

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10月29日

行业: 基础化工



检修拖累 Q3 业绩，盈利回升拐点已至

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 10 月 28 日)

报告日股价 (元)	28.60
12mth A 股价格区间 (元)	14.43/29.01
总股本 (亿股)	16.27
无限售 A 股/总股本	99%
流通市值 (亿元)	463
每股净资产 (元)	9.20

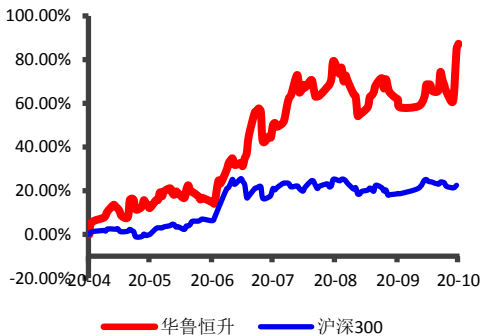
主要股东 (2020Q3)

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 (2020H1)

肥料	29.67%
醋酸及衍生品	11.38%
有机胺	14.67%
多元醇	19.67%
己二酸及中间体	9.59%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX20-HLHS02

首次报告日期: 2018 年 02 月 05 日

相关报告:

■ 公司概况

华鲁恒升发布2020年三季报, 2020年1-9月实现营业收入90.43亿元, 同比减少14.77%; 归属于母公司股东净利润12.91亿元, 同比减少32.52%。其中, Q3季度实现营业收入30.50亿元, 同比减少13.72%, 归属于母公司股东净利润3.86亿元, 同比减少35.96%。

■ 公司点评

产品价格环比回暖, 毛利率环比小幅提升

公司 2020 年前三季度主营产品肥料、有机胺、己二酸及中间体、醋酸及衍生品、多元醇销售量分别为 187.47 万吨、29.63 万吨、15.05 万吨、42.67 万吨及 47.20 万吨, 实现营业收入 24.94 亿、15.33 亿、8.47 亿、9.65 亿和 17.57 亿元, 同比增长-9.44%、11.73%、-31.53%、-20.84% 和-24.95%。Q3 季度综合毛利率为 19.99%, 环比提升 1.79 个百分点, 但仍远低于 19 年全年的 27.84%。售价方面, 据百川盈孚统计, 2020 年 Q3 季度尿素、DMF、醋酸、己二酸、正丁醇、乙二醇产品价格同比增长-9%、26%、-16%、-26%、-10%和-20%, 多数产品 Q3 季度环比价格回暖。并且, Q4 季度 DMF、正丁醇价格环比有较大提升, 正丁醇、MEG、己二酸环比均有小幅提升, 预计 Q4 季度公司业绩将会提升明显。

短期停车检修影响营收增长, 新项目提供成长性

尽管公司 Q3 季度多数主营产品价格环比回暖, 但受 8 月初公司一套煤气化装置及部分产品装置进行为期 20 天左右的停车检修影响, 营收环比增长不明显, 此次停车维修影响约在 3 亿元左右。公司 Q3 季度存货降至 2.96 亿元, 环比连续下滑, 较 Q1 季度的 4.45 亿元下降明显。在建工程环比继续增长, 截止 Q3 季度末为 18.72 亿元, 精己二酸项目及酰胺/尼龙新材料新产线建设继续有序推进, 新建己二酸产线为现有产能扩张, 预计满产进程较快, 且下游需求旺盛, 有望对公司业绩带来提升。

■ 盈利预测与估值

基于部分主营产品价格同比下滑及 Q3 季度产线短期停工, 我们下调公司的盈利预测, 预计公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 128.99 亿、143.83 亿元和 162.61 亿元, 增速分别为-9.10%、11.50%和 13.06%; 归属于母公司股东净利润分别为 20.71 亿、24.68 亿和 30.56 亿元, 增速分别为-15.58%、19.18%和 23.84%; 全面摊薄每股 EPS 分别为 1.27、1.52 和 1.88 元, 对应 PE 为 22.5、18.8 和 15.2 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	12899.09	14382.86	16260.90
年增长率	-1.16%	-9.10%	11.50%	13.06%
归属于母公司的净利润	2453.03	2070.86	2468.08	3056.49
年增长率	-18.76%	-15.58%	19.18%	23.84%
每股收益（元）	1.51	1.27	1.52	1.88
PE (X)	17.3	22.5	18.8	15.2

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	3693	6571	11210
应收和预付款项	1098	742	760	817
存货	332	300	315	330
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	20542	22299	25882
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	1250	2036	1584	2432
长期借款	1504	1504	1504	1504
其他负债	918	918	918	918
负债合计	3956	4458	4006	4854
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2018	2018	2018	2018
留存收益	10586	12440	14648	17383
归属母公司股东权益	14231	16084	18293	21028
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	14231	16084	18293	21028
负债和股东权益合计	18187	20542	22299	25882

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	3465	3064	4796
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	-258	-231	-208
现金流量净额	-569	3247	2878	4638

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	12899	14383	16261
营业成本	10240	9891	10919	12114
营业税金及附加	93	106	118	133
营业费用	372	48	53	60
管理费用	156	419	465	524
财务费用	154	41	-28	-112
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	2429	2896	3587
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	2896	2429	2896	3587
所得税	443	358	428	531
净利润	2453	2071	2468	3056
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	2453	2071	2468	3056

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	28%	23%	24%	26%
EBIT/销售收入	21%	19%	20%	21%
销售净利率	17%	16%	17%	19%
ROE	17%	13%	13%	15%
资产负债率	22%	23%	19%	19%
流动比率	1.43	2.06	3.60	4.10
速动比率	1.30	1.94	3.45	3.98
总资产周转率	0.77	0.66	0.67	0.65
应收账款周转率	13.71	22.24	23.97	26.23
存货周转率	23.04	32.97	34.66	36.71

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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±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±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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。