



华鲁恒升(600426.SH)

【联讯化工】华鲁恒升(600426) 季报点评：整体盈利能力仍然强劲，油价走强公司煤化工成本优势有望凸显

2018年10月26日

事项：

买入(维持)

当前价： 15.09 元

公司公告三季报，前三季度实现营业收入 108.49 亿，同比+50.00%；实现归母净利润 25.35 亿，同比+198.95%，扣非净利 25.36 亿，同比+199.47%。

评论：

分析师：于庭泽

执业编号：S0300518070002

电话：010-66235689

邮箱：yutingze@lxsec.com

◇ 三季度整理盈利能力仍然强劲

报告期公司完成销售收入 38.52 亿元，同比+52.97%，环比+8.23%，归母净利润 8.55 亿元，同比+182.66%，环比-9.62%。报告期销售毛利率 32.53%，环比-3.49pct，同比+12.58pct；销售净利率 22.19%，环比-4.39pct，同比+10.19pct。毛利率、净利率环比下降原因主要为报告期内公司部分产品如醋酸、DMF 等价格小幅下滑，价差小幅收窄，然而放眼历史，公司报告期内利润率是仅次于二季度的历史新高，公司整体盈利能力仍然十分强劲，三季度业绩仍然超预期。

相关研究

《【联讯化工】华鲁恒升(600426)：二季度业绩亮眼创历史新高，全球重返高油价公司有望长周期受益》
2018-08-13

公司期间费用率持续下降。公司 2018 第三季度销售费用率 1.79%(去年同期 1.83%)、管理费用率 0.96%(去年同期 1.79%)、财务费用率 0.96%(去年同期 1.27%)，得益于公司持续的管理优势，三项费用率均呈现同比下降。

◇ 公司充分发挥多元联产优势，各主要产品销量持续稳定增长

肥料方面，三季度公司销售 55.7 万吨，环比+32.37%，同比+47.28%，均价 1533 元/吨，环比-2.54%，同比+21.82%。今年 5 月肥料功能化项目部分装置顺利投产，公司尿素是以烟煤为原料，通过水煤浆气化，在工艺、技术、管理等方面具有优势，产品成本处于行业领先水平。

有机胺方面，三季度公司销售 10.41 万吨，环比+25.27%，同比+4.31%，均价 5264 元/吨，环比-10.36%，同比-1.43%，三季度华东 DMF 产品平均价格 5815 元/吨，DMF-甲醇价差 1355 元/吨，公司通过成本领先战略和品牌优势，产品国内市场占有率达到 30% 以上，具有较强的竞争实力。

醋酸及衍生品方面，三季度公司销售 16.87 万吨，环比+7.04%，同比+2.80%，均价 3865 元/吨，环比-8.82%，同比+58.95%，三季度华东地区醋酸平均价格 4465 元/吨，醋酸-甲醇价差 2673 元/吨，随着全球重回高油价周期叠加冬季取暖季到来，天然气价格有望大幅上行，公司煤头醋酸价差将迎来持续扩大。

此外公司已二酸及多元醇业务量价整体维持稳定。

◇ 50 万吨煤制乙二醇项目如期投产，盈利能力有望超预期

公司 50 万吨煤制乙二醇生产装置已于近日打通全部流程，并达到 70% 负荷稳定运行，生产出优等品。2017 年我国乙二醇表观消费量达 1444.5 万吨，国内产能远不能满足下游聚酯产业需求，2017 年国内总产能 832 万吨，产量 571.4 万吨，进口量 875 万吨，进口依赖度达到 60.45%。随着全球重回高油价周期，乙二醇价格水涨船高，公司煤



制乙二醇价差有望持续扩大，盈利能力有望超预期。

◇ 油价走强公司煤化工成本优势有望凸显，维持买入评级

全球重回高油价以及人民币汇率持续贬值背景下，公司煤化工成本优势凸显，未来多产品有望充分受益价差扩大。我们看好公司深耕煤化工领域形成的强大成本优势护城河，同时公司所在园区入选山东第二批拟认定化工园区名单，150万吨新材料项目已经入选新旧动能转换项目。上调今明两年盈利预测至 34.5/38 亿元，对应当前 PE7.1/6.4 倍，维持买入评级。

◇ 风险提示：原油价格波动、需求不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2247.1	3175.6	6478.2	9185.7	经营活动现金流	1711.5	4681.2	5254.9	5305.3
现金	753.6	1223.8	4222.0	6680.6	净利润	1221.9	3451.1	3823.9	3838.7
应收账款	697.5	964.6	1109.3	1220.2	折旧摊销	986.7	1141.1	1175.4	1206.6
其它应收款	0.6	0.8	0.9	1.0	财务费用	154.5	251.6	222.1	200.3
预付账款	130.4	153.0	178.9	202.6	投资损失	0.0	-0.8	-0.8	-0.8
存货	401.6	462.0	540.0	611.5	营运资金变动	-656.1	-162.7	29.2	57.1
其他	263.4	371.4	427.1	469.8	其它	4.4	0.9	5.0	3.4
非流动资产	13774.6	14132.9	14456.9	14250.5	投资活动现金流	-2150.0	-1499.2	-1499.2	-999.2
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-2160.8	-1500.0	-1500.0	-1000.0
固定资产	12131.8	12557.4	12940.5	12786.1	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	596.0	528.6	469.5	417.6	其他	10.8	0.8	0.8	0.8
其他	1046.8	1046.8	1046.8	1046.8	筹资活动现金流	574.2	-2711.8	-757.4	-1847.5
资产总计	16021.8	17308.5	20935.1	23436.2	短期借款	550.0	-460.0	0.0	0.0
流动负债	3600.5	2376.3	3714.3	4024.0	长期借款	4174.8	-560.0	500.0	-500.0
短期借款	660.0	200.0	200.0	200.0	其他	-4150.6	-1691.8	-1257.4	-1347.5
应付账款	1330.3	1561.0	1824.7	2066.2	现金净增加额	135.7	470.2	2998.2	2458.6
其他	1610.3	615.3	1689.7	1757.8					
非流动负债	3132.0	3632.0	3132.0	2632.0	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	3114.8	3614.8	3114.8	2614.8	成长能力				
其他	17.2	17.2	17.2	17.2	营业收入	15.6%	41.0%	15.0%	10.0%
负债合计	6732.5	6008.3	6846.3	6656.0	营业利润	394.5%	180.9%	12.1%	2.8%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	444.3%	182.4%	10.8%	0.4%
归属母公司股东权益	9289.3	11300.2	14088.8	16780.3	获利能力				
负债和股东权益	16021.8	17308.5	20935.1	23436.2	毛利率	19.6%	33.1%	32.0%	30.0%
					净利率	11.7%	23.5%	22.7%	20.7%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.2%	30.5%	27.1%	22.9%
营业收入	10408.1	14675.4	16876.7	18564.4	ROIC	9.6%	24.3%	21.8%	19.5%
营业成本	8366.6	9817.8	11476.1	12995.0	偿债能力				
营业税金及附加	76.1	95.4	109.7	120.7	资产负债率	42.0%	34.7%	32.7%	28.4%
营业费用	188.9	234.8	270.0	297.0	净负债比率	30.2%	22.0%	20.6%	16.3%
管理费用	170.4	205.5	236.3	259.9	流动比率	0.62	1.34	1.74	2.28
财务费用	151.7	251.6	222.1	200.3	速动比率	0.51	1.14	1.60	2.13
资产减值损失	5.8	0.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.65	0.85	0.81	0.79
投资净收益	0.8	0.8	0.8	0.8	应收账款周转率	7.57	363.35	398.41	390.16
营业利润	1449.4	4071.1	4563.2	4692.2	应付账款周转率	5.39	6.79	6.78	6.68
营业外收入	1.5	1.5	1.5	1.5	每股指标(元)				
营业外支出	12.6	12.6	12.6	12.6	每股收益	0.75	2.13	2.36	2.37
利润总额	1438.3	4060.0	4552.1	4681.1	每股经营现金	1.06	2.89	3.24	3.27
所得税	216.4	608.9	728.2	842.5	每股净资产	5.73	6.97	8.69	10.36
净利润	1221.9	3451.1	3823.9	3838.7	估值比率				
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	20.01	7.09	6.39	6.37
归属母公司净利润	1221.9	3451.1	3823.9	3838.7	P/B	2.63	2.16	1.74	1.46
EBITDA	2559.6	5463.8	5960.7	6099.1	EV/EBITDA	16.41	7.69	7.04	6.89
EPS（元）	0.75	2.13	2.36	2.37					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com