

华鲁恒升 (600426)

化学制品/化工

发布时间: 2019-10-28

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

业绩符合预期, 行业景气底部公司彰显韧性

公司 2019 年前三季度实现营收 106.11 亿元 (yoy-2.20%); 归母净利润 19.12 亿元 (yoy-24.55%); 扣非后归母净利润 18.79 亿元 (yoy-25.91%); 经营性现金净流入 27.25 亿元 (yoy-12.06%); ROE 14.79%, 同比降低 9.47pct。2019 年 Q3 营收 35.35 亿元 (yoy-8.22%, qoq+0.05%); 归母净利润 6.03 亿元 (yoy -29.38%, qoq-9.47%)。

业绩符合预期, 行业景气度下滑下公司彰显韧性: 公司前三季度肥料销量 187 万吨 (yoy+39%), 其中 Q3 销量 64.5 万吨 (yoy+16%, qoq-1%); 多元醇销量 50.4 万吨 (yoy+180%), Q3 销量 17.4 万吨 (yoy+181%, qoq+11%); 其余产品产销水平基本保持稳定。公司去年 5 月投产的 100 万吨尿素、10 月投产 50 万吨乙二醇持续贡献增量, 较好的弥补产品价格下滑带来的不利影响。Q3 主要产品市场均价尿素 1859 元/吨 (yoy-6%, qoq-7%)、乙二醇 4597 元/吨 (yoy-39%, qoq+3%)、DMF4817 元/吨 (yoy-16%, qoq+1%)、己二酸 8296 元/吨 (yoy-18%, qoq+4%)、醋酸 3173 元/吨 (yoy-28%, qoq+18%)、醋酐 6236 元/吨 (yoy-13%, qoq+16%)、三聚氰胺 5469 (yoy-31%, -5%)。公司前三季度毛利率 28.68%, 同比降低 4.24pct, 其中 Q3 毛利率 27.31%, 环比减少 2.86pct, 占比较大的尿素三季度盈利水平环比下滑系 Q3 毛利率下滑的主因。前三季度公司期间费用率合计 7.11%, 提高 2.97pct, 主要系以量补价下销售费用大幅增加和费用化研发支出增加所致。净利率 18.02%, 同比降低 5.34pct, Q3 进一步降至 17.07%。在行业景气普遍下滑背景下, 公司连续三季度归母净利润稳定在 6 亿+, 彰显较强的韧性。

多种产品价格基本见底, 尿素高位风险有所释放: 受全球宏观经济下行、贸易摩擦反复、下游需求减弱等影响, 化工行业景气度自 18 年 Q3 之后持续下滑, 主要化工产品价格持续下跌, 行业盈利水平不断减

股票数据 2019/10/25

6 个月目标价 (元)	18.72
收盘价 (元)	16.29
12 个月股价区间 (元)	11.12 ~ 19.00
总市值 (百万元)	26,498
总股本 (百万股)	1,627
A 股 (百万股)	1,627
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	10%	9%
相对收益	-5%	9%	-12%

相关报告

- 《华鲁恒升 (600426): 煤化工龙头彰显成本优势, 业绩超预期》-20190808
- 《华鲁恒升 (600426): 业绩环比大幅改善, 看好公司园区长期发展优势》-20190422
- 《华鲁恒升 (600426): 价格有望底部回暖, 新项目接力长期成长可期》-20190319
- 《华鲁恒升 (600426): 业绩符合预期, 股权激励彰显公司信心》-20190116

证券分析师: 胡双

执业证书编号: S0550518080003

02120363247

hushuang@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,408	14,357	14,522	15,202	16,489
(+/-)%	35.15%	37.94%	1.15%	4.68%	8.47%
归属母公司净利润	1,222	3,020	2,542	2,775	3,126
(+/-)%	39.58%	147.10%	-15.80%	9.14%	12.67%
每股收益 (元)	0.75	1.86	1.56	1.71	1.92
市盈率	21.19	6.50	10.42	9.55	8.48
市净率	2.79	1.63	1.82	1.53	1.30
净资产收益率 (%)	13.16%	25.02%	17.46%	16.06%	15.38%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.19%	0.23%	0.30%
总股本 (百万股)	1,620	1,627	1,627	1,627	1,627

弱。目前来看，公司主要产品乙二醇、己二酸、DMF、醋酸等市场价格处在近 10 年的底部位置，一旦需求回暖具备较大的向上修复空间。尿素市场价格在今年三季度以来，受需求季节性等影响，回落至 2017 年水平，但无论是从行业的供需格局还是行业中枢成本抬升的角度来看，尿素价格持续大幅下跌的可能性也较低，随着冬储需求的启动，四季度价格短期还有望环比改善。在多种产品景气周期底部，凭借公司极为优秀的成本管理控制水平、以及多元化联产优势，以 Q3 季度盈利水平下的公司年化 ROE 仍能达到 17%，公司综合竞争优势凸显。

己二酸等有序建设，持续看好公司长期发展：公司拟投资 65.52 亿元建设的己二酸品质提升和酰胺及尼龙新材料等项目在今年 5 月既已启动建设。截至 2019 年 Q3 末公司在建工程 3.1 亿元，较年初增加 53%，公司 Q3 构建固定资产等支付的现金 4.49 亿元，环比 Q2 增加 2.14 亿元。公司投资建设酰胺、尼龙产业优势主要体现在煤气化平台带来的原料端优势以及产业链间的协同、技术优势等。凭借公司优秀的成本管控水平，新产能释放即会带来可观增量业绩。后续来看公司“150 万吨新材料项目”接力，公司长期成长空间可期。而从公司自身现金流来看，公司过去几年资本投入开始带来增量回报，预计每年经营性现金流将提升至 30 亿+水平，随着现金的回流公司在报告期偿还掉所有的短期借款以及部分长期借款等，Q3 末公司资产负债率进一步降低至 27%。

盈利预测：维持公司 2019-2021 年的归母净利润 25.42、27.75、31.26 亿元的预测，对应 EPS 分别为 1.56、1.71、1.92 元/股，对应 PE 分别为 10.4X、9.6X、8.5X，维持“买入”评级。

风险提示：新建项目进展不及预期；尿素价格大幅下跌

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,283	4,060	6,868	9,911	净利润	3,020	2,542	2,775	3,126
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	76	27	20	35
应收款项	1,103	907	950	1,030	折旧及摊销	1,221	1,200	1,235	1,265
存货	557	523	533	575	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	1,374	1,375	1,383	1,396	财务费用	188	171	203	253
流动资产合计	4,317	6,865	9,735	12,912	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-556	57	38	-3
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-8	0	0	0
固定资产	12,983	12,283	11,848	11,583	经营活动净现金流量	3,941	3,998	4,271	4,675
无形资产	696	696	696	696	投资活动净现金流量	-2,356	-1,300	-2,000	-2,200
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-1,055	79	537	567
非流动资产合计	14,340	14,440	15,205	16,140	企业自由现金流	3,270	2,527	2,142	2,404
资产总计	18,657	21,305	24,941	29,053					
短期借款	270	270	270	270	财务与估值指标				
应付款项	1,568	1,431	1,508	1,608	每股指标				
预收款项	303	375	369	409	每股收益 (元)	1.86	1.56	1.71	1.92
一年内到期的非流动负债	1,338	1,338	1,338	1,338	每股净资产 (元)	7.42	8.95	10.62	12.49
流动负债合计	3,978	3,834	3,954	4,120	每股经营性现金流量 (元)	2.42	2.46	2.63	2.87
长期借款	2,594	2,894	3,694	4,594	成长性指标				
其他长期负债	17	17	17	17	营业收入增长率	37.94%	1.15%	4.68%	8.47%
长期负债合计	2,612	2,912	3,712	4,612	净利润增长率	147.10%	-15.80%	9.14%	12.67%
负债合计	6,589	6,745	7,665	8,731	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	12,068	14,560	17,275	20,321	毛利率	30.48%	28.47%	29.24%	30.05%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.03%	17.51%	18.25%	18.96%
负债和股东权益总计	18,657	21,305	24,941	29,053	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	22.88	22.79	22.82	22.81
					存货周转率 (次)	17.53	18.39	18.10	18.20
					偿债能力指标				
					资产负债率	35.32%	31.66%	30.73%	30.05%
					流动比率	1.09	1.79	2.46	3.13
					速动比率	0.90	1.61	2.28	2.95
					费用率指标				
					销售费用率	1.81%	2.80%	2.80%	2.80%
					管理费用率	0.98%	1.20%	1.10%	1.00%
					财务费用率	1.23%	1.18%	1.34%	1.53%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	1.97%	2.16%	2.56%
					股息收益率	0.00%	0.19%	0.23%	0.30%
					估值指标				
					P/E (倍)	6.50	10.42	9.55	8.48
					P/B (倍)	1.63	1.82	1.53	1.30
					P/S (倍)	1.85	1.82	1.74	1.61
					净资产收益率	25.02%	17.46%	16.06%	15.38%

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈俊杰: 基础化工行业主管, 2018年6月1日入职东北证券。2015、2016年新财富最佳分析师入围。在农化、有机硅、玻纤等领域具有深刻见解。

胡双: 复旦大学物理化学硕士, CPA, 2017年加入东北证券, 任基础化工行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn