

投资评级 **优于大市** 维持

行业景气回落，柔性联产发挥优势

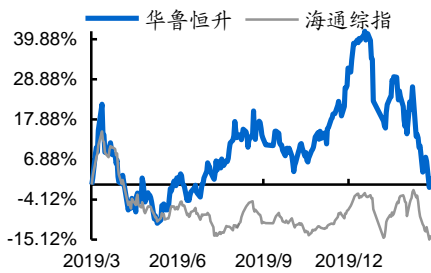
股票数据

03月26日收盘价(元)	15.81
52周股价波动(元)	13.39-21.52
总股本/流通A股(百万股)	1627/1620
总市值/流通市值(百万元)	25717/25617

相关研究

《产品价格回落影响1H19盈利》2019.08.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.0	-13.2	-16.1
相对涨幅(%)	1.2	-5.5	-7.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 朱军军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

联系人: 张璇

Tel: (021)23219411

Email: zx12361@htsec.com

投资要点:

- **华鲁恒升发布2019年报。**2019年,公司实现营业收入141.9亿元,同比-1.16%;实现归属母公司净利润24.53亿元,同比-18.76%。每股方面,实现基本每股收益1.51元,加权平均净资产收益率18.65%。
- **新产能贡献产品销量增长。**2019年,公司多个产品销量均较去年同期有所增长,其中肥料和多元醇产品销量分别同比增长36.5%和130.1%。公司2018年5月,包括尿素和复合肥产能的肥料功能化项目部分装置试车成功;2018年10月,50万吨乙二醇装置进入试生产阶段。我们认为,新产能的释放是公司2019年产品销量同比增长的重要原因。
- **行业景气向下,公司产品盈利承压。**2019年,国内煤炭均价为584元/吨,同比下降1.6%。煤炭是公司生产肥料、有机胺和醋酸的主要原料,在煤炭价格保持平稳,而产品价格下跌的情况下,公司产品盈利性出现下滑。2019年,公司肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及中间品、多元醇产品销售单价分别同比下滑8.1%、12.9%、19.8%、33.4%和29.9%。
- **发挥柔性联产优势,优化产品结构。**2019年,国内醋酸均价2882元/吨,同比下滑37.5%,而同期尿素价格仅下滑7.4%。从公司产品产量来看,公司肥料产量同比增长31.2%,而醋酸产量仅增长0.4%,我们认为,在行业景气向下,产品盈利承压下,公司能够积极应对变化,优化产品结构,体现了近年来公司积极打造的“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式优势。
- **加大研发支出,提高企业核心竞争力。**2019年,公司研发费用3.32亿元,同比增长386%,研发投入占收入比重达到3.3%。公司对诸多科技项目进行技术研发,部分项目已完成并应用于工业化装置,并积极开展聚酯类产品的技术开发,积极推进水煤浆提浓、水煤浆添加剂等技术的研究应用。
- **部分新项目启动建设。**截止2019年末,公司精己二酸项目在建工程8134万元,工程进度30%,预计2021年5月建成;己内酰胺及尼龙新材料项目8026万元,工程进度9%,预计2021年11月建成。
- **盈利预测与投资评级。**公司依托低成本合成气以及尿素、醋酸、DMF、乙二醇等多样化产品结构,业绩将平稳增长。我们预计华鲁恒升2020~2022年EPS分别为1.43、1.63、2.22元,按照2020年EPS以及10-13倍PE,对应合理价值区间14.30-18.59元,维持“优于大市”投资评级。
- **风险提示:**煤炭价格大幅上涨;产品价格大幅下降,在建项目不及预期等。

主要财务数据及预测

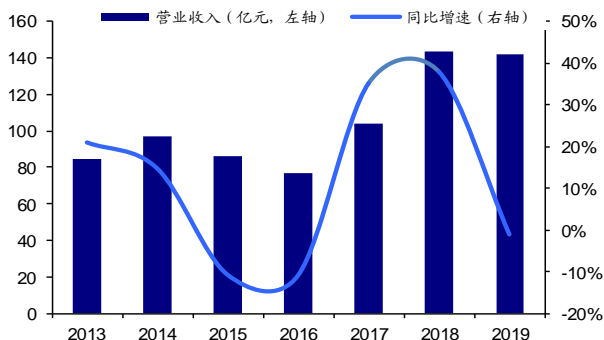
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14357	14190	14535	16694	23826
(+/-)YoY(%)	37.9%	-1.2%	2.4%	14.9%	42.7%
净利润(百万元)	3020	2453	2318	2657	3606
(+/-)YoY(%)	147.1%	-18.8%	-5.5%	14.6%	35.7%
全面摊薄EPS(元)	1.86	1.51	1.43	1.63	2.22
毛利率(%)	30.5%	27.8%	26.0%	25.7%	24.0%
净资产收益率(%)	25.0%	17.2%	14.2%	14.1%	16.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

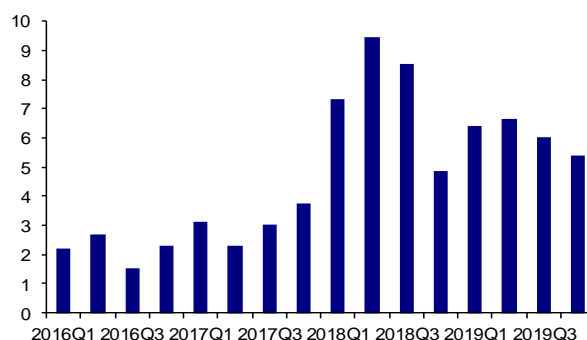
华鲁恒升发布 2019 年报。2019 年，公司实现营业收入 141.9 亿元，同比-1.16%；实现归属母公司净利润 24.53 亿元，同比-18.76%。每股方面，实现基本每股收益 1.51 元，加权平均净资产收益率 18.65%。

图1 公司近年来收入及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 2016年以来公司单季度归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

多个产品销量明显增长。2019年，公司的多个产品销量均较去年同期有所增长，其中肥料产量281万吨，销量255万吨，同比增长36.5%；有机胺产量38万吨，销量39万吨，同比增长5.6%；己二酸及中间品产量34万吨，销量22万吨，同比增长11.7%；多元醇产品产量66万吨，销量68万吨，同比增长1.30倍。2018年5月，包括尿素和复合肥产能的肥料功能化项目部分装置试车成功；2018年10月，50万吨乙二醇装置进入试生产阶段。我们认为，新产能的释放是公司2019年产品销量同比增长的重要原因。

表1 华鲁恒升 2018/2019 年经营情况对比

产品类型	2018				2019				销量同比增长
	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	收入 (亿元)	产品单价 (元/吨)	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	收入 (亿元)	产品单价 (元/吨)	
肥料	214.33	186.72	29.26	1567	281.16	254.92	36.72	1440	36.5%
有机胺	37.16	36.94	20.91	5661	37.95	39.01	19.24	4932	5.6%
己二酸及中间品	31.63	19.98	18.32	9169	33.54	22.31	16.41	7355	11.7%
醋酸及衍生品	63.01	62.29	24.96	4007	63.26	61.91	16.53	2670	-0.6%
多元醇	30.59	29.41	19.41	6600	66.21	67.67	31.30	4625	130.1%
其他收入			30.71				21.70		

资料来源: 华鲁恒升 2018-2019 年经营数据公告, 海通证券研究所 (注: 表中将除了肥料、有机胺等 5 类产品以外的收入归为“其他”收入)

行业景气向下，公司产品盈利承压。2019年，国内煤炭均价为584元/吨，同比下降1.6%。煤炭是公司生产肥料、有机胺和醋酸的主要原料，在煤炭价格保持平稳，而产品价格下跌的情况下，公司产品盈利性出现下滑。2019年，公司肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及中间品、多元醇产品销售单价分别同比下滑8.1%、12.9%、19.8%、33.4%和29.9%。我们认为，尽管公司主要产品销量同比有所增长，新产能的落地抵消了产品价格下跌对收入的影响，但在原料价格平稳，产品价格下跌的情况下，公司的盈利能力受到的影响更大。

表2 公司主要产品及原料价格(元/吨)

	煤炭	尿素	DMF	醋酸	正丁醇	己二酸	乙二醇
2018H1	603	2050	6175	4803	7756	11378	7548
2018H2	584	2086	5561	4414	7612	9536	6909
2019H1	602	2039	4707	2897	6869	8212	4779
2019H2	575	1848	4996	2996	6497	8138	4706
2018	593	2068	5869	4609	7684	10461	7229
2019	584	1916	4945	2882	6506	8129	4702
2019 同比	-1.6%	-7.4%	-15.7%	-37.5%	-15.3%	-22.3%	-35.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所 (注: 以上均为国内含税价格)

发挥柔性联产优势，优化产品结构。近年来公司依托洁净煤气化技术，提高资源综合利用能力，打造了“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式。2019年，公司三大煤气化平台互联互通且长周期稳定运行，协同效应显著；持续推进挖潜降耗和资源综合利用，低成本优势更加稳固；充分发挥柔性生产调控能力，化解了部分市场减利因素。从经营情况来看，2019年，国内醋酸均价2882元/吨，同比下滑37.5%，而同期尿素价格仅下滑7.4%，公司肥料产量同比增长31.2%，而醋酸

产量仅增长 0.4%。我们认为，在行业景气向下，产品盈利承压下，公司能够积极应对变化，优化产品结构，体现了“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式的优势。

加大研发支出，提高企业核心竞争力。2019 年，公司研发费用 3.32 亿元，同比增长 386%，研发投入占收入比重达到 3.3%。公司按照自建、拟建和生产技改项目的建设内容，筛选诸多科技项目进行技术研发，部分项目已完成并应用于工业化装置，积极开展聚酯类产品的技术开发，积极推进水煤浆提浓、水煤浆添加剂等技术的研究应用。2019 年，公司申请国家专利 20 项，其中发明专利 2 项、实用新型专利 18 项，获得国家实用新型专利授权 8 项；参与制定国家标准 1 项。

部分新项目启动建设。2019 年 3 月 19 日，公司公告建设精己二酸品质提升项目及酰胺及尼龙新材料项目。精己二酸品质提升项目计划投资 15.72 亿元，预计 2021 年 5 月投产，公司现有己二酸产品的技术水平和成本控制位居行业前列，预计投产后可年均实现营业收入 19.86 亿元、利润总额 2.96 亿元。酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨）计划投资 49.8 亿元，预计 2021 年 11 月投产，公司预计项目建成投产后，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，年均实现营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元。2019 年，公司已启动精己二酸品质提升项目和己内酰胺及尼龙新材料（30 万吨/年）项目的建设，截止年末，公司精己二酸项目在建工程 8134 万元，工程进度 30%，己内酰胺及尼龙新材料项目 8026 万元，工程进度 9%。

发布 2019 年度分红方案。公司计划 2019 年分红 0.35 元/股，累计派发股利 5.69 亿元。公司分红方案综合考虑了以下因素：1) 经济增速放缓，石化中间产业链效益收到挤压；2) 行业发展的安全环保压力和要素成本约束日益突出，供给侧结构性改革、贸易摩擦、全球疫情、能源价格大幅波动等对行业的影响加大，绿色可持续发展任务艰巨；3) 公司在建项目持续推进，资金需求量较大。

生产经营计划与发展战略。公司牢牢把握实施新旧动能转换的历史机遇，按照以全面推进循环经济为重点的可持续发展和以提升主业竞争力为核心的相关多元化发展战略，未来几年，公司将加快结构调整和优化产业布局，推动传统产能改造升级，积极发展合成气下游深加工项目，与石油化工下游产业链融合，打造高端新材料板块，成为国内一流、行业领先的现代化工企业。综合考虑生产经营状况、预期市场环境变化、新项目在建、投产情况等因素，公司预计 2020 年实现销售收入 147 亿元。

盈利预测与投资评级。公司依托低成本合成气以及尿素、醋酸、DMF、乙二醇等多样化产品结构，业绩将平稳增长。我们预计华鲁恒升 2020~2022 年 EPS 分别为 1.43、1.63、2.22 元，按照 2020 年 EPS 以及 10-13 倍 PE，对应合理价值区间 14.30-18.59 元，维持“优于大市”投资评级。

表 3 可比公司盈利预测与估值

	全面摊薄 EPS (元)			PE (倍, 以 2020.03.26 收盘价作为股价)		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
新洋丰	0.56	0.69	0.84	13.71	11.18	9.19
新疆天业	0.33	0.56	0.67	14.37	8.48	7.08
宝丰能源	0.54	0.69	0.81	15.94	12.48	10.64
平均	0.48	0.65	0.78	14.68	10.71	8.97

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所（注：新洋丰与新疆天业 2019 年 EPS 值为预计值）

注：由于公司化工品收入及毛利占比持续提升，形成尿素、醋酸、DMF、乙二醇等多样化产品结构，因此我们认为增加化工品可比公司，减少化肥可比公司是比较合理的。本次可比公司较上次增加宝丰能源，调出金正大。

分业务盈利预测说明。我们根据当前油价水平及我们对油价中长期的判断，对公司各项产品收入及成本进行了预测，预计 2020 年公司主要产品毛利率有所下滑，盈利承压，2021-2022 年随着新项目投产贡献业绩增量，业绩也会有较大提升。

表 4 华鲁恒升分业务盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
肥料					
营业收入 (万元)	292627	367169	383400	409750	418270
营业成本 (万元)	210588	244369	256878	278630	277313
毛利率	28.04%	33.45%	33.00%	32.00%	33.70%
有机胺					
营业收入 (万元)	209089	192432	192760	196515	208000
营业成本 (万元)	128505	122991	124330	125770	131040
毛利率	38.54%	36.09%	35.50%	36.00%	37.00%
醋酸及衍生品					
营业收入 (万元)	249582	165277	166875	175140	181440
营业成本 (万元)	113539	100246	96788	101581	108864
毛利率	54.51%	39.35%	42.00%	42.00%	40.00%
己二酸及中间品					
营业收入 (万元)	183221	183221	163800	164850	221200
营业成本 (万元)	140311	140311	132678	132704.25	176960
毛利率	23.42%	23.42%	19.00%	19.50%	20.00%
多元醇					
营业收入 (万元)	194062	314009	313200	354200	376000
营业成本 (万元)	184517	268370	283446	311696	327120
毛利率	4.92%	14.53%	9.50%	12.00%	13.00%
精己二酸					
营业收入 (万元)				116667	200000
营业成本 (万元)				102000	153000
毛利率				12.57%	23.50%
酰胺及尼龙新材料					
营业收入 (万元)					560000
营业成本 (万元)					478800
毛利率					14.50%
其他业务					
营业收入 (万元)	307101	216070	231195	242755	254893
营业成本 (万元)	220586	159791	187268	191776	201365
毛利率	28.17%	26.05%	19.00%	21.00%	21.00%
合计					
营业收入 (万元)	1435682	1419048	1453480	1669447	2382603
营业成本 (万元)	998046	1023950	1074908	1240524	1809982
毛利率	30.48%	27.84%	26.05%	25.69%	24.03%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 煤炭价格大幅上涨; 产品价格大幅下降, 在建项目不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	14190	14535	16694	23826
每股收益	1.51	1.43	1.63	2.22	营业成本	10239	10749	12405	18100
每股净资产	8.75	10.05	11.56	13.47	毛利率%	27.8%	26.0%	25.7%	24.0%
每股经营现金流	2.30	2.24	2.69	3.58	营业税金及附加	93	96	110	157
每股股利	0.00	0.12	0.12	0.31	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	372	382	434	596
P/E	10.48	11.09	9.68	7.13	营业费用率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%
P/B	1.81	1.57	1.37	1.17	管理费用	156	160	167	238
P/S	1.81	1.77	1.54	1.08	管理费用率%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
EV/EBITDA	7.92	7.12	5.81	3.71	EBIT	2998	2828	3244	4263
股息率%	0.0%	0.8%	0.8%	1.9%	财务费用	154	137	157	78
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.9%	0.9%	0.3%
毛利率	27.8%	26.0%	25.7%	24.0%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	17.3%	15.9%	15.9%	15.1%	投资收益	42	44	50	71
净资产收益率	17.2%	14.2%	14.1%	16.5%	营业利润	2899	2738	3139	4259
资产回报率	13.5%	10.6%	11.1%	13.0%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	15.2%	11.8%	12.4%	14.4%	利润总额	2896	2737	3138	4258
盈利增长 (%)					EBITDA	4296	4056	4675	5890
营业收入增长率	-1.2%	2.4%	14.9%	42.7%	所得税	443	419	480	651
EBIT 增长率	-21.3%	-5.7%	14.7%	31.4%	有效所得税率%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润增长率	-18.8%	-5.5%	14.6%	35.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2453	2318	2657	3606
资产负债率	21.8%	25.3%	21.8%	20.9%					
流动比率	1.43	1.03	1.80	2.95	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.24	0.89	1.58	2.71	货币资金	715	800	1973	7058
现金比率	0.29	0.23	0.73	2.04	应收账款及应收票据	34	36	41	59
经营效率指标					存货	332	353	408	595
应收账款周转天数	0.89	0.90	0.90	0.90	其它流动资产	2410	2431	2454	2515
存货周转天数	11.82	12.00	12.00	12.00	流动资产合计	3491	3620	4876	10228
总资产周转率	0.78	0.66	0.69	0.86	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.19	1.34	1.04	1.64	固定资产	11932	10832	16032	14538
					在建工程	535	4535	135	185
					无形资产	1070	1243	1362	1429
					非流动资产合计	14697	18257	19164	17476
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	18187	21877	24041	27703
净利润	2453	2318	2657	3606	短期借款	0	1031	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	824	854	986	1388
非现金支出	1302	1228	1431	1627	预收账款	357	349	401	572
非经营收益	122	107	136	98	其它流动负债	1253	1271	1325	1508
营运资金变动	-142	-4	155	490	流动负债合计	2434	3505	2711	3468
经营活动现金流	3736	3650	4379	5821	长期借款	1504	2004	2504	2304
资产	-1856	-4302	-2352	-252	其它长期负债	18	18	18	18
投资	-200	-500	0	300	非流动负债合计	1522	2022	2522	2322
其他	42	56	62	83	负债总计	3956	5527	5234	5790
投资活动现金流	-2014	-4746	-2289	132	实收资本	1627	1627	1627	1627
债权募资	0	1531	-531	-200	普通股股东权益	14231	16349	18807	21913
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-2291	-350	-385	-668	负债和所有者权益合计	18187	21877	24041	27703
融资活动现金流	-2291	1182	-916	-868					
现金净流量	-569	85	1173	5085					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
刘威 基础化工行业
朱军军 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,浙江龙盛,东华能源,通源石油,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新潮能源,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。