

证券研究报告—动态报告

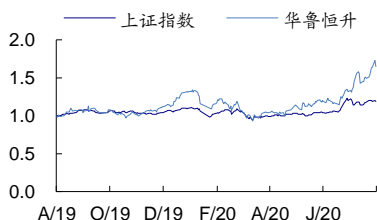
基础化工

农用化工

华鲁恒升(600426)
买入
2020年半年报业绩点评

(维持评级)

2020年08月12日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通股(百万股)	1,627/1,620
总市值/流通(百万元)	41,594/41,432
上证综指/深圳成指	3,340/13,466
12个月最高/最低(元)	26.98/14.50

相关研究报告:

《华鲁恒升-600426-2019年财报解析:低油价压制盈利空间,核心能力助公司渡过景气低点》——2020-04-03

《华鲁恒升-600426-2019年三季报点评:行业景气继续下行,公司Q3业绩基本符合预期》——2019-10-30

《华鲁恒升-600426-2019年半年报点评:业绩逆势环比改善,公司核心优势助力渡过行业低迷期》——2019-08-15

《华鲁恒升-600426-2019年1季报点评:化肥和乙二醇板块支撑业绩,一季度盈利能力明显改善》——2019-04-25

《华鲁恒升-600426-2018年年报点评:全年业绩基本符合预期,新项目延展成长空间》——2019-03-20

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

成本优势不变, 静待需求回暖

● 油价带动化工品价格下跌, 上半年公司业绩承压

2020H1 公司营收 59.93 亿元(同比-15.30%), 归母净利润 9.04 亿元(同比-30.93%), 半年度每股收益 0.56 元/股, 略低于我们之前的盈利预测, 业绩下滑主要是上半年疫情和油价双重影响下, 主要产品价格下降导致。分季度来看, 公司 Q1 实现营收 29.59 亿元(同比-16.47%), 二季度实现营收 30.34 亿元, 环比呈现上行趋势。公司期间费用管控能力依然优秀。整体来看, 公司三费占比保持显著下降趋势。

● 伴随油价回暖, 公司长期核心竞争力不变

当前油价持续回暖, 煤化工成本优势持续加强。从 5 月份开始国际油价显著回暖, 当前基本维持在 40 美元/桶左右的中枢, 以公司为代表的国内优质煤化工企业成本竞争力持续加强。另外公司当前新建的己二酸、酰胺及尼龙等产品向苯平台转移, 盈利能力被挤压的空间小, 公司的新建项目主要利用石化行业供应充分的苯以及煤气化副产的氢作为原材料, 即便原油价格再次答复下滑, 其相关产品的盈利空间受到挤压的空间较小, 公司仍可保持较好的盈利能力。

● 园区新建项目进一步拓展公司成长空间

公司园区其年产 150 万吨绿色化工新材料组合项目(包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺基尼龙等)入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目, 当前公司在建项目包括 16.6 万吨/年精己二酸品质提升、30 万吨/年酰胺及尼龙新材料、10 万吨/年 DMF 技术改造项目, 新项目将进一步延伸公司未来的成长空间。

● 风险提示:

国际油价大幅波动; 国内需求增长不及预期; 新项目投产进度低于预期。

● 投资建议: 继续维持“买入”评级。

我们看好公司在油价上涨和需求复苏下的盈利回升, 维持原来盈利预测, 预计公司 2020-2021 年净利润分别为 22.4/27.8/31.2 亿元, 同比 -8.6%/24.0%/12.2%, 对应 EPS 为 1.38/1.71/1.92 元/股, 当前对应 PE 为 18.9/15.0/13.3 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,356.82	14,190.48	13,519.12	14,545.38	15,473.75
(+/-%)	37.94%	-1.16%	-4.73%	7.59%	6.38%
净利润(百万元)	3,019.65	2,453.03	2,243.00	2,781.95	3,121.71
(+/-%)	147.10%	-18.76%	-8.56%	24.03%	12.21%
摊薄每股收益(元)	1.86	1.51	1.38	1.71	1.92
EBIT Margin	27.00%	23.46%	20.63%	22.88%	24.04%
净资产收益率(ROE)	25.02%	17.24%	14.20%	15.67%	15.66%
市盈率(PE)	13.77	16.96	18.54	14.95	13.32
EV/EBITDA	9.48	9.87	11.04	9.78	9.07
市净率(PB)	3.45	2.92	2.63	2.34	2.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

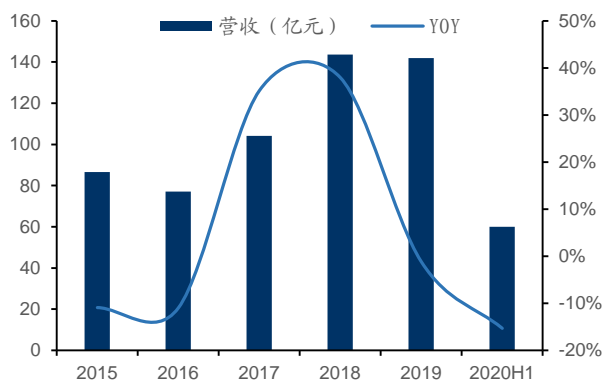
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

油价下跌化工品价格下跌，上半年公司业绩承压

2020年上半年公司实现营收 59.93 亿元（同比-15.30%），归母净利润 9.04 亿元（同比-30.93%），半年度每股收益 0.56 元/股，略低于我们之前的盈利预测，业绩下滑主要是上半年疫情和油价双重影响下，主要产品价格下降导致。

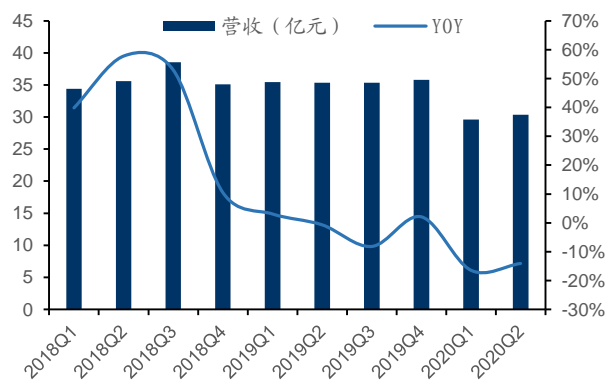
分季度来看，公司 Q1 实现营收 29.59 亿元（同比-16.47%），归母净利润 4.30 亿元（同比-33.11%），二季度实现营收 30.34 亿元，环比呈现上行趋势。

图 1: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



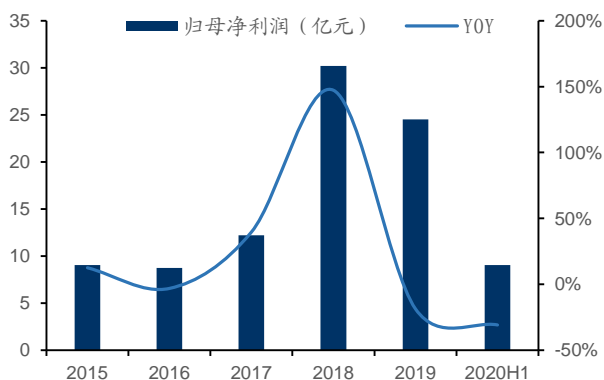
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速 (单位: 亿元、%)



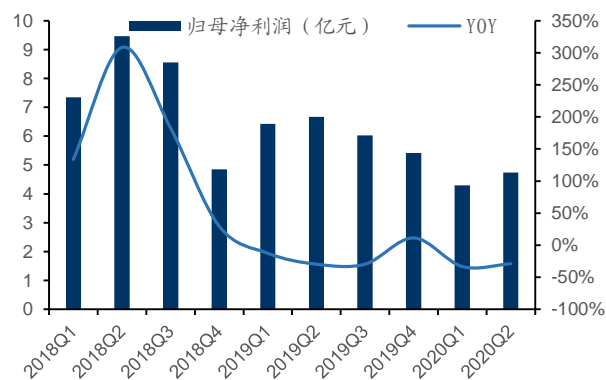
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司近年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

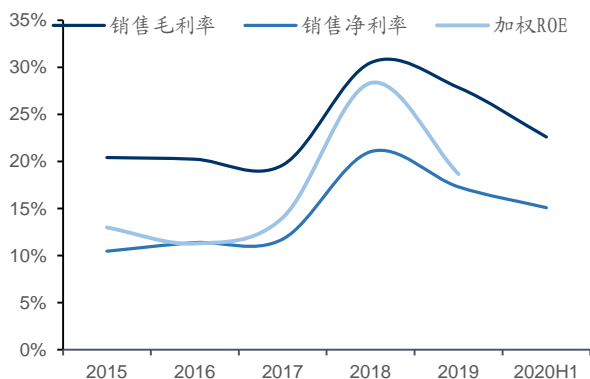


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司期间费用管控能力依然优秀。整体来看，公司三费占比保持显著下降趋势，管理费与 2019 年基本保持持平为 3.3%；销售费用从 2019H1 的 1.89 亿元下降到 2020H1 的 0.21 亿元，同比下降 89%，主要是新收入准则要求将“销售费用”中的运费、装卸费及出口港杂费等转入“合同履约成本”所致；财务费用同比下降 40.44%至 5155 万元，主要是上半年利息支出减少。

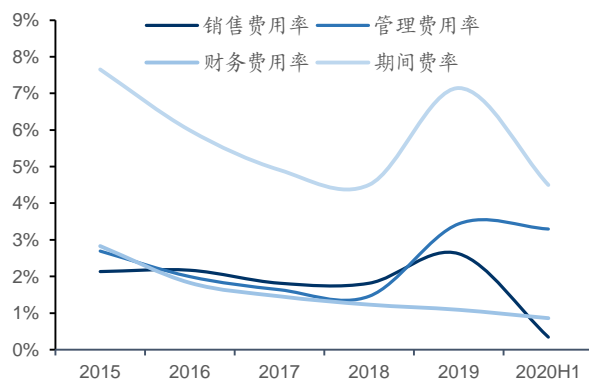
公司现金流量充沛。2020H1 公司经营活动现金净流量为 15 亿元，同比下降 26.54%，主要是营收减少销售产品收到的现金减少，投资性活动现金净流量增加主要因为购买结构性存款支出减少，筹资性活动现金净流量增加主要是银行存款增加所致。

图 5: 公司近年盈利能力变化 (单位: %)



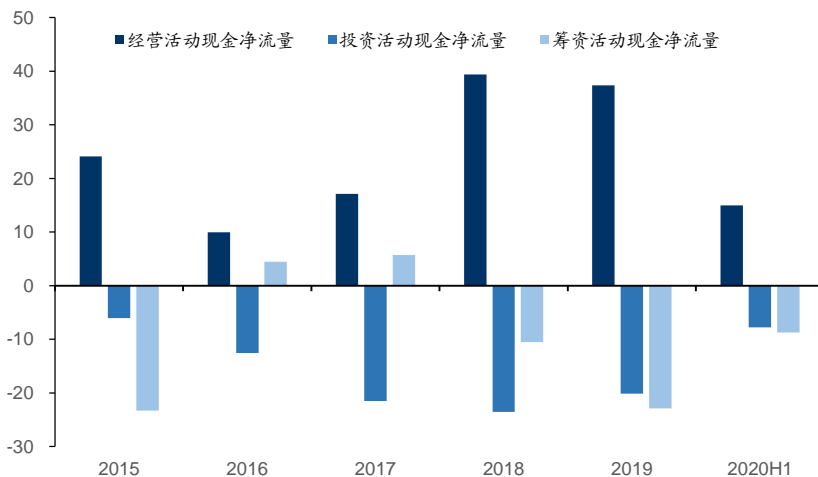
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司近年期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 管理费用中考考虑研发费用

图 7: 公司近年现金流变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

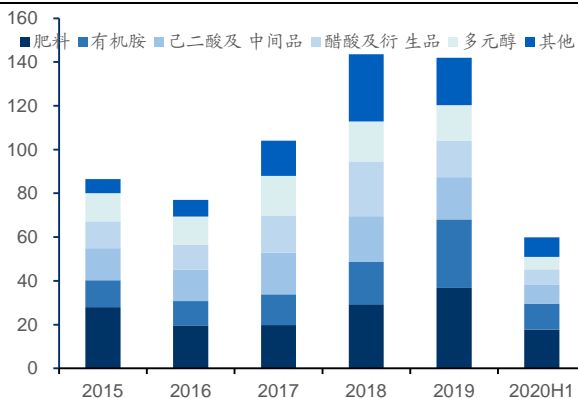
表 1: 公司近年现金流及资产负债率变化情况 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
经营活动现金净流量	24.09	9.97	17.11	39.41	37.36	15.00
投资活动现金净流量	-6.07	-12.55	-21.50	-23.56	-20.14	-7.81
筹资活动现金净流量	-23.33	4.47	5.74	-10.55	-22.91	-8.75
资产负债率 (%)	36.47	38.20	42.02	35.32	21.75	20.21

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

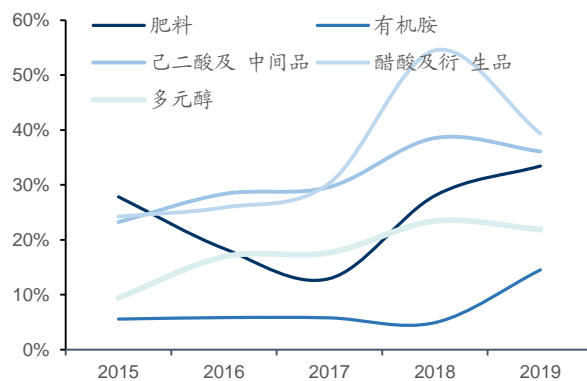
从主营产品各版块来看, 肥料板块 2020H1 营收占比为 30%, 有机胺板块占比 20%, 己二酸及中间品和醋酸及衍生品分别占比达到 15%和 11%。其中肥料销量 133 万吨 (+8.5%), 但是售价同比下降 10.2%, 导致营收下滑 2.6%, 有机胺售价小幅下降, 销量上涨 3.5%带动营收上涨 2.2%, 己二酸和醋酸板块价格分别同比下降 21.3%和 14.3%, 导致营收降幅达到 31.5%和 1.7%。

图 8: 公司历年分产品营收 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司主营产品毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司各版块 2020H1 的产销状况

	产量(万吨)	YOY	销量(万吨)	YOY	库存(万吨)	YOY	单价(元/吨)	YOY	收入(亿元)	YOY
肥料	148.18	10.0%	132.79	8.5%	15.39	25.3%	1338.96	-10.2%	17.78	-2.6%
有机胺	18.89	12.0%	18.04	3.5%	0.85	-251.8%	4872.51	-1.2%	8.79	2.2%
己二酸及中间品	16.45	-1.5%	9.93	-13.0%	6.52	23.3%	5790.53	-21.3%	5.75	-31.5%
醋酸及衍生品	31.71	-0.2%	30.33	-1.7%	1.38	48.4%	2248.60	-14.3%	6.82	-15.7%
多元醇	32.50	2.0%	31.85	-3.6%	0.65	-154.6%	3701.73	-21.4%	11.79	-24.2%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

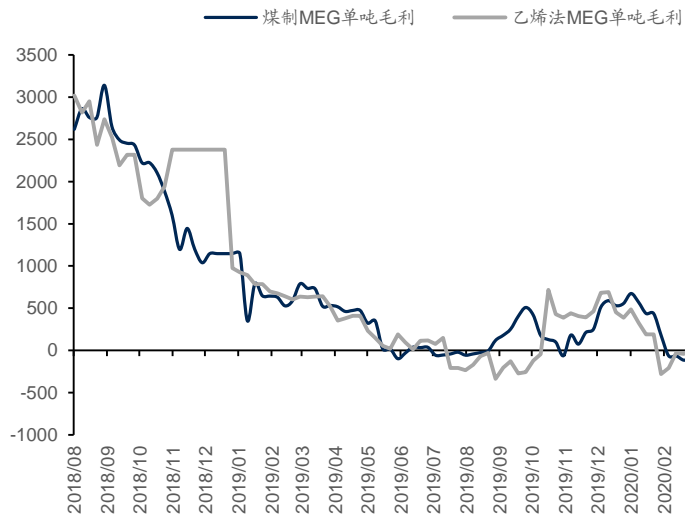
伴随油价回暖, 下半年公司业绩有望回暖

2020 年上半年国际原油价格暴跌影响了盈利, 但当前油价持续上行已突破 40 美元, 将给公司业绩带来支撑。在 Q1 出现历史性的大幅下跌, 其中布油价格最低达到 25.30 美元/桶。公司作为煤化工路线的代表性化工企业, 在此轮油价下跌的过程中盈利空间受损较为严重。虽然原料煤价格也略有下跌, 但是跌幅明显小于原油价格以及各类石化产品的价格。

我们认为对公司上半年盈利能力受到影响最大的, 就是乙二醇产品。因为公司的煤制乙二醇与乙烯法乙二醇之间的路线竞争较为激烈, 在 Q1 原油价格大幅下跌的带动之下, 乙烯的价格也明显下降。目前煤制乙二醇的行业毛利已经下滑到-366 元/吨, 虽然乙烯法乙二醇的行业毛利近一周有所上涨, 目前为-42 元/吨。随着下半年原油价格稳定在 40 美元/桶以上, 煤化工企业的成本优势就会持续显现, 再加上公司煤气化平台成本控制能力优秀, 煤制乙二醇的成本明显低于行业平均水平, 因为下半年乙二醇这部分盈利也会显著改善。

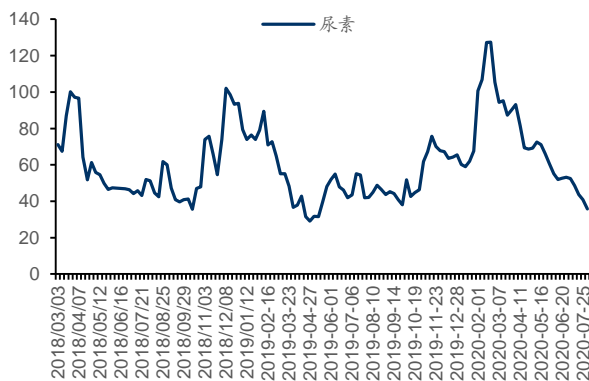
从库存情况来看, 受疫情影响公司主要产品除了乙二醇之外, 库存水平在 5 月份之后出现了显著下降, 特别是尿素和 DMF 库存已降至疫情前的水平, 因此我们预计公司主营产品在 2020 年下半年有望实现量价齐升, 进而带动公司业绩回暖。

图 10: 煤制和乙烯法 MEG 单吨毛利对比 (单位: 元/吨)



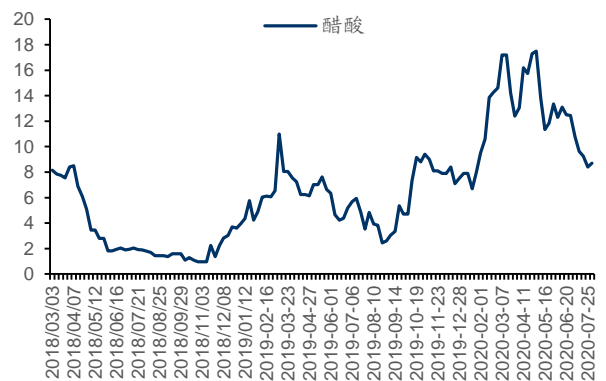
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 11: 尿素的工厂库存情况 (单位: 万吨)



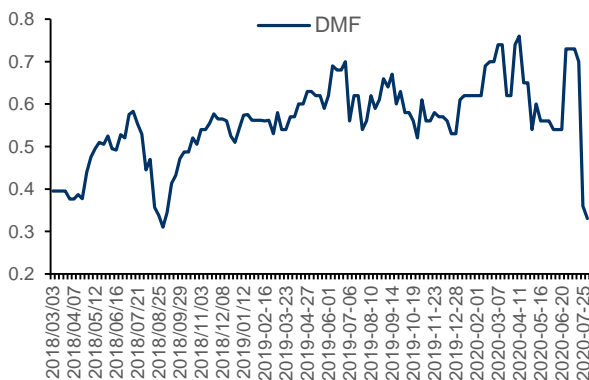
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 12: 醋酸的工厂库存情况 (单位: 万吨)



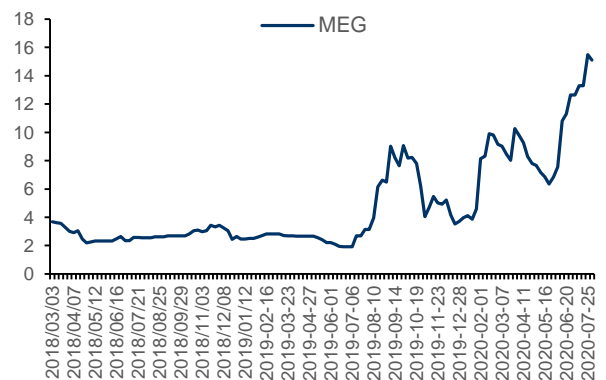
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 13: DMF 的工厂库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 14: 乙二醇 (MEG) 的市场库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

园区通过认证，新项目延伸公司成长空间

公司所在园区于 2018 年 9 月通过山东省认证，其年产 150 万吨绿色化工新材料组合项目（包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺基尼龙等）入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目。本次公司公告的精己二酸、酰胺及尼龙新材料项目就是该组合项目中的一部分，计划分别投资 15.72 亿元和 49.8 亿元，建成后预计将分别实现营收 19.86 亿元和 56.13 亿元，净利润 2.96 亿元和 4.46 亿元，当前公司在建项目包括 16.6 万吨/年精己二酸品质提升、30 万吨/年酰胺及尼龙新材料、10 万吨/年 DMF 技术改造项目，新项目将进一步延伸公司未来的成长空间。

己二酸是工业上具有重要意义的二元羧酸，是一种高附加值的精细化工产品。国内己二酸作为聚氨酯原料用量占 70%，其余则作为尼龙 66 和增塑剂等原料。由于下游聚氨酯行业应用领域的扩展，对己二酸的需求日益高端，公司在原有己二酸的工艺上，新建 16.66 万吨新产能，同时进一步提高己二酸的产品质量，满足下游客户的需求。

己内酰胺（CPL）是生产尼龙 6（纤维、膜、工程塑料）的重要单体，具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。国内己内酰胺主要用于尼龙 6 纤维、工程塑料和薄膜、尼龙工业丝，其中民用尼龙 6 纤维约占己内酰胺总消费量的 54% 左右，尼龙工程塑料和薄膜对己内酰胺消费约占 24% 左右。公司利用原有的气化平台，以羰基化路线和变换制氢气为方向，结合公司现有的原料甲醇和氨以及蒸汽、电力等能源优势，将发展环己酮-己内酰胺-尼龙 6（聚酰胺）切片产业链，打造一体化新材料产业基地。项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等。

看好公司长期发展，核心能力没有变化

虽然公司上半年业绩受油价大幅下跌必然有不利的影 响，但我们仍然对华鲁恒升的长期发展报以积极乐观的态度，主要原因有 3 点：

1、公司成本管控能力依然优秀。从去年公司各板块产品的成本结构中可以观察到，公司的核心能力（生产成本控制能力）没有发生明显变化。即便考虑悲观情况下，煤化工行业部分产能成为行业边际产能被淘汰出市场，公司仍然可以凭借其最低成本的煤气化平台的核心优势，在行业景气最低点的时候存活下来；

2、公司当前新建的己二酸、酰胺及尼龙等产品向苯平台转移，盈利能力被挤压的空间小。公司的新建项目主要利用石化行业供应充分的苯以及煤气化副产的氢作为原材料，其中苯的价格与原油价格之间的波动较为正相关，即便原油价格超出预期的大幅下跌，其相关产品的盈利空间受到挤压的空间较小，公司仍可保持较好的盈利能力。这一点从公司目前己二酸及中间体板块的盈利状况可以得到验证。

3、当前油价持续回暖，煤化工长期看仍具备较强的竞争力。从 5 月份开始国际油价显著回暖，当前基本维持在 40 美元/桶左右的中枢，如果国际油价未来能恢复到合理的水平，那么以公司为代表的国内煤化工企业仍然可以具备较强的竞争力。

投资建议：维持“买入”评级

短期内国际油价的大幅下跌，对煤化工企业的盈利能力造成了较大的破坏，公司主营产品上半年大多价格明显下跌，但我们看好公司在油价恢复到合理水平后的盈利修复，以及 2021-2022 年公司新项目建成后盈利中枢再上一个台阶。我们维持原有预测，预计公司 2020-2021 年净利润分别为 22.4/27.8/31.2 亿元，同比-8.6/24.0/12.2%，对应 EPS 为 1.38/1.71/1.92 元/股，当前对应 PE 为 18.9/15.0/13.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

国际油价大幅波动导致煤化工路线盈利大幅受损；全球疫情扩散导致国内需求低于预期；新项目投产进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	715	2197	5523	9326	营业收入	14190	13519	14545	15474
应收款项	34	33	35	38	营业成本	10239	9917	10490	11124
存货净额	332	321	341	363	营业税金及附加	93	95	102	108
其他流动资产	1116	1064	1144	1217	销售费用	372	406	364	309
流动资产合计	3491	4909	8337	12238	管理费用	156	313	261	213
固定资产	12467	11714	10938	9735	财务费用	154	60	56	47
无形资产及其他	1070	1227	1185	1142	投资收益	42	(40)	0	0
投资性房地产	1159	1159	1159	1159	资产减值及公允价值变动	17	(20)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(335)	(30)	0	0
资产总计	18187	19010	21619	24275	营业利润	2899	2639	3273	3673
短期借款及交易性金融负债	914	0	0	0	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	824	799	847	902	利润总额	2896	2639	3273	3673
其他流动负债	696	688	1301	1716	所得税费用	443	396	491	551
流动负债合计	2434	1486	2148	2618	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1504	1704	1704	1704	归属于母公司净利润	2453	2243	2782	3122
其他长期负债	18	18	18	18					
长期负债合计	1522	1722	1722	1722	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3956	3209	3870	4341	净利润	2453	2243	2782	3122
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(72)	(0)	(0)	(0)
股东权益	14231	15801	17749	19934	折旧摊销	1286	1268	1319	1346
负债和股东权益总计	18187	19010	21619	24275	公允价值变动损失	(17)	20	0	0
					财务费用	154	60	56	47
关键财务与估值指标					营运资本变动	(71)	39	559	372
每股收益	1.51	1.38	1.71	1.92	其它	72	0	0	0
每股红利	0.31	0.41	0.51	0.58	经营活动现金流	3651	3570	4660	4840
每股净资产	8.75	9.71	10.91	12.25	资本开支	(495)	(700)	(500)	(100)
ROIC	18%	16%	21%	26%	其它投资现金流	(1293)	0	0	0
ROE	17%	14%	16%	16%	投资活动现金流	(1789)	(700)	(500)	(100)
毛利率	28%	27%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	21%	23%	24%	负债净变化	(1090)	200	0	0
EBITDA Margin	33%	30%	32%	33%	支付股利、利息	(506)	(673)	(835)	(937)
收入增长	-1%	-5%	8%	6%	其它融资现金流	762	(914)	0	0
净利润增长率	-19%	-9%	24%	12%	融资活动现金流	(2431)	(1387)	(835)	(937)
资产负债率	22%	17%	18%	18%	现金净变动	(569)	1483	3325	3804
息率	1.2%	1.6%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	1283	715	2197	5523
P/E	17.0	18.5	15.0	13.3	货币资金的期末余额	715	2197	5523	9326
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	3540	2977	4207	4780
EV/EBITDA	9.9	11.0	9.8	9.1	权益自由现金流	3211	2212	4160	4740

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032