

# 业绩符合预期，开启新一轮资本开支周期

## ——华鲁恒升 2019 年报点评

2020 年 03 月 27 日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

公司报告

公司发布 2019 年年报，报告期内公司实现营收 141.9 亿元、同比-1.2%，归母净利润 25.43 亿元、同比-18.8%，业绩基本符合预期。

**以量补价营收保持平稳，成本优化业绩符合预期。**2019 年由于化工品整体处于去库存周期，同时全年原油整体价格水平弱于 2018 年，因此公司主营产品价格普跌，2019 年化肥均价同比-8%、有机胺-13%、己二酸及中间体-20%、醋酸及衍生品-33%、多元醇-30%。在景气低迷情况下，公司凭借乙二醇和肥料功能化项目放量，产销量大幅提升从而全年营收保持平稳，化肥销量同比+37%、有机胺+6%、己二酸及中间体+12%、醋酸及衍生品-1%、多元醇+130%。成本方面，公司持续技改挖潜，报告期内完成了三大气化平台的互联互通以及乙二醇新装置的优化技改，提升了原料煤利用率和总体产品产出，同时单位产品、尤其是乙二醇成本大幅降低，保障了盈利能力的相对平稳。

**步入下一轮资本开支周期，新材料项目开启新一轮成长。**公司预计 2021 年 5 月份投产的己二酸新项目采用更为先进的环己烯法工艺、原料氢气自配套，2021 年 11 月份投产的己内酰胺项目中原料环己酮、氢气和液氨自配套以及单位投资强度较低，预计均将保持良好的成本竞争力。10 万吨 DMF 项目预计今年三季度投产；同时公司环评显示正在规划建设氨基树脂新材料单体项目，包含低压法三聚氰胺装置两套，每套 6 万吨+副产碳酸氢铵 30 万吨（合计 12+60 万吨），利于公司将富余合成氨转化为较高附加值产品。

**短期面临压力，油价大跌、海外疫情爆发加速产业链库存深度去化。**通常原油价格略微领先于其他如化工、黑色、有色等工业品，而同时价格又是库存的领先指标，我们判断本次油价大跌有望驱使产业链进一步去库存，进而宣告本轮库存周期的正式结束、进入补库周期，届时大宗商品需求回暖有望带动价格上涨。从时间上需要密切关注需求端的海外疫情拐点、以及供给端的增减产情况如 6 月 9 日的下一次 OPEC 会议沙特是否协商恢复扩大减产。

**公司盈利预测及投资评级：**预计公司 2020-2022 年净利润分别为 22.2、27.9 和 33.2 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 11.6、9.2 和 7.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**海外疫情影响持续性超预期，需求持续低迷。

### 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,356.82	14,190.48	12,944.51	17,812.33	21,832.09
增长率(%)	37.94%	-1.16%	-8.78%	37.61%	22.57%
归母净利润(百万元)	3,019.65	2,453.03	2,219.36	2,787.27	3,322.02
增长率(%)	147.10%	-18.76%	-9.53%	25.59%	19.19%
净资产收益率(%)	25.02%	17.24%	13.64%	14.86%	15.30%
每股收益(元)	1.86	1.51	1.36	1.71	2.04
PE	8.48	10.48	11.59	9.23	7.74
PB	2.13	1.81	1.58	1.37	1.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

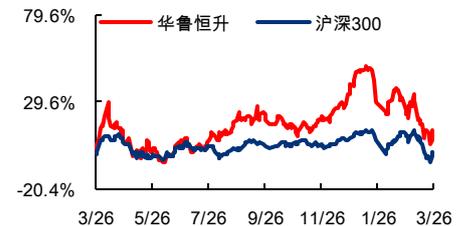
### 公司简介：

公司是国内煤化工龙头，是化工企业中内生扩张的典范：公司下游产品广泛、呈“一头多线”布局，包括尿素、多元醇、己二酸、醋酸、有机胺等；公司通过不断内生延伸产业链和扩增产能实现业绩的持续稳定增长，自 2002-2017 年的 16 年来，公司总资产、营收、净利润均增长了约 20 倍，年复合增速 23%。

### 交易数据

52 周股价区间(元)	21.05-13.24
总市值(亿元)	257.17
流通市值(亿元)	256.17
总股本/流通 A 股(万股)	162,666/162,033
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.08

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519080002

### 分析师：张明烨

0755-82832017 zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517120002

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元							
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
<b>流动资产合计</b>	4317	3491	5055	7042	9061	<b>营业收入</b>	14357	14190	12945	17812	21832			
货币资金	1283	715	2633	3380	4402	<b>营业成本</b>	9980	10239	9755	13665	16795			
应收账款	23	34	31	43	53	营业税金及附加	98	93	85	121	148			
其他应收款	1	0	0	0	0	营业费用	261	372	234	395	572			
预付款项	171	130	90	35	-33	管理费用	141	156	124	196	240			
存货	557	332	316	443	544	财务费用	177	154	89	75	66			
其他流动资产	1202	53	-243	914	1869	研发费用	68	332	61	84	103			
<b>非流动资产合计</b>	14340	14697	15159	16037	17313	资产减值损失	76.11	-3.91	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	13.49	0.00	0.00	0.00			
固定资产	12976	6811	7398	8100	9048	投资净收益	11.61	41.73	17.78	17.78	17.78			
无形资产	696	1070	1049	1028	1007	加:其他收益	1.94	4.75	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	378	1091	1091	1091	1091	<b>营业利润</b>	3569	2899	2613	3294	3925			
<b>资产总计</b>	18657	18187	20214	23079	26374	营业外收入	0.85	0.57	0.57	0.57	0.57			
<b>流动负债合计</b>	3978	2434	2430	2808	3139	营业外支出	4.29	2.99	2.99	2.99	2.99			
短期借款	270	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	3565	2896	2611	3291	3923			
应付账款	1568	824	774	1084	1333	所得税	546	443	392	504	601			
预收款项	303	357	407	474	557	<b>净利润</b>	3020	2453	2219	2787	3322			
一年内到期的非流动负债	1338	914	914	914	914	少数股东损益	0	0	0	0	0			
<b>非流动负债合计</b>	2612	1522	1518	1518	1518	归属母公司净利润	3020	2453	2219	2787	3322			
长期借款	2594	1504	1504	1504	1504	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E				
<b>负债合计</b>	6589	3956	3948	4326	4657	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	37.94%	-1.16%	-8.78%	37.61%	22.57%			
实收资本(或股本)	1627	1627	1627	1627	1627	营业利润增长	146.21	-18.77%	-9.85%	26.02%	19.17%			
资本公积	2063	2073	2073	2073	2073	归属于母公司净利润增长	-9.53%	25.59%	-9.53%	25.59%	19.19%			
未分配利润	7645	9773	11702	14126	17014	<b>获利能力</b>								
归属母公司股东权益合计	12068	14231	16266	18753	21717	毛利率(%)	30.48%	27.84%	24.64%	23.28%	23.07%			
<b>负债和所有者权益</b>	18657	18187	20214	23079	26374	净利率(%)	21.03%	17.29%	17.15%	15.65%	15.22%			
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>								
单位:百万元						总资产净利润(%)	16.19%	13.49%	10.98%	12.08%	12.60%			
2018A						2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)				
2018A						2019A	2020E	2021E	2022E	25.02%	17.24%	13.64%	14.86%	15.30%
<b>经营活动现金流</b>	3941	3736	3189	2611	3435	<b>运营能力</b>								
净利润	3020	2453	2219	2787	3322	总资产周转率	0.83	0.77	0.67	0.82	0.88			
折旧摊销	1887.97	2338.93	0.00	599.52	702.85	应收账款周转率	443	491	393	477	454			
财务费用	177	154	89	75	66	应付账款周转率	9.91	11.87	16.20	19.17	18.06			
应收账款减少	0	0	3	-12	-10	<b>每股指标(元)</b>								
预收账款增加	0	0	49	68	83	每股收益(最新摊薄)	1.86	1.51	1.36	1.71	2.04			
<b>投资活动现金流</b>	-2356	-2014	-993	-1489	-1989	每股净现金流(最新摊薄)	0.33	-0.35	1.18	0.46	0.63			
公允价值变动收益	0	13	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.75	10.00	11.53	13.35			
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
投资收益	12	42	18	18	18	P/E	8.48	10.48	11.59	9.23	7.74			
<b>筹资活动现金流</b>	-1055	-2291	-277	-376	-424	P/B	2.13	1.81	1.58	1.37	1.18			
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	5.08	5.09	7.87	6.21	5.03			
长期借款增加	0	0	0	0	0									
普通股增加	6	0	0	0	0									
资本公积增加	50	10	0	0	0									
<b>现金净增加额</b>	530	-568	1919	747	1021									

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	华鲁恒升（600426）：为什么公司盈利能力能够逆景气度提升	2019-08-13
公司财报点评	华鲁恒升（600426）：产销持续增长，业绩略超预期	2019-04-23
行业深度报告	工业气体行业深度报告：渗入高精尖，老树发新芽	2020-03-25
行业普通报告	油石化行业：原油价格战重演 炼化轻烃裂解存结构性机会	2020-03-10
行业普通报告	基础化工行业报告：油价大跌有望引领化工品库存深度去化	2020-03-10
行业深度报告	天然气行业系列报告之三：从美国经验看市场化改革带来的天然气行业发展新机遇	2020-03-01
行业普通报告	基础化工行业：磷肥短期供需矛盾突出，长期趋于健康有序发展	2020-02-26
行业深度报告	电子化工材料（ECM）进口替代实质性突破系列专题报告之三：湿电子化学品——内资龙头竞争力强，部分产品比肩国际先进水平	2020-01-19
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之一：烷烃裂解助烯烃实现全面国产化	2020-01-16
行业深度报告	电子化工材料（ECM）进口替代实质性突破系列专题报告之二：光刻胶——技术壁垒高，低端产品国产化率较高，高端产品技术差距大	2020-01-16

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

### 张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526