

方正证券研究所证券研究报告

华鲁恒升(600426)

公司研究

化工行业

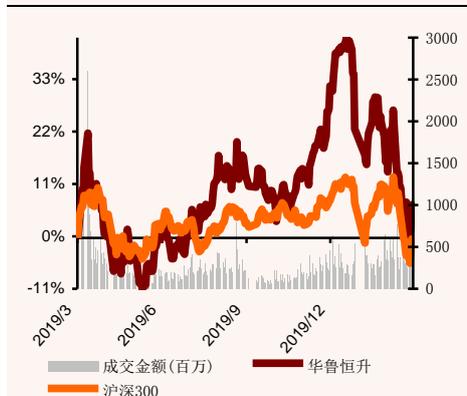
公司财报点评

2020.03.26/强烈推荐(维持)

化工分析师：刘万鹏
 执业证书编号：S1220519110010
 E-mail liuwanpeng@foundersec.com

首席化工分析师：李永磊
 执业证书编号：S1220517110004
 E-mail liyonglei@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《产品价格下行，看好未来成长能力 —— 华鲁恒升 2019 三季度报点评》2019.10.26
- 《产品价格仍在寻底，周期成长可期 —— 华鲁恒升 2019 半年报点评》2019.08.08
- 《产品价格下行，新项目提供后续动能 —— 华鲁恒升年报点评》2019.03.19

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司发布 2019 年报

3月26日，公司发布2019年报，实现营收141.90亿元，同比下降1.16%；实现归母净利润24.53亿元，同比下降18.76%；ROE为17.24%，同比回落7.78个百分点。其中Q4实现营业收入35.80亿元，同比增长2.05%；实现归母净利润5.41亿元，同比增长11.46%；ROE为3.87%，同比回落0.23个百分点。

公司期间费用为10.14亿元，期间费用率为7.15%，同比上升2.66个百分点。公司销售费用3.72亿元，费用率2.62%，同比上升0.78个pct；管理费用1.56亿元，费用率1.10%，同比上升0.11个pct；研发费用3.32亿元，费用率2.34%，同比大幅上升1.86个pct；财务费用1.54亿元，费用率1.09%，同比下滑0.16个pct。公司研发支出大幅提升主要源自材料投入和委托研发。

经营数据方面，肥料产量281万吨，销量255万吨，同比增加68万吨，收入36.72亿元，销售均价1264元/吨；有机胺产量38万吨，销量39万吨，同比增加2万吨，收入19.24亿元，销售均价4326元/吨；己二酸及中间体产量34万吨，销量22万吨，同比增加2万吨，收入16.41亿元，销售均价6452元/吨；醋酸及衍生品产量63万吨，销量62万吨，同比持平，收入16.53亿元，销售均价2342元/吨；多元醇产量66万吨，销量68万吨，同比增加39万吨，收入31.40亿元，销售均价4070元/吨。从产品看，公司尿素产能180万吨/年，产能利用率117%；DMF产能25万吨/年，产能利用率96%；醋酸产能50万吨/年，产能利用率117%；己二酸产能16万吨/年，产能利用率94%；多元醇产能75万吨/年，产能利用率88%。

现金流强劲，资产负债表健康

虽然2019年公司主要产品价格下行，公司归母净利下降18.76%，但公司经营活动产生的现金流量净额为37.36亿元，同比仅下降5.20%，其中第四季度达到了10.11亿元，同比增长了20.07%。公司2019年经营活动现金流金额下降较少，主要是因为公司营运资金增加额同比下降，2019年公司营运资金增加了1.40亿元，而2018年营运资金增加了5.66亿元，其中，2019年存货下降了2.36亿元，而2018年存货增加了1.68亿元，2019年应付账款减少了2.12亿元，而2018年减少了4.56亿元。公司强劲的现金流可有效支撑后续投资项目，未来公司已二酸和酰胺及尼龙新材料项目总计投资66亿元左右，从2019年的现金流情况看，公司资本开支非常从容，而且2019年公司的负债率仅为21.75%，又同比下降了5.24个百分点，达到了公司上市以来的历史新低水平。可以看出，虽然行业景气又逐渐回落

到相对底部，但公司的现金流仍保持强劲，ROE 仍保持在较高水平，反映出公司盈利底部在逐步抬升。

受市场需求影响，主要产品均出现价格下滑

化肥产品：受农业需求下降、工业需求增长放缓影响，价格同比小幅下滑：尿素均价 1841 元/吨(山东出厂价)，同比降低 5.4% 左右。据山东省化肥工业协会统计，2019 年，山东省尿素产量 706 万吨，公司占比 30%。**有机胺系列产品：**DMF 行业产能 97 万吨，产量 72 万吨，开工率 74%，整体市场维持供需平衡。2019 年，公司产品国内市场占有率达到 30% 以上，具有较强的竞争实力，继续保持了行业的引领地位。**醋酸及衍生品：**醋酸国内产能 925 万吨，产量 779 万吨，平均开工 84%，国内表观消费量 706 万吨。2020 年，醋酸预期没有新增产能投产。因新冠疫情影响，预计疫情期间需求受到一定影响，但醋酸作为基础化工原料，预计疫情过后，需求存在反弹的条件。**己二酸及中间品：**国内己二酸产能 259 万吨，产量 150 万吨，平均开工率 58%，处于产能过剩状态。2020 年，预计受新增供应影响，存在短期竞争加剧的可能。**多元醇产品：**国内乙二醇总体产能 1080 万吨，实际产量 750 万吨，行业开工率 69%。异辛醇国内产能 255 万吨，实际产量 221 万吨，行业开工率 87%。正丁醇国内产能 260 万吨，实际产量 210 万吨，行业开工率 81%。乙二醇下游化纤产能处于快速增长阶段，预计市场供需处于增长期；异辛醇市场产能过剩，竞争较为激烈；正丁醇市场产能未来两年内暂无新增产能释放，但也属相对过剩，竞争较为激烈。

持续扩张性资本开支造就公司成长性

继煤制乙二醇和三聚氰胺项目投产后，公司再推两项投资规划。公司计划投资 15.72 亿元，建设精己二酸品质提升项目，预计建设周期 24 个月，建成后实现年营业收入 19.86 亿元，利润 2.96 亿元。同时公司计划投资 49.8 亿元，建设酰胺及尼龙新材料项目。投产后预计实现年产己内酰胺 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，预计实现年营业收入 56.13 亿元，利润 4.46 亿元。公司 2019 年第四季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金高达 11.14 亿元，已经开动了新一轮扩张的步伐，我们看好公司凭借优秀的成本控制打造护城河，随着新项目持续推出不断成长。

投资建议：

我们预计 20-22 年归母净利分别为 22.13、30.27、37.50 亿元，EPS 分别为 1.36、1.86、2.31 元，PE 分别为 11、8、7 倍，虽然油价价格暴跌给煤化工带来较大的压力，我们认为，由于国内煤化工规模巨大，国内相关产品的价格底部仍将由煤化工边际产能支撑，公司在煤化工领域具有深厚的成本护城河，且股价已经反映了部分悲观预期，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：近期疫情可能引发市场大幅波动的风险、油价大幅下跌的风险、生产不稳定的风险、产品价格大幅波动、新项目进度不达预期。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,190.48	13,900.00	16,020.00	19,217.00
(+/-) (%)	-1.2%	-2.0%	15.3%	20.0%
净利润	2,453.03	2,212.96	3,027.46	3,750.28
(+/-) (%)	-18.8%	-9.8%	36.8%	23.9%
EPS(元)	1.51	1.36	1.86	2.31
P/E	13.18	11.62	8.49	6.86

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,490.64	6,185.97	9,571.77	13,736.80	营业总收入	14,190.48	13,900.00	16,020.00	19,217.00
现金	714.58	2,667.29	5,875.83	9,794.35	营业成本	10,239.50	10,494.50	11,454.30	13,740.16
应收账款	34.43	646.51	753.86	878.40	营业税金及附加	93.45	83.40	99.25	117.80
其他应收款	0.02	0.42	0.48	0.56	营业费用	371.89	361.40	384.48	403.56
预付账款	129.86	153.88	165.18	195.27	管理费用	156.13	147.53	172.11	205.63
存货	331.62	437.74	496.30	588.10	财务费用	154.47	62.57	15.71	-61.30
其他	2,280.12	2,280.12	2,280.12	2,280.12	资产减值损失	-3.91	0.00	0.00	0.00
非流动资产	14,696.61	14,682.88	14,573.10	14,569.03	公允价值变动收益	13.49	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	41.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,931.97	11,931.97	11,931.97	11,931.97	营业利润	2,898.89	2,611.60	3,573.76	4,426.82
无形资产	1,070.16	1,070.16	1,070.16	1,070.16	营业外收入	0.57	0.00	0.00	0.00
其他	1,694.48	1,680.75	1,570.97	1,566.90	营业外支出	2.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	18,187.25	20,868.85	24,144.87	28,305.82	利润总额	2,896.46	2,611.60	3,573.76	4,426.82
流动负债	2,433.76	2,902.39	3,150.96	3,561.63	所得税	443.43	398.64	546.30	676.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	2,453.03	2,212.96	3,027.46	3,750.28
应付账款	823.86	1,259.74	1,410.55	1,663.25	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,609.89	1,642.65	1,740.41	1,898.38	归属母公司净利润	2,453.03	2,212.96	3,027.46	3,750.28
非流动负债	1,522.30	1,522.30	1,522.30	1,522.30	EBITDA	4,295.70	2,674.17	3,589.46	4,365.52
长期借款	1,504.16	1,504.16	1,504.16	1,504.16	EPS(元)	1.51	1.36	1.86	2.31
其他	18.14	18.14	18.14	18.14					
负债合计	3,956.06	4,424.69	4,673.26	5,083.93	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	1,626.66	1,626.66	1,626.66	1,626.66	营业收入	-1.2%	-2.0%	15.3%	20.0%
资本公积	2,072.86	2,072.86	2,072.86	2,072.86	营业利润	-18.8%	-9.9%	36.8%	23.9%
留存收益	10,531.67	12,744.63	15,772.09	19,522.36	归属母公司净利润	-18.8%	-9.8%	36.8%	23.9%
归属母公司股东权益	14,231.19	16,444.15	19,471.61	23,221.89	获利能力				
负债和股东权益	18,187.25	20,868.85	24,144.87	28,305.82	毛利率	27.8%	24.5%	28.5%	28.5%
					净利率	17.3%	15.9%	18.9%	19.5%
					ROE	17.2%	13.5%	15.5%	16.1%
					ROIC	17.3%	15.2%	20.7%	25.4%
					偿债能力				
					资产负债率	22.9%	22.2%	20.1%	18.6%
					净负债比率	359.7%	371.6%	416.7%	456.8%
					流动比率	1.05	1.81	2.74	3.59
					速动比率	0.86	1.61	2.53	3.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.75	0.74	0.76
					应收账款周转率	24.96	21.50	21.25	21.88
					应付账款周转率	8.56	8.33	8.12	21.88
					每股指标(元)				
					每股收益	1.51	1.36	1.86	2.31
					每股经营现金	2.30	1.24	1.95	2.46
					每股净资产	8.75	10.11	11.97	14.28
					估值比率				
					P/E	13.18	11.62	8.49	6.86
					P/B	2.27	1.56	1.32	1.11
					EV/EBITDA	7.92	9.52	6.20	4.20

数据来源：wind 方正证券研究所

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, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的执业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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或期权并进行证券或期权交易, 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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com