

投资评级：买入(维持)

华鲁恒升(600426)

业绩韧性凸显，新项目打开发展空间

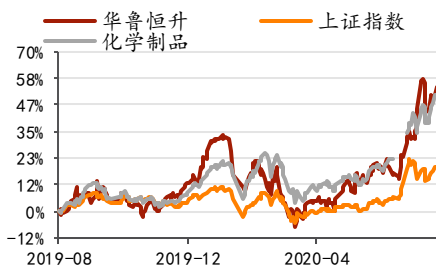
市场数据 2020-08-12

收盘价(元)	25.68
一年内最低/最高(元)	14.50/26.98
市盈率	20.4
市净率	2.9

基础数据

净资产收益率(%)	18.65
资产负债率(%)	21.8
总股本(亿股)	16.27

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
路辛之	联系人
luxz@ctsec.com	

相关报告

- 1 《华鲁恒升(600426):Q1量价齐跌,低成本保证盈利韧性》 2020-05-18
- 2 《华鲁恒升(600426):降本增效成果显著,业绩符合预期》 2020-03-31
- 3 《华鲁恒升(600426):低成本优势继续彰显,业绩符合预期》 2019-10-29

- 公司公布2020年半年报。2020H1公司实现营业收入59.93亿元(-15%)，归母净利润9.04亿元(-31%)，扣非归母净利润8.78亿元(-32%)。其中Q2单季实现扣非归母净利润4.56亿元(同比-31%，环比+8%)，凸显业绩韧性。
- 上半年主要产品价格下跌，Q2以量补价。受国内外疫情及上半年原油价格走弱影响，公司主要产品价格有所下跌，尿素、DMF、己二酸、醋酸、乙二醇2020H1市场均价分别为1716、5264、6907、2439、3962元/吨，同比-13.1%、+6.4%、-15.5%、-17.4%、-17.2%。除DMF外，产品价格下滑明显，导致公司营收和利润下滑。Q2公司以量补价，肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销量相比Q1环比增长-9%、32%、61%、5%、18%。随着国内疫情好转、下游需求复苏及油价上涨，公司主要产品价格和需求有望持续回升。
- 极端环境下成本优势保证盈利韧性。一方面，公司保持费用管控强度，20H1销售、管理、财务费用率合计4.5%，相比19H1下降2.58pct(部分因根据新收入准则将“销售费用”中的运费、装卸费及出口港杂费等转入“合同履行成本”，考虑这一因素后基本与去年相同)。另一方面，公司发挥柔性联产优势，主动调整价格较弱产品的生产。
- 己二酸己内酰胺项目有序推进，新一轮成长拉开帷幕。截至2020H1，公司已二酸项目工程进度65%，预计2021年中投产，预计年均利润总额2.96亿元；己内酰胺项目工程进度35%，预计2022年投产，预计年均利润总额4.46亿元。两个项目将充分利用公司氨醇成本优势，发掘合成气高附加值。
- 投资建议：我们预测公司20/21/22年归母净利润21.56/27.87/32.37亿元，EPS 1.33/1.71/1.99元，对应现价PE 19.4/15.0/12.9倍。

风险提示：若产品价格下跌，新项目进展不及预期缺少风险提示，则无法提交。(请在该控件中填写)

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	14,357	14,190	12,771	14,773	15,600
增长率	37.9%	-1.2%	-10.0%	15.7%	5.6%
归属母公司股东净利润(百万)	3,020	2,453	2,156	2,787	3,237
增长率	147.1%	-18.8%	-12.1%	29.3%	16.1%
每股收益(元)	1.86	1.51	1.33	1.71	1.99
市盈率(倍)	13.8	17.0	19.4	15.0	12.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表						财务指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						成长性					
营业收入	14,357	14,190	12,771	14,773	15,600	营业收入增长率	37.9%	-1.2%	-10.0%	15.7%	5.6%
减:营业成本	9,980	10,239	9,579	10,784	11,087	营业利润增长率	146.2%	-18.8%	-12.6%	29.3%	16.1%
营业税费	98	93	102	118	125	净利润增长率	147.1%	-18.8%	-12.1%	29.3%	16.1%
销售费用	261	372	45	52	55	EBITDA 增长率	95.2%	-6.9%	-11.9%	20.8%	12.6%
管理费用	141	156	383	443	468	EBIT 增长率	138.2%	-11.1%	-22.0%	26.9%	14.5%
财务费用	177	154	107	76	34	NOPLAT 增长率	133.2%	-18.5%	-13.2%	26.9%	14.5%
资产减值损失	76	-4	21	22	26	投资资本增长率	17.9%	-7.2%	28.9%	-9.0%	9.4%
加:公允价值变动收益	-	13	-	-	-	净资产增长率	29.9%	17.9%	12.5%	13.9%	14.2%
投资和汇兑收益	12	42	-	-	-	利润率					
营业利润	3,569	2,899	2,535	3,277	3,806	毛利率	30.5%	27.8%	25.0%	27.0%	28.9%
加:营业外净收支	-3	-2	2	2	2	营业利润率	24.9%	20.4%	19.8%	22.2%	24.4%
利润总额	3,565	2,896	2,537	3,279	3,808	净利润率	21.0%	17.3%	16.9%	18.9%	20.7%
减:所得税	546	443	381	492	571	EBITDA/营业收入	35.0%	32.9%	32.2%	33.7%	35.9%
净利润	3,020	2,453	2,156	2,787	3,237	EBIT/营业收入	26.5%	23.9%	20.7%	22.7%	24.6%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	1,283	715	1,022	2,911	3,890	固定资产周转天数	297	316	333	283	260
交易性金融资产	-	1,293	-	-	-	流动营业资本周转天数	3	8	28	29	29
应收账款	23	34	44	47	49	流动资产周转天数	82	99	120	123	153
应收票据	1,079	-	2,129	334	2,266	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
预付账款	171	130	296	153	370	存货周转天数	12	11	15	17	15
存货	557	332	733	645	648	总资产周转天数	435	467	549	513	523
其他流动资产	1,202	987	817	1,002	935	投资资本周转天数	337	355	435	404	382
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	25.0%	17.2%	13.5%	15.3%	15.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	16.2%	13.5%	10.4%	13.1%	13.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	25.7%	17.8%	16.7%	16.4%	20.6%
固定资产	12,983	11,932	11,721	11,498	11,078	费用率					
在建工程	203	535	2,475	2,782	2,648	销售费用率	1.8%	2.6%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	696	1,070	1,197	1,320	1,440	管理费用率	1.0%	1.1%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	459	1,159	343	633	691	财务费用率	1.2%	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%
资产总额	18,657	18,187	20,775	21,325	24,016	三费/营业收入	4.0%	4.8%	4.2%	3.9%	3.6%
短期债务	270	-	293	-	-	偿债能力					
应付账款	1,568	893	1,342	1,174	1,290	资产负债率	35.3%	21.8%	22.9%	14.5%	13.3%
应付票据	-	-	106	13	110	负债权益比	54.6%	27.8%	29.8%	16.9%	15.3%
其他流动负债	2,140	1,541	1,615	1,812	1,684	流动比率	1.09	1.43	1.50	1.70	2.65
长期借款	2,594	1,504	1,328	-	-	速动比率	0.95	1.30	1.28	1.48	2.44
其他非流动负债	17	18	78	85	102	利息保障倍数	21.59	21.94	24.77	44.15	112.51
负债总额	6,589	3,956	4,763	3,085	3,186	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.20	0.35	0.27	0.34	0.40
股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627	分红比率	10.8%	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	10,521	12,659	14,384	16,614	19,204	股息收益率	0.8%	1.4%	1.0%	1.3%	1.5%
股东权益	12,068	14,231	16,011	18,241	20,830	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	1.86	1.51	1.33	1.71	1.99
净利润	3,020	2,453	2,156	2,787	3,237	BVPS(元)	7.42	8.75	9.84	11.21	12.81
加:折旧和摊销	1,221	1,298	1,474	1,619	1,758	PE(X)	13.8	17.0	19.4	15.0	12.9
资产减值准备	76	5	21	22	26	PB(X)	3.5	2.9	2.6	2.3	2.0
公允价值变动损失	-	-13	-	-	-	P/FCF	234.2	24.4	-29.3	15.3	24.8
财务费用	188	172	107	76	34	P/S	2.9	2.9	3.3	2.8	2.7
投资收益	-	-42	-	-	-	EV/EBITDA	8.8	8.8	10.5	7.9	6.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-2.6%	9.7%	20.8%	-2.6%	9.7%
营运资金的变动	-571	-865	-1,219	1,475	-1,971	PEG	-5.3	1.8	0.9	-5.7	1.3
经营活动产生现金流量	3,941	3,736	2,540	5,980	3,084	ROIC/WACC	2.5	1.7	1.6	1.6	2.0
投资活动产生现金流量	-2,356	-2,014	-2,057	-1,850	-1,350	REP	1.2	1.8	1.5	1.6	1.1
融资活动产生现金流量	-1,055	-2,291	-176	-2,240	-755						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。