

Q2 去库存实现环比回升，上半年基本奠定业绩底

华鲁恒升 (600426)

事件

2020 年半年报: H1 公司合计实现营业收入 59.93 亿元，同比减少 15.30%，实现归母净利润 9.04 亿元，同比减少 30.93%。对应 Q2 单季实现净利 4.74 亿元，环比提升 10.45%，同比减少 28.82%。

简评

Q2 产品价格触底，依靠去库存实现环比增长，上半年基本奠定业绩底

一季度，疫情冲击之下公司生产装置运行基本平稳，开工及产品产量维持稳定，但销量和产品实现单价均受到较大影响，尤其是销量方面，Q1 公司有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销量均环比出现大幅下滑（见下表 1），且远低于产品产量。产品被动累库是 Q1 业绩下滑的主要因素。二季度，公司去库存效果明显，上述产品产销率明显超过历史水平，基本清楚了此前的库存积压，但由于全球疫情蔓延下游需求不振、以及行业内企业普遍的去库存压力，主要产品价格大幅下滑（Q2 除己二酸、DMF 价差外其他产品价格价差均环比下滑）成为 Q2 的主要业绩压力来源。但公司在 Q2 依然依靠销量回补实现了业绩的环比回升。

整体看，Q1、Q2 公司在行业极限的“压力测试”下仍能保持单季超过 4 亿的盈利能力，业绩稳健程度远高于行业整体水平，再度彰显了优异的成本优势。此外，Q2 公司主要产品价格已严重低于正常水平，Q3 起开始伴随经济复苏和下游需求恢复，多数产品价格已开启底部回升。公司上半年基本奠定业绩底，后续改善预期强烈。

费用率方面，公司 H1 销售、管理、财务费用率分别为 0.34%、1.05%、0.86%，分别同比-2.33、+0.14、-0.36pct，其中销售费用率的同比下滑主要是根据新收入准则要求将“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”。

现金流方面，公司上半年合计实现经营净现金流 15.00 亿元，同比减少 26.54%。

维持
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号: S1440518100005

研究助理: 邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期: 2020 年 08 月 11 日

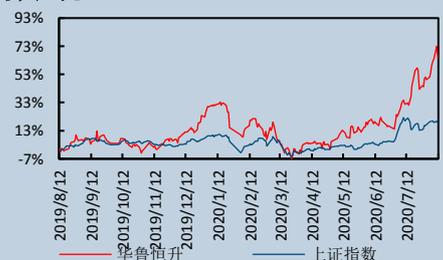
当前股价: 25.57 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
25.22/26.49	49.32/33.95	68.99/48.61	
12 月最高/最低价 (元)			26.98/14.5
总股本 (万股)			162,665.98
流通 A 股 (万股)			162,032.98
总市值 (亿元)			415.94
流通市值 (亿元)			414.32
近 3 月日均成交量 (万)			1,835.28
主要股东			
山东华鲁恒升集团有限公司			32.19%

股价表现



相关研究报告

- 20.03.27 【中信建投化学制品】华鲁恒升 (600426):逆势之中业绩高度稳健, Q4 实现同比增长
- 19.11.29 【中信建投化学制品】华鲁恒升 (600426):业绩环比小幅下滑, 未来成长表现可期

表 1：华鲁恒升产品价格及价差
单位：元/吨

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
甲醇价格	2875	3029	2833	2423	2330	2191	2271	2086	1720
甲醇价差	1639	1730	1484	1060	841	744	888	778	591
乙二醇价格	7431	7543	6328	5092	4462	4601	4882	4455	3471
乙二醇价差	3981	3908	2927	2184	1667	1972	2157	1953	1407
尿素价格	1997	1976	2051	1965	2011	1871	1702	1704	1645
尿素价差	1271	1225	1281	1228	1299	1257	1121	1148	1127
醋酸价格	4913	4385	4364	3139	2709	3068	2846	2545	2334
醋酸价差	3343	2719	2806	1806	1428	1863	1597	1398	1388
DMF 价格	6248	5678	5450	4931	5182	5083	5281	5295	5226
DMF 价差	1359	639	546	623	970	1177	1326	1668	2057
己二酸价格	9726	10145	9027	8434	7962	8318	7933	7832	6044
己二酸价差	3476	3244	3018	3700	3485	2926	2359	2620	2863
正丁醇价格	7883	7858	6926	6808	6416	6419	6212	5574	5268
正丁醇价差	2466	1904	1180	1806	1723	1315	1532	1313	1089
三聚氰胺价格	7840	8283	7884	6340	5929	5750	5579	5416	5033
三聚氰胺价差	4244	4726	4192	2804	2309	2382	2516	2350	2071
辛醇均价	8424	9067	8949	7857	7327	7466	7014	6530	6422
辛醇价差	2341	2381	2495	2243	2056	1734	1758	1744	1728

数据来源：Wind、百川资讯，中信建投

表 2：华鲁恒升分季度产品产销量
单位：元/吨

产品	产销量	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
肥料	产量	57.86	65.48	62.72	71.94	72.22	74.28	77.72	70.46
	销量	55.7	52.25	57.51	64.87	64.53	68.01	69.63	63.16
有机胺	产量	9.48	10.25	9.09	7.78	10.26	10.82	9.44	9.45
	销量	10.41	9.75	8.55	8.88	10.42	11.16	7.77	10.27
己二酸及中间品	产量	8.18	7.43	8.4	8.3	8.43	8.41	8.28	8.17
	销量	5.19	4.34	5.85	5.56	5.36	5.54	3.81	6.12
醋酸及衍生品	产量	16.05	15.18	15.87	15.91	15.04	16.44	16.20	15.51
	销量	16.87	14.59	15.23	15.62	14.58	16.48	14.79	15.54
多元醇	产量	6.13	12.74	17.04	14.82	17.38	16.97	16.68	15.82
	销量	6.18	11.43	17.37	15.68	17.35	17.27	14.63	17.22

数据来源：公司经营数据公告，中信建投

成本为王，穿越行业寒冬

华鲁恒升一直秉承于煤化工成本最低优势企业，而且每年都在技改和柔性联产方面持续投入，随着公司打通三

大平台，在降低成本端的基础上富裕合成气再增加；叠加公司在运输、人员管理等方面的核心优势，毛利率同比行业平均高 10 个百分点以上，因此在化工景气熊市的情况下，业绩仍然维持稳健，随着新增产能的不断储备，未来业绩仍有望维持台阶式增长。

分产品而言，除 DMF 等少数产品外，公司大部分产品价格、价差水平仍处于历史 10 分位数以下，后续改善预期明显。**醋酸**国内产能 925 万吨，产量 779 万吨，平均开工率 84%，国内表观消费量 706 万吨，处于动态平衡，2020 年无新增产能，我们预计随着疫情过后价格仍有上行空间；**尿素**方面，产能退出与需求下滑共存，主要视各省份固定床退出程度，但是我们预计后续不会回到 15-16 年极端情况，价格中枢即使维持在固定床成本线上，公司也有比较稳定的盈利水平；**乙二醇**相对竞争激烈，成本为王的时代彻底到来，即使当前历史绝对底部，我们预计华鲁仍然可以实现接近盈亏平衡；**DMF** 方面，行业某大厂今年退出，供需格局较好，是煤化工下游景气较为良好的子板块；

150 万吨绿色新材料瞄准苯产业链，继续加码未来成长

公司积极响应山东新旧动能转换，十三五发展瞄向 150 万吨绿色化工新材料项目-包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等，将进一步拓宽公司未来成长空间。2019 年 3 月，公司发布公告将投资建设“精己二酸品质提升项目”和“酰胺及尼龙新材料项目”，预计将合计新增己二酸 16.66 万吨、己内酰胺 30 万吨、甲酸 20 万吨、PA6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等，本次进军行业主要是苯产业链，一方面纯苯山东价格基本是全国价格洼地，而且原料市场大而易得；另一方面，公司在羰基合成和苯加氢工艺方面已经极为成熟，继续做大做强顺理成章。项目总投资额度 65.5 亿，预计建设周期 30 个月（己二酸项目为 24 个月），预计合计贡献利润总额 7.42 亿，继续加码未来成长。精己二酸、酰胺及尼龙新材料项目进度分别为 30%、9%，预计将分别于 2021 年 5 月份、11 月份投产，未来增量仍然可观。

我们维持公司 2020 年、2021、2022 年净利润预测分别为 23.29、29.38、35.49 亿元。对应 PE 为 18X、14X、12X，维持买入评级。

表 3：预测和比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	14,356.82	14,190.48	14,627.84	16,367.06	18,358.30
主营收入增长率	37.94%	-1.16%	3.08%	11.89%	12.17%
净利润（百万元）	3,019.65	2,453.03	2,328.60	2,938.16	3,549.22
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-5.07%	26.18%	20.80%
ROE	25.02%	17.24%	14.02%	15.03%	15.36%
EPS（元）	1.864	1.508	1.432	1.806	2.182
P/E	13.73	16.96	17.87	14.16	11.74
P/B	3.45	2.93	2.51	2.14	1.80

数据来源：Wind，中信建投

风险提示

下游需求改善不及预期；

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 邓天泽：人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk