

华鲁恒升 (600426)

公司研究/调研简报

成本优势显著，新建项目打开新空间

调研简报/基础化工

2019年09月16日

一、分析与判断

➤ 产品结构调整灵活、成本控制出色，2019Q2 业绩逆势改善。

公司上半年实现营收 70.76 亿，同比微增 1.12%；净利 12.93 亿，同比下滑 23%。Q2 单季度实现净利 6.67 亿，环比提升 3.89%；单季毛利率 30%，环比提升 1.5 个百分点。公司 Q2 业绩呈现逆势改善的特征，主要得益于公司一头多线的煤气化平台具有产品结构调整相对灵活的特征，上半年景气度较高的尿素肥料板块销量为 122 万吨，同比增长 55.36%；另外去年年底投产的 50 万吨乙二醇项目也具有较高开工率，也是公司上半年业绩稳定的重要因素。在化工产品整体大幅下滑背景下，公司毛利率逆势改善，彰显公司出色的成本控制能力，在化工景气度整体向下格局下，公司有望在成本优势助力下，在行业景气向下周期内继续做大做强，夯实龙头地位。

➤ 煤炭价格呈下降趋势，成本下降利于业绩的稳定与增长。

煤炭是公司最主要的生产原料，本我们测算公司年煤炭采购量约 700 万吨左右，其中原料煤采购量在 500 万吨左右。公司 2019H1 煤炭采购价格中位数 555 元/吨，环比下降 5 元/吨，同比下降 15 元/吨，降幅 2.6%。三季度是煤炭需求淡季，预计煤价有进一步下降空间；长期来看，随着我国能源结构的调整、环保力度的加强，煤炭整体需求趋弱，成本的下降将有利于公司业绩的稳定与增长。

➤ 16 万吨精己二酸、30 万吨己内酰胺等新建项目打开长期成长空间。

公司 50 万吨乙二醇、10 万吨三聚氰胺（二期）等新建项目于去年年底逐步投产，成为今年重要的产能增量，其中乙二醇完全成本我们测算在 3500~3600 元/吨，显著低于行业平均水平，具有较好的盈利能力。作为 150 万吨新材料项目规划的一部分，目前公司正在投资建设 16 万吨精己二酸项目以及 30 万吨己内酰胺及尼龙新材料项目，预计分别将于 2020 年底以及 2021 上半年投产试运行。新建项目的逐步投产将打开公司新的成长空间。

二、投资建议

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.58 元、1.75 元和 1.88 元，对应 PE 分别为 10.5X、9.5X 和 8.8X，参考申万化工一级行业约 18X PE 的动态水平，维持“推荐”的评级。

三、风险提示：

公司产品及原料价格出现超预期波动的风险，新建项目进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,357	14,973	16,605	17,664
增长率（%）	37.9%	4.3%	10.9%	6.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,020	2,568	2,851	3,061
增长率（%）	147.1%	-14.9%	11.0%	7.4%
每股收益（元）	1.86	1.58	1.75	1.88
PE（现价）	8.9	10.5	9.5	8.8
PB	2.2	1.8	1.5	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

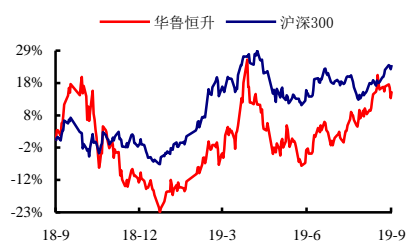
首次评级

当前价格： 16.64 元

交易数据 2019-9-12

近 12 个月最高/最低(元)	18.34/11.27
总股本（百万股）	1,627
流通股本（百万股）	1,617
流通股比例（%）	99.43
总市值（亿元）	271
流通市值（亿元）	269

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号： S0100119010009

电话： 021-60876731

邮箱： lij@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号： S0100118070030

电话： 010-85127892

邮箱： wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 华鲁恒升(600426):50 万吨乙二醇试生产，受益国际油价上涨
2. 华鲁恒升(600426)公司调研简报:产品价格延续升势，50 万吨乙二醇项目贡献

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	14,357	14,973	16,605	17,664
营业成本	9,980	11,062	12,308	13,100
营业税金及附加	98	103	114	121
销售费用	261	272	301	321
管理费用	141	147	163	174
研发费用	68	71	79	84
EBIT	3,808	3,318	3,640	3,865
财务费用	177	201	176	146
资产减值损失	76	92	106	113
投资收益	12	12	12	12
营业利润	3,569	3,036	3,370	3,618
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	3,565	3,033	3,367	3,615
所得税	546	464	515	553
净利润	3,020	2,568	2,851	3,061
归属于母公司净利润	3,020	2,568	2,851	3,061
EBITDA	5,029	4,759	5,276	5,717

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1283	3845	6833	10219
应收账款及票据	1103	1101	1221	1309
预付款项	171	193	210	226
存货	557	706	857	1002
其他流动资产	1202	1202	1202	1202
流动资产合计	4317	6956	10126	13646
长期股权投资	0	12	23	35
固定资产	12983	14865	16975	19034
无形资产	696	796	893	998
非流动资产合计	14340	14503	14507	14215
资产合计	18657	21459	24633	27861
短期借款	270	270	270	270
应付账款及票据	1568	1673	1901	2015
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3978	4211	4533	4701
长期借款	2594	2594	2594	2594
其他长期负债	13	13	13	13
非流动负债合计	2612	2612	2612	2612
负债合计	6589	6822	7145	7312
股本	1627	1627	1627	1627
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12068	14636	17488	20549
负债和股东权益合计	18657	21459	24633	27861

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	37.9%	4.3%	10.9%	6.4%
EBIT 增长率	137.1%	-12.9%	9.7%	6.2%
净利润增长率	147.1%	-14.9%	11.0%	7.4%
盈利能力				
毛利率	30.5%	26.1%	25.9%	25.8%
净利润率	21.0%	17.2%	17.2%	17.3%
总资产收益率 ROA	16.2%	12.0%	11.6%	11.0%
净资产收益率 ROE	25.0%	17.5%	16.3%	14.9%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.7	2.2	2.9
速动比率	0.9	1.5	2.1	2.8
现金比率	0.3	0.9	1.5	2.2
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.8	1.0	0.9	0.9
存货周转天数	17.3	19.0	18.6	18.5
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	1.6	1.8	1.9
每股净资产	7.4	9.0	10.8	12.6
每股经营现金流	2.4	2.7	3.0	3.2
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	8.9	10.5	9.5	8.8
PB	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.9	5.7	4.6	3.6
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,020	2,568	2,851	3,061
折旧和摊销	1,297	1,534	1,742	1,965
营运资金变动	(556)	63	35	(81)
经营活动现金流	3,941	4,371	4,835	5,152
资本开支	1,287	1,596	1,633	1,552
投资	(1,080)	0	0	0
投资活动现金流	(2,356)	(1,596)	(1,633)	(1,552)
股权募资	55	0	0	0
债务募资	(632)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,055)	(214)	(214)	(214)
现金净流量	530	2,561	2,988	3,386

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。