

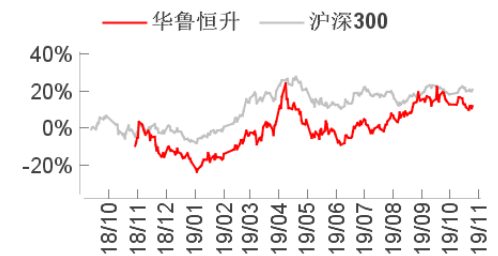
业绩稳健符合预期



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月25日)	16.29元
目标价格	19.88元
52周最高价/最低价	18.34/11.27元
总股本/流通A股(万股)	162,666/161,742
A股市值(百万元)	26,498
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年10月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.49	-4.74	9.77	7.95
相对表现	0.22	5.41	-8.58	14.04
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



资料来源: WIND、东方证券研究所

核心观点

- 业绩稳健符合预期:** 公司19年前三季度实现营收106.11亿,同比下滑2.19%;实现归母净利润19.12亿,同比下滑24.55%。其中Q3实现营收35.35亿,同比下滑8.22%,环比基本持平,归母净利润6.03亿,同比下滑29.38%,环比略减9.60%。公司Q3业绩在周期景气低位维持稳健态势,符合预期。
- 产品及原材料价格涨跌互现:** 产品价格上, Q3 醋酸价格上涨带动相应版块均价上涨明显,较Q2提升近400元/吨;己二酸及中间体及多元醇板块均价也有所上涨,主要受益于己二酸、乙二醇和辛醇价格上涨。同时,尿素价格下跌带动肥料板块均价下跌100元/吨;销量上, Q3 多元醇和有机胺环比增加近2万吨,量价综合变化导致公司营收基本持平。原材料价格上, Q3 煤炭价格维持稳定,但是纯苯和丙烯价格有所上涨,导致公司营业成本环比增加1亿元,毛利率环比略微下滑3pct,但依旧保持毛利率27.3%、净利率17.1%的高水平。
- 看好公司长期发展:** 公司业务的本质是变现煤制合成气,历史上不断通过提升造气效率及提升单位合成气附加值将合成气效益最大化。公司已通过领先于行业的盈利能力不断证明自身持续挖潜能力,未来还将通过煤制合成气与苯的进一步结合提升合成气附加值并突破用煤指标局限。此外,公司资产负债率保持不到30%的水平,未来杠杆扩张提速发展的潜力极大,长期看好!

财务预测与投资建议

- 我们预测19-21年华鲁恒升每股EPS为1.42、1.58和1.70元,按照可比公司19年14倍市盈率,给予目标价19.88元并维持买入评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动;新建项目进度不及预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,408	14,357	13,678	14,073	14,661
同比增长(%)	35.2%	37.9%	-4.7%	2.9%	4.2%
营业利润(百万元)	1,449	3,569	2,724	3,035	3,264
同比增长(%)	40.0%	146.2%	-23.7%	11.4%	7.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,222	3,020	2,310	2,575	2,769
同比增长(%)	39.6%	147.1%	-23.5%	11.5%	7.5%
每股收益(元)	0.75	1.86	1.42	1.58	1.70
毛利率(%)	19.6%	30.5%	25.4%	26.5%	26.8%
净利率(%)	11.7%	21.0%	16.9%	18.3%	18.9%
净资产收益率(%)	14.0%	28.3%	17.4%	16.4%	15.0%
市盈率	22.6	9.2	12.0	10.7	10.0
市净率	3.0	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511120005

证券分析师 万里扬
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519090003

联系人 杨奇
021-63325888-7540
yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

- 华鲁恒升系列报告三: 从行业景气看公司所处周期位置 2019-08-30
- 华鲁恒升系列报告二: 从公司成本竞争力看未来发展潜力 2019-08-11
- 化工龙头价值分析系列之二: 华鲁恒升 2019-06-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华鲁恒升(600426.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	754	1,283	1,549	1,895	3,964	营业收入	10,408	14,357	13,678	14,073	14,661
应收账款	41	23	38	31	37	营业成本	8,367	9,980	10,197	10,343	10,729
预付账款	130	171	167	170	178	营业税金及附加	76	98	101	101	105
存货	402	557	529	557	567	营业费用	189	261	245	241	239
其他	920	2,281	2,867	2,937	2,957	管理费用	170	209	220	230	242
流动资产合计	2,247	4,317	5,151	5,591	7,704	财务费用	152	177	195	134	91
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	76	11	3	5
固定资产	10,720	12,976	12,495	12,499	13,990	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,412	172	1,487	2,776	1,899	投资净收益	0	12	12	12	12
无形资产	518	696	680	665	650	其他	1	2	2	2	2
其他	1,125	496	88	75	61	营业利润	1,449	3,569	2,724	3,035	3,264
非流动资产合计	13,775	14,340	14,751	16,015	16,600	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	16,022	18,657	19,902	21,605	24,304	营业外支出	13	4	8	6	7
短期借款	660	270	300	300	300	利润总额	1,438	3,565	2,717	3,030	3,258
应付账款	1,330	1,568	1,612	1,630	1,693	所得税	216	546	408	454	489
其他	1,610	2,140	1,925	2,035	2,001	净利润	1,222	3,020	2,310	2,575	2,769
流动负债合计	3,601	3,978	3,837	3,965	3,994	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	3,115	2,594	1,594	594	494	归属于母公司净利润	1,222	3,020	2,310	2,575	2,769
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.75	1.86	1.42	1.58	1.70
其他	17	17	13	13	13						
非流动负债合计	3,132	2,612	1,608	608	508	主要财务比率					
负债合计	6,733	6,589	5,444	4,572	4,502		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,620	1,627	1,627	1,627	1,627	营业收入	35.2%	37.9%	-4.7%	2.9%	4.2%
资本公积	1,987	1,983	2,063	2,063	2,063	营业利润	40.0%	146.2%	-23.7%	11.4%	7.6%
留存收益	5,682	8,459	10,768	13,343	16,113	归属于母公司净利润	39.6%	147.1%	-23.5%	11.5%	7.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,289	12,068	14,458	17,033	19,802	毛利率	19.6%	30.5%	25.4%	26.5%	26.8%
负债和股东权益总计	16,022	18,657	19,902	21,605	24,304	净利率	11.7%	21.0%	16.9%	18.3%	18.9%
						ROE	14.0%	28.3%	17.4%	16.4%	15.0%
						ROIC	10.4%	20.9%	14.7%	14.7%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	42.0%	35.3%	27.4%	21.2%	18.5%
净利润	1,222	3,020	2,310	2,575	2,769	净负债率	43.9%	24.2%	10.7%	1.6%	0.0%
折旧摊销	957	970	1,137	1,213	1,381	流动比率	0.62	1.09	1.34	1.41	1.93
财务费用	152	177	195	134	91	速动比率	0.51	0.94	1.20	1.27	1.78
投资损失	0	(12)	(12)	(12)	(12)	营运能力					
营运资金变动	645	(1,063)	(599)	(36)	19	应收账款周转率	333.7	416.8	416.8	380.7	405.6
其它	(1,265)	849	485	3	5	存货周转率	18.0	20.4	18.3	18.6	18.6
经营活动现金流	1,711	3,941	3,516	3,877	4,255	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
资本支出	(3,406)	(2,087)	(1,951)	(2,479)	(1,971)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.75	1.86	1.42	1.58	1.70
其他	1,256	(269)	12	12	12	每股经营现金流	1.05	2.42	2.16	2.38	2.62
投资活动现金流	(2,150)	(2,356)	(1,940)	(2,467)	(1,959)	每股净资产	5.71	7.42	8.89	10.48	12.18
债权融资	979	(239)	(1,145)	(930)	(135)	估值比率					
股权融资	17	57	0	0	0	市盈率	22.6	9.2	12.0	10.7	10.0
其他	(422)	(873)	(165)	(134)	(91)	市净率	3.0	2.3	1.9	1.6	1.4
筹资活动现金流	574	(1,055)	(1,310)	(1,063)	(227)	EV/EBITDA	11.9	6.5	7.5	7.0	6.5
汇率变动影响	(4)	(1)	0	0	0	EV/EBIT	19.1	8.2	10.5	9.6	9.1
现金净增加额	132	530	266	346	2,069						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

