

公司业绩符合预期，新项目加码未来可期

——华鲁恒升（600426）点评报告

买入（维持）

日期：2019年03月20日

事件：2019年3月19日，公司发布2018年年度快报，华鲁恒升2018年实现营业收入143.57亿元，同比增长37.94%；实现归母净利润30.20亿元，同比增长147.10%；基本每股收益为1.86元，同比增长147.21%。其中，2018Q4季度实现归母净利润4.85亿元，同比增长29.70%，环比下滑43.27%。

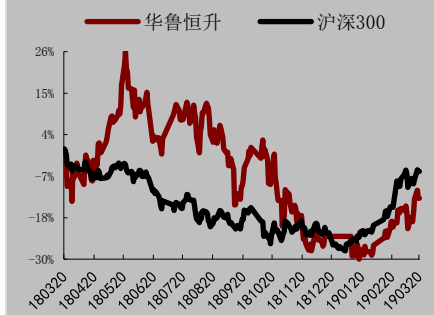
投资要点：

- **主营产品全年量价齐升，公司业绩符合预期：**从全年来看，公司主营产品醋酸、尿素、DMF、乙二醇价格分别为4450、1996、5730、7200元/吨，同比上涨分别为50%、19%、3%、3%，主营产品全年量价齐升，此外，受益于肥料功能化项目和50万吨乙二醇项目的部分投产，公司肥料和多元醇的销量有较大的增长，分别为187万吨和29万吨，同比增加23%和35%，公司全年净利率为21%，同比去年提高了9%；毛利率为28%，同比提升15%，整体来看，2018年公司业绩符合预期。
- **50万吨煤制乙二醇项目逐步投产，为公司业绩保驾护航：**公司年产50万吨乙二醇项目于18年10月正式投产，加上公司原有的5万吨/年合成尾气制乙二醇，累计达到产量55万吨/年。公司煤制乙二醇具备较高的成本优势（<5000元/吨），目前产品已经达到下游客户供货标准，未来我们认为聚酯行业短期内需求仍较为刚性，这部分煤制乙二醇会很快被下游客户消化，为公司业绩提供稳定支撑。
- **公司拟投资65.52亿元建设精己二酸和酰胺及尼龙新材料项目，未来发展可期：**公司于3月19日发布公告，拟在投资65.52亿建设精己二酸和酰胺及尼龙新材料项目：精己二酸项目拟投资15.72亿元，建设16.66万吨/年装置及配套设，项目建设期为24个月；酰胺及尼龙新材料项目拟投资49.8亿元，建设30万吨/年己内酰胺、20万吨/年甲酸、20万吨尼龙6切片产能，项目建设期为30个月，我们认为，公司布局酰胺、尼龙产业，一方面可以用到公司煤气化平台带来的原料端优势，另一方面又可以进一步拓展完善公司一体化产业链，形成高度完善的一体化产业基地，公司竞争优势明显。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到2018Q4季度主营产品价格存在大幅下滑，调整盈利预期，预计19-20年公司净利分别为34.73亿、35.21亿，对应EPS分别为1.81元、2.00元，对应当前股价PE分别为8.34倍、7.56倍。维持“买入”评级。
- **风险因素：**主营产品价格大幅下降，新项目投产不达预期

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	山东华鲁恒升集团有限公司/32.32%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,626.66
流通A股(百万股)	1,617.42
收盘价(元)	14.86
总市值(亿元)	241.72
流通A股市值(亿元)	240.35

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年03月20日

相关研究

万联证券研究所 20181026_公司季报点评
_AAA_华鲁恒升（600426）2018年三季报点评

万联证券研究所 20180814_公司点评报告
_AAA_华鲁恒升（600426）2018年中报点评

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：黄侃

电话：02160883490

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	104.08	143.57	158.78	163.40
增长比率(%)	35.15	37.94	10.59	2.92
净利润(亿元)	12.22	30.20	34.73	35.21
增长比率(%)	39.58	147.10	17.55	1.38
每股收益(元)	0.75	1.86	1.81	2.00
市盈率(倍)	21.11	6.50	8.34	7.56

资产负债表

单位:百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4316.68	7361.77	11053.12	14659.98
货币资金	1283.43	4489.15	8092.85	11669.91
应收及预付	1274.53	1121.91	1184.25	1205.69
存货	557.17	549.16	574.48	582.82
其他流动资产	1201.55	1201.55	1201.55	1201.55
非流动资产	14340.35	14340.35	14340.35	14340.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12983.16	12983.16	12983.16	12983.16
在建工程	202.71	202.71	202.71	202.71
无形资产	695.50	695.50	695.50	695.50
其他长期资产	458.97	458.97	458.97	458.97
资产总计	18657.03	21702.12	25393.47	29000.32
流动负债	3977.57	3549.71	3720.20	3777.19
短期借款	270.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1871.26	1795.34	1932.55	1966.20
其他流动负债	1836.32	1754.37	1787.65	1810.99
非流动负债	2611.51	2611.51	2611.51	2611.51
长期借款	2594.28	2594.28	2594.28	2594.28
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.23	17.23	17.23	17.23
负债合计	6589.08	6161.22	6331.70	6388.70
股本	1626.66	1626.66	1626.66	1626.66
资本公积	2062.82	2062.82	2062.82	2062.82
留存收益	8378.47	11330.48	14587.28	17826.53
归属母公司股东	12067.95	15019.96	18276.76	21516.00
少数股东权益	0.00	520.94	785.01	1095.62
负债和股东权益	18657.03	21702.12	25393.47	29000.32

现金流量表

单位:百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3940.72	3475.71	3603.70	3577.06
净利润	3019.65	2952.01	3256.80	3239.24
折旧摊销	1192.47	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(556.11)	2.76	82.84	27.21
其它	284.71	520.94	264.07	310.61
投资活动现金流	(2355.74)	0.00	0.00	0.00
资本支出	(1080.00)	0.00	0.00	0.00
投资变动	(1287.35)	0.00	0.00	0.00
其他	11.61	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1054.54)	(270.00)	0.00	0.00
银行借款	(476.67)	0.00	0.00	0.00
债券融资	(632.41)	0.00	0.00	0.00
股权融资	54.69	0.00	0.00	0.00
其他	(0.14)	(270.00)	0.00	0.00
现金净增加额	530.45	3205.71	3603.70	3577.06
期初现金余额	753.58	1283.43	4489.15	8092.85
期末现金余额	1283.43	4489.15	8092.85	11669.91

利润表

单位:百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14356.82	15877.51	16340.42	16667.23
营业成本	9980.46	11114.26	11514.79	11793.00
营业税金及附加	98.44	114.03	115.95	118.08
销售费用	260.55	297.56	301.40	308.24
管理费用	141.22	191.03	182.82	187.40
财务费用	176.56	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	76.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	3568.85	4096.41	4152.91	4187.83
营业外收入	0.85	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	3565.42	4096.41	4152.91	4187.83
所得税	545.77	623.46	632.04	637.98
净利润	3019.65	3472.95	3520.87	3549.86
少数股东损益	0.00	520.94	264.07	310.61
归属母公司净利	3019.65	2952.01	3256.80	3239.24
EBITDA	5028.69	4096.41	4152.91	4187.83
EPS (元)	1.86	1.81	2.00	1.99

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	37.94%	10.59%	2.92%	2.00%
营业利润	146.21%	14.78%	1.38%	0.84%
归属于母公司净	147.10%	-2.24%	10.32%	-0.54%
获利能力				
毛利率	30.48%	30.00%	29.53%	29.24%
净利率	21.03%	21.87%	21.55%	21.30%
ROE	25.02%	19.65%	17.82%	15.06%
ROIC	21.52%	23.18%	23.63%	23.87%
偿债能力				
资产负债率	35.32%	28.39%	24.93%	22.03%
净负债比率	54.60%	39.65%	33.22%	28.25%
流动比率	1.09	2.07	2.97	3.88
速动比率	0.90	1.86	2.76	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.79	0.69	0.61
应收账款周转率	15.73	16.90	16.33	16.41
存货周转率	20.53	19.96	19.77	19.96
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	1.81	2.00	1.99
每股经营现金流	2.42	2.14	2.22	2.20
每股净资产	7.42	9.23	11.24	13.23
估值比率				
P/E	6.50	8.34	7.56	7.60
P/B	1.63	1.64	1.35	1.14
EV/EBITDA	4.48	5.88	4.93	4.03

资料来源:wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场