

增持

——维持

华鲁恒升 (600426)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2020年04月13日

行业: 基础化工



分析师: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

基本数据 (截止 2020 年 4 月 10 日)

报告日股价 (元)	16.40
12mth A 股价格区间 (元)	13.24/21.05
总股本 (亿股)	16.27
无限售 A 股/总股本	99.57%
流通市值 (亿元)	266
每股净资产 (元)	8.75

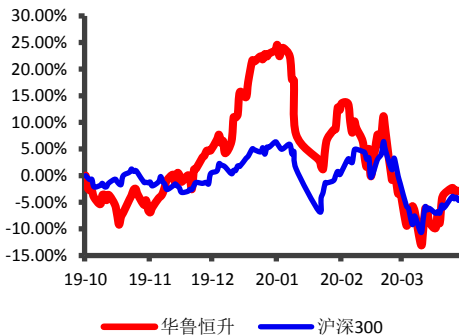
主要股东 (2019A)

山东华鲁恒升集团有限公司	32.19%
中央汇金资产管理有限公司	4.16%

收入结构 (2019A)

肥料	25.87%
醋酸及衍生品	11.65%
有机胺	13.56%
多元醇	22.13%
己二酸及中间品	11.56%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX20-HLHS01

首次报告日期: 2018年02月05日

相关报告:

成本控制优异, 业绩符合预期

■ 公司概况

华鲁恒升发布2019年年报, 2019年全年实现营业收入141.90亿元, 同比减少1.16%; 归属于母公司股东净利润24.53亿元, 同比减少18.76%。其中, Q4季度实现营业收入35.80亿元, 同比增长2.05%, 归属于母公司股东净利润5.41亿元, 同比增加11.46%。

■ 公司点评

主营产品价格成本均下滑, 肥料、乙二醇销量大幅增长

公司 2019 年主营产品肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销售量分别为 254.92 万吨、39.01 万吨、22.31 万吨、61.91 万吨及 67.67 万吨, 同比增速为 36.53%、5.61%、11.64%、-0.64% 和 130.10%, 肥料及多元醇增长受产能提升影响继续放量。19 年各板块实现营业收入 36.72 亿、19.24 亿、16.41 亿、16.53 亿和 31.40 亿元, 同比增长 25.47%、-7.97%、-10.44%、-33.78% 和 61.81%。19 年公司产品库存去化较好, 分别减少 85.88%、73.40%、59.10%、23.83% 和 87.37%。售价方面, 据 wind 数据统计, 2019 年尿素、DMF、醋酸、己二酸、正丁醇、乙二醇产品价格同比下滑 6%、17%、35%、22%、12% 和 33%, 尽管如此, 公司产品成本控制较好, 且原材料价格也有所下滑, 毛利率下滑程度不大。

控费能力行业领先, 新项目提供成长性

19 年受全球经济放缓、贸易摩擦加剧及能源价格下行影响, 化工行业景气下行, 多数大宗化工品价格出现了不同程度的降价。但公司具有国内领先的成本控制能力和行业领先的控费能力, 在景气下行期交出了相对较好的答卷。公司依托洁净煤气化技术, 打造一头多线循环经济柔性联产运营模式, 并持续进行技术升级、工艺优化, 为企业。研发投入方面, 公司 2019 年研发投入总额为 4.68 亿元, 研发占比达到 3.30%, 较 2018 年的 3.22% 有所提升, 研发人员数量增至 555 人, 占比从 11.92% 提升至 14.15%。在建产能方面, 公司年产 16 万吨己二酸项目和年产 30 万吨酰胺及尼龙新材料项目预计将于 2021 年 5 月和 11 月投产。己二酸项目达产后预计将实现年营业收入 19.86 亿元, 利润总额 2.96 亿元, 酰胺基尼龙新材料项目达产后预计将实现年营业收入 56.13 亿元, 利润总额 4.46 亿元, 为公司未来成长性提供保障。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 141.78 亿、160.05 亿元和 180.71 亿元, 增速分别为 -0.09%、12.89% 和 12.91%;

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

归属于母公司股东净利润分别为 24.13 亿、28.51 亿和 32.82 亿元，增速分别为-1.65%、18.18%和 15.12%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.48、1.75 和 2.02 元，对应 PE 为 11.1、9.4 和 8.1 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

■ 风险提示

出现安全事故及环保问题；国际原油价格大幅波动；原材料价格波动；下游市场需求减弱；新项目建设进程及投放进度不及预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190.48	14177.90	16004.93	18070.84
年增长率	-1.16%	-0.09%	12.89%	12.91%
归属于母公司的净利润	2453.03	2412.57	2851.23	3282.31
年增长率	-18.76%	-1.65%	18.18%	15.12%
每股收益（元）	1.51	1.48	1.75	2.02
PE（X）	10.9	11.1	9.4	8.1

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	715	3368	6703	11356
应收和预付款项	1098	1198	1218	1323
存货	332	679	456	827
其他流动资产	1347	1347	1347	1347
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	12467	11398	10330	9261
无形资产和开发支出	1070	1011	952	893
其他非流动资产	1144	1117	1091	1091
资产总计	18187	21053	23029	27032
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	1250	2241	1665	2731
长期借款	1504	1504	1504	1504
其他负债	918	918	918	918
负债合计	3956	4663	4087	5153
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2018	2018	2018	2018
留存收益	10586	12745	15297	18234
归属母公司股东权益	14231	16390	18942	21879
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	14231	16390	18942	21879
负债和股东权益合计	18187	21053	23029	27032

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	3736	3180	3563	4832
投资活动产生现金流量	-2014	40	45	50
融资活动产生现金流量	-2291	-297	-273	-229
现金流量净额	-569	2922	3335	4653

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	14178	16005	18071
营业成本	10240	10449	11730	13259
营业税金及附加	93	94	106	119
营业费用	372	354	392	439
管理费用	156	440	496	560
财务费用	154	45	-25	-115
资产减值损失	-4	5	5	5
投资收益	42	40	45	50
公允价值变动损益	13	0	0	0
营业利润	2899	2831	3346	3853
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	2896	2831	3346	3853
所得税	443	419	495	570
净利润	2453	2413	2851	3282
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	2453	2413	2851	3282

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	28%	26%	27%	27%
EBIT/销售收入	21%	20%	21%	21%
销售净利率	17%	17%	18%	18%
ROE	17%	15%	15%	15%
资产负债率	22%	23%	19%	20%
流动比率	1.43	2.09	3.77	4.08
速动比率	1.30	1.86	3.57	3.83
总资产周转率	0.77	0.70	0.72	0.69
应收账款周转率	13.71	13.90	15.24	16.43
存货周转率	23.04	15.39	25.75	16.03

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。