3%	15.7%	17.7%	18.2%
货币资金	715	1,775	1,000	3,334	总资产收益率 ROA	13.5%	10.5%	11.3%	12.8%
预付款项	130	149	171	198	净资产收益率 ROE	17.2%	13.2%	15.0%	15.5%
存货	332	451	519	578	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,315	2,816	2,847	2,867	流动比率	1.43	1.88	0.85	2.07
流动资产合计	3,491	5,191	4,537	6,977	速动比率	1.24	1.66	0.72	1.84
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.29	0.64	0.19	0.99
固定资产	11,932	11,978	18,048	18,497	资产负债率	21.8%	20.4%	25.1%	17.2%
无形资产	1,070	1,053	1,036	1,019	经营效率 (%)				
非流动资产合计	14,697	15,840	22,713	21,374	总资产周转率	0.78	0.67	0.64	0.70
资产合计	18,187	21,032	27,251	28,351	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	2,314	0	每股收益	1.51	1.36	1.88	2.23
应付账款及票据	824	1,116	1,220	1,435	每股净资产	8.75	10.30	12.54	14.43
其他流动负债	1,610	1,646	1,794	1,929	每股经营现金流	2.30	2.01	3.07	3.56
流动负债合计	2,434	2,762	5,328	3,364	每股股利	0.35	0.30	0.37	0.49
长期借款	1,504	1,504	1,504	1,504	估值分析				
其他长期负债	18	18	18	18	PE	16.96	18.83	13.57	11.47
非流动负债合计	1,522	1,522	1,522	1,522	PB	2.27	2.48	2.04	1.77
负债合计	3,956	4,284	6,850	4,887					
股本	1,627	1,627	1,627	1,627					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	14,231	16,747	20,401	23,465					
负债和股东权益合计	18,187	21,032	27,251	28,351					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。