

行业景气下行凸显成本优势，三季度业绩符合预期

——华鲁恒升三季报点评

季报点评

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118070022

● 事件:

公司发布三季报, 2019年前三季度实现营业收入106.11亿元, 同比下降2.19%, 实现归母净利润19.12亿, 同比下降24.52%。看单季度, 2019年第三季度公司实现营业收入35.35亿, 环比基本持平, 归母净利润6.03亿, 环比下滑约9.6%。

● 景气下行凸显公司成本优势, 三季度业绩符合预期

受益于2018年底投产的50万吨乙二醇以及180万吨尿素开工率逐步提升, 公司肥料及多元醇业务同别分别增长33.69%、88.49%, 而由于醋酸2019年前三季度市场均价同比大幅下滑35.56%至2987元/吨, 公司醋酸及衍生品收入也同比下滑36.81%, 整体营收同比略有下降。产品价格下滑使得公司毛利率下降4.24个百分点是盈利下降的主要原因。

单看第三季度, 醋酸(环比+)、乙二醇(环比)等产品市场均价环比略有上涨, 但由于国内化肥销售进入淡季, 尿素市场均价环比下滑约100元/吨, 公司第三季度业绩环比略有下降, 符合市场预期。

● 低估值的煤化工龙头企业, 维持“强烈推荐”评级

公司现有产品较行业平均水平具有明显成本优势, 在周期底部依然拥有超20亿超额收益, 同时未来在降本增效方面仍有进一步提升空间。未来公司计划继续发挥低成本煤化工优势, 与苯下游产业链相结合, 发展己内酰胺等新产品, 我们预计公司2019-2021年净利润分别为25.30、28.64、31.45亿, 当前股价对应PE为10、9、8倍, 估值仍处历史低位, 同时具有较高的业绩安全边界, 维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 产品价格大幅下滑, 原材料价格大幅上涨

财务摘要和估值指标

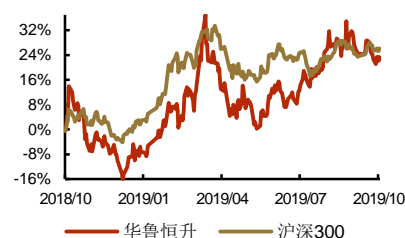
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,408	14,357	13,763	14,497	15,404
增长率(%)	35.2	37.9	-4.1	5.3	6.3
净利润(百万元)	1,222	3,020	2,530	2,864	3,145
增长率(%)	39.6	147.1	-16.2	13.2	9.8
毛利率(%)	19.6	30.5	28.1	28.7	29.1
净利率(%)	11.7	21.0	18.4	19.8	20.4
ROE(%)	13.2	25.0	17.7	17.0	16.0
EPS(摊薄/元)	0.75	1.86	1.56	1.76	1.93
P/E(倍)	21.1	8.5	10.2	9.0	8.2
P/B(倍)	2.8	2.1	1.8	1.5	1.3

数据来源: 新时代证券研究所

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.10.25
收盘价(元):	16.29
一年最低/最高(元):	11.12/19.0
总股本(亿股):	16.27
总市值(亿元):	264.98
流通股本(亿股):	16.17
流通市值(亿元):	263.48
近3月换手率:	51.61%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.72	8.73	-15.8
绝对	-6.06	9.92	6.19

相关报告

《中报业绩再超预期, 弱周期煤化工龙头稳步成长》2019-08-07

《一季报业绩超预期, 低估值白马再起航》2019-04-22

《年报业绩符合预期, 煤化工龙头再度起航》2019-03-18

《业绩增速略低预期, 低油价掣肘盈利水平》2019-01-14

《三季度业绩符合预期, 公司全年高速增长无忧》2018-10-25

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2247	4317	3001	4462	5089
现金	754	1283	672	2017	2382
应收票据及应收账款合计	698	1103	1088	1057	1142
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	130	171	187	161	201
存货	402	557	522	561	563
其他流动资产	263	1202	531	665	799
非流动资产	13775	14340	15177	16402	17554
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10720	12983	13303	14180	14852
无形资产	518	696	748	813	895
其他非流动资产	2536	662	1126	1409	1807
资产总计	16022	18657	18178	20864	22643
流动负债	3601	3978	2056	2984	2400
短期借款	660	270	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1330	1568	930	1774	1142
其他流动负债	1610	2140	1127	1210	1259
非流动负债	3132	2612	1848	1028	550
长期借款	3115	2594	1828	1010	532
其他非流动负债	17	17	20	18	19
负债合计	6733	6589	3905	4012	2951
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1620	1627	1627	1627	1627
资本公积	2012	2063	2063	2063	2063
留存收益	5682	8459	10601	12606	14807
归属母公司股东权益	9289	12068	14273	16852	19692
负债和股东权益	16022	18657	18178	20864	22643

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1711	3941	3703	5075	3835
净利润	1222	3020	2530	2864	3145
折旧摊销	987	1221	1217	1382	1574
财务费用	152	177	83	27	-21
投资损失	0	-12	-6	-9	-7
营运资金变动	-673	-555	-127	812	-855
其他经营现金流	24	90	6	-0	-2
投资活动现金流	-2150	-2356	-2054	-2598	-2717
资本支出	2161	1287	473	1274	1241
长期投资	0	-1080	0	0	0
其他投资现金流	11	-2148	-1581	-1325	-1476
筹资活动现金流	574	-1055	-2261	-1132	-752
短期借款	-80	-390	-270	0	0
长期借款	1050	-520	-766	-818	-478
普通股增加	374	6	0	0	0
资本公积增加	-356	50	0	0	0
其他筹资现金流	-413	-201	-1225	-314	-274
现金净增加额	132	530	-612	1345	366

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10408	14357	13763	14497	15404
营业成本	8367	9980	9897	10343	10916
营业税金及附加	76	98	98	101	108
营业费用	189	261	275	290	308
管理费用	170	141	138	145	154
研发费用	0	68	289	217	231
财务费用	152	177	83	27	-21
资产减值损失	6	76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	2	1	2	1
投资净收益	0	12	6	9	7
营业利润	1449	3569	2990	3384	3716
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	13	4	8	6	7
利润总额	1438	3565	2983	3378	3709
所得税	216	546	453	515	564
净利润	1222	3020	2530	2864	3145
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1222	3020	2530	2864	3145
EBITDA	2648	4935	4252	4767	5243
EPS(元)	0.75	1.86	1.56	1.76	1.93

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	35.2	37.9	-4.1	5.3	6.3
营业利润(%)	40.0	146.2	-16.2	13.2	9.8
归属于母公司净利润(%)	39.6	147.1	-16.2	13.2	9.8
获利能力					
毛利率(%)	19.6	30.5	28.1	28.7	29.1
净利率(%)	11.7	21.0	18.4	19.8	20.4
ROE(%)	13.2	25.0	17.7	17.0	16.0
ROIC(%)	11.4	21.5	16.9	18.3	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.0	35.3	21.5	19.2	13.0
净负债比率(%)	44.1	24.3	11.8	-2.8	-6.6
流动比率	0.6	1.1	1.5	1.5	2.1
速动比率	0.4	0.6	0.9	1.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	16.2	16.0	15.3	15.8	15.7
应付账款周转率	8.1	6.9	7.9	7.7	7.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.86	1.56	1.76	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	2.06	2.28	3.12	2.36
每股净资产(最新摊薄)	5.71	7.42	8.77	10.36	12.11
估值比率					
P/E	21.1	8.5	10.2	9.0	8.2
P/B	2.8	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.3	5.8	6.5	5.3	4.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>