

业绩符合预期, 周期底部的低估值白马

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年1季度实现营业收入29.59亿元, 同比-16.47%, 归母净利润4.3亿, 同比-33.11%。
- **受疫情和油价拖累业绩, 产品结构调整降低影响。** 2020年1季度受疫情影响, 下游开工推迟导致需求低迷, 物流运输不畅造成销售同比下滑, 同时, 3月国际油价快速下跌, 冲击煤化工成本优势, 对应公司产品价差缩窄, 1季度乙二醇、醋酸、己二酸、辛醇均价下滑明显, 公司产销方面, 肥料77.72/69.63万吨, 己二酸及中间品8.28/3.81万吨, 有机胺9.44/7.77万吨, 多元醇16.68/14.63万吨, 醋酸及衍生品16.20/14.79万吨。1季度春耕维持对化肥的正常需求, 尿素盈利相对较好, 公司提高化肥产销, 一定程度上减弱化工品的不利影响, 2020Q1化肥产销同比增长24%/21%, 整体毛利率27.09%, 同比下降1.46个百分点, 环比提高1.73个百分点。
- **低油价和需求阶段底部, 凸显公司低成本竞争力。** 阶段性的需求低迷压制产品盈利, 油价低迷冲击煤化工盈利, 行业景气度探底。公司作为煤化工龙头企业, 相较于行业其成本竞争优势显著, 即使在极度悲观环境下, 公司通过成本领先优势以及产品内部结构调整, 保障公司始终盈利, 同时在逆势中进一步扩大市场份额和巩固龙头地位, 尤其是目前处于行业盈亏平衡甚至以下位置的煤制乙二醇、醋酸、己二酸等细分品种, 公司保持行业领先优势, 部分品种仍有不错的盈利。
- **逆势扩张静待下一轮景气周期。** 公司在周期底部逆势扩张, 依托既有的气化平台, 充分利用合成气资源, 发展环己酮-己内酰胺-尼龙6(聚酰胺)切片产业链, 预计年均实现营业收入56.1亿元, 利润总额4.5亿元, 实施精己二酸品质提升项目, 预计年均实现营业收入19.9亿元、利润总额2.9亿元, 将进一步提高企业盈利能力。另外, 年内公司DMF产能有望进一步扩大, 巩固和提高优势品种的市场份额。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年归母净利润分别为20.78/26.94/31.42亿元, 对应PE分别为12/10/8倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑; 新项目投产不及预期; 油价持续低迷。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14190.48	12264.10	15885.75	18565.85
增长率	-1.16%	-13.58%	29.53%	16.87%
归属母公司净利润(百万元)	2453.03	2078.19	2694.52	3142.19
增长率	-18.76%	-15.28%	29.66%	16.61%
每股收益EPS(元)	1.51	1.28	1.66	1.93
净资产收益率ROE	17.24%	13.14%	14.89%	15.18%
PE	10	12	10	8
PB	1.80	1.62	1.42	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

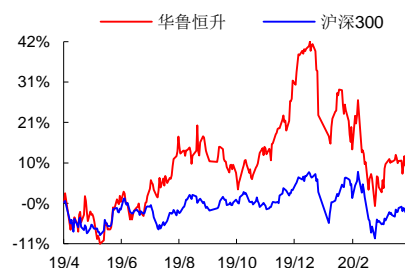
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.27
流通A股(亿股)	16.20
52周内股价区间(元)	13.43-21.05
总市值(亿元)	256.69
总资产(亿元)	185.28
每股净资产(元)	9.01

相关研究

1. 华鲁恒升(600426): 业绩符合预期, 看好长期发展 (2020-03-27)
2. 华鲁恒升(600426): Q3业绩符合预期, 乙二醇、醋酸盈利回升 (2019-10-26)
3. 华鲁恒升(600426): 中报业绩超预期, 公司成本优势明显 (2019-08-07)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190.48	12264.10	15885.75	18565.85	净利润	2453.03	2078.19	2694.52	3142.19
营业成本	10239.50	8930.77	11549.40	13528.82	折旧与摊销	1297.72	2165.39	2493.80	2744.26
营业税金及附加	93.45	85.85	127.09	148.53	财务费用	154.47	170.96	173.47	179.97
销售费用	371.89	325.00	436.86	510.56	资产减值损失	-3.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	156.13	306.60	428.92	501.28	经营营运资本变动	726.07	1163.76	292.35	197.34
财务费用	154.47	170.96	173.47	179.97	其他	-891.35	5.13	-3.13	0.71
资产减值损失	-3.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3736.04	5583.43	5651.00	6264.46
投资收益	41.73	0.00	0.00	0.00	资本支出	549.29	-2800.00	-4600.00	0.00
公允价值变动损益	13.49	0.00	0.00	0.00	其他	-2563.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2013.84	-2800.00	-4600.00	0.00
营业利润	2898.89	2444.93	3170.02	3696.69	短期借款	-270.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.43	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1090.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	2896.46	2444.93	3170.02	3696.69	股权融资	10.05	0.00	0.00	0.00
所得税	443.43	366.74	475.50	554.50	支付股利	-325.33	-490.61	-415.64	-538.90
净利润	2453.03	2078.19	2694.52	3142.19	其他	-615.15	-1084.86	-173.47	-179.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2290.55	-1575.47	-589.10	-718.87
归属母公司股东净利润	2453.03	2078.19	2694.52	3142.19	现金流量净额	-568.85	1207.97	461.89	5545.59
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	714.58	1922.55	2384.44	7930.03	成长能力				
应收和预付款项	164.32	156.59	194.69	231.40	销售收入增长率	-1.16%	-13.58%	29.53%	16.87%
存货	331.62	284.10	372.05	435.44	营业利润增长率	-18.77%	-15.66%	29.66%	16.61%
其他流动资产	2280.12	1339.67	1353.30	1363.40	净利润增长率	-18.76%	-15.28%	29.66%	16.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.38%	9.89%	22.09%	13.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12406.31	13158.45	15382.18	12755.45	毛利率	27.84%	27.18%	27.30%	27.13%
无形资产和开发支出	1070.16	957.96	845.77	733.57	三费率	4.81%	6.54%	6.54%	6.42%
其他非流动资产	1220.14	1214.81	1209.48	1204.14	净利率	17.29%	16.95%	16.96%	16.92%
资产总计	18187.25	19034.13	21741.90	24653.43	ROE	17.24%	13.14%	14.89%	15.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.49%	10.92%	12.39%	12.75%
应付和预收款项	1447.38	1629.85	2040.20	2334.44	ROIC	16.75%	15.30%	18.62%	21.94%
长期借款	1504.16	1504.16	1504.16	1504.16	EBITDA/销售收入	30.66%	38.99%	36.75%	35.66%
其他负债	1004.52	81.35	99.88	113.89	营运能力				
负债合计	3956.06	3215.36	3644.25	3952.49	总资产周转率	0.77	0.66	0.78	0.80
股本	1626.66	1626.66	1626.66	1626.66	固定资产周转率	1.14	1.05	1.23	1.42
资本公积	2072.86	2072.86	2072.86	2072.86	应收账款周转率	490.92	382.68	481.15	463.56
留存收益	10586.36	12173.94	14452.82	17056.11	存货周转率	22.71	28.77	34.83	33.31
归属母公司股东权益	14231.19	15818.77	18097.65	20700.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.76%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	14231.19	15818.77	18097.65	20700.94	资产负债率	21.75%	16.89%	16.76%	16.03%
负债和股东权益合计	18187.25	19034.13	21741.90	24653.43	带息债务/总负债	38.02%	46.78%	41.27%	38.06%
					流动比率	1.43	2.19	2.03	4.10
					速动比率	1.30	2.02	1.85	3.92
					股利支付率	13.26%	23.61%	15.43%	17.15%
					每股指标				
					每股收益	1.51	1.28	1.66	1.93
					每股净资产	8.75	9.72	11.13	12.73
					每股经营现金	2.30	3.43	3.47	3.85
					每股股利	0.20	0.30	0.26	0.33
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	4351.08	4781.28	5837.28	6620.92					
PE	10.46	12.35	9.53	8.17					
PB	1.80	1.62	1.42	1.24					
PS	1.81	2.09	1.62	1.38					
EV/EBITDA	5.73	4.77	3.83	2.53					
股息率	1.27%	1.91%	1.62%	2.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn