

华鲁恒升 (600426.SH) 增持 (维持评级)

公司点评(简报)

市场价格 (人民币): 16.29 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.27
已上市流通 A 股(亿股)	16.17
总市值(亿元)	264.98
年内股价最高最低(元)	16.99/15.99
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955



相关报告

- 1.《有效调控下游产品生产，分散风险实现长期稳健发展-【国金基化】...》，2019.9.9
- 2.《成本管控优势突出，再度彰显公司实力-【国金化工】华鲁恒升公司...》，2019.4.23
- 3.《华鲁恒升，一家“专注”而“长情”的煤化工标杆企业-【国金化工...】》，2019.3.30

蒲强

分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣

联系人
yangyirong@gjzq.com.cn

成本管控增厚盈利中枢，多链条布局分散周期波动风险

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.754	1.864	1.549	1.689	1.792
每股净资产(元)	5.73	7.42	8.90	10.39	11.98
每股经营性现金流(元)	1.06	2.42	2.45	2.67	2.94
市盈率(倍)	21.11	6.48	10.52	9.64	9.09
净利润增长率(%)	39.58%	147.10%	-16.57%	9.09%	6.06%
净资产收益率(%)	13.16%	25.02%	17.40%	16.26%	14.95%
总股本(百万股)	1,620.36	1,620.33	1,626.66	1,626.66	1,626.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入 106.11 亿元，同比下降 2.20%，归母净利润 19.12 亿元，同比下降 24.55%。

分析

- **产品价格波动明显，带动企业盈利变化：**三季度受到下游整体需求弱势影响，公司产业链布局的中枢产品合成氨价格显著回调，甲醇价格停留于历史相对低位，部分压缩了公司布局产品的价格区间，前期维持高景气的化肥产品进入需求淡季，产品价格大幅下行，乙二醇价格较往年弱势回调，维持在历史相对低位，中枢产品及部分下游产品弱势调整降低企业的盈利空间，叠加原材料苯及丙烯价格环比上行，部分提升了产品的生产成本，三季度公司盈利水平环比略有下行。然而受益于公司的多维产业链布局，醋酸、乙二醇等产品触底后缓慢回升，公司积极调整产品结构，使得公司三季度营收环比基本持平，部分分散了产品价格波动风险。
- **高研发投入推动公司“降本增效”，良好的成本管控增厚企业盈利中枢。**多年来公司持续进行高水平的研发投入，不断通过技术优化促进公司生产工艺的持续更新升级。2019 年，公司持续对现有产业链进行降本增效，连续 3 个季度大幅加大公司的研发投入，3 季度公司单季度研发费用支出已超过过去几年的全年投入水平，通过技术优化降低成本，持续拉大同行业竞争对手的成本差距，在产品价格周期波动中持续增厚企业的盈利中枢。
- **在建项目延伸产业链布局，有望实现产品附加值和成本优化的双重提升。**公司布局进行的己二酸和己内酰胺项目，以现有的苯—环己醇—己二酸产业链扩展延伸至环己酮—己内酰胺—尼龙 6 等产品，不仅对现有的煤气化平台的合成气富余产能实现产品附加值的提升，同时通过对新建项目的技术研发，建立新项目的技术优势，带动原有产业链的技术升级，实现公司外购苯加工产业链整体的成本优化和附加值提升，最终实现公司盈利的稳步增长。

投资建议

- 公司煤气化平台具有极强的成本优势，多维产业链布局有效减弱产品价格波动风险，在建项目有望实现产品附加值和成本优势的双重提升，根据产品波动微调调整公司盈利预测，预测公司 2019-2021 年 EPS 为 1.55、1.69、1.79 元，当前价格对应 PE 为 10.5、9.6、9.1，维持“增持”评级。

风险提示

- 原油价格剧烈波动风险；下游需求大幅恶化风险；终端产品价格大幅下跌。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,701	10,408	14,357	14,149	14,843	15,549	货币资金	621	754	1,283	2,251	3,419	5,479
增长率		35.2%	37.9%	-1.5%	4.9%	4.8%	应收款项	592	698	1,103	888	927	967
主营业务成本	-6,143	-8,367	-9,980	-9,987	-10,338	-10,768	存货	519	402	557	493	482	502
%销售收入	79.8%	80.4%	69.5%	70.6%	69.6%	69.3%	其他流动资产	265	394	1,373	1,360	1,155	562
毛利	1,558	2,041	4,376	4,161	4,505	4,781	流动资产	1,998	2,247	4,317	4,991	5,983	7,509
%销售收入	20.2%	19.6%	30.5%	29.4%	30.4%	30.7%	%总资产	15.1%	14.0%	23.1%	24.4%	26.0%	29.1%
营业税金及附加	-61	-76	-98	-113	-119	-124	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	9,724	12,205	13,186	14,134	15,458	16,490
营业费用	-167	-189	-261	-382	-341	-342	%总资产	73.6%	76.2%	70.7%	69.1%	67.2%	63.8%
%销售收入	2.2%	1.8%	1.8%	2.7%	2.3%	2.2%	无形资产	601	596	761	905	1,097	1,335
管理费用	-154	-170	-209	-481	-490	-498	非流动资产	11,208	13,775	14,340	15,451	17,018	18,338
%销售收入	2.0%	1.6%	1.5%	3.4%	3.3%	3.2%	%总资产	84.9%	86.0%	76.9%	75.6%	74.0%	70.9%
息税前利润 (EBIT)	1,177	1,606	3,808	3,185	3,555	3,817	资产总计	13,206	16,022	18,657	20,442	23,001	25,847
%销售收入	15.3%	15.4%	26.5%	22.5%	24.0%	24.5%	短期借款	1,857	1,720	1,608	1,250	1,200	1,300
财务费用	-141	-152	-177	-206	-320	-399	应付款项	973	1,725	1,959	1,843	1,813	1,759
%销售收入	1.8%	1.5%	1.2%	1.5%	2.2%	2.6%	其他流动负债	123	155	411	250	265	277
资产减值损失	0	-6	-76	0	0	0	流动负债	2,953	3,601	3,978	3,343	3,279	3,336
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,065	3,115	2,594	2,612	2,812	3,012
投资收益	0	0	12	13	17	22	其他长期负债	26	17	17	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	负债	5,044	6,733	6,589	5,960	6,096	6,353
营业利润	1,035	1,449	3,569	2,991	3,252	3,440	普通股股东权益	8,161	9,289	12,068	14,482	16,905	19,494
营业利润率	13.4%	13.9%	24.9%	21.1%	21.9%	22.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-11	-3	-10	-5	-3	负债股东权益合计	13,206	16,022	18,657	20,442	23,001	25,847
税前利润	1,034	1,438	3,565	2,981	3,247	3,437	比率分析						
利润率	13.4%	13.8%	24.8%	21.1%	21.9%	22.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-158	-216	-546	-462	-498	-522	每股指标						
所得税率	15.3%	15.0%	15.3%	15.5%	15.4%	15.2%	每股收益	0.702	0.754	1.864	1.549	1.689	1.792
净利润	875	1,222	3,020	2,519	2,748	2,915	每股净资产	6.547	5.733	7.419	8.903	10.392	11.984
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.800	1.056	2.423	2.448	2.668	2.937
归属于母公司的净利润	875	1,222	3,020	2,519	2,748	2,915	每股股利	0.100	0.100	0.150	0.200	0.200	0.200
净利率	11.4%	11.7%	21.0%	17.8%	18.5%	18.7%	回报率						
							净资产收益率	10.73%	13.16%	25.02%	17.40%	16.26%	14.95%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.63%	7.63%	16.19%	12.32%	11.95%	11.28%
净利润	875	1,222	3,020	2,519	2,748	2,915	投入资本收益率	8.25%	9.66%	19.82%	14.67%	14.39%	13.60%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	950	992	1,297	1,354	1,472	1,790	主营业务收入增长率	-10.98%	35.15%	37.94%	-1.45%	4.91%	4.76%
非经营收益	151	170	180	171	157	182	EBIT增长率	-10.93%	36.51%	137.11%	-16.36%	11.62%	7.38%
营运资金变动	-979	-673	-556	-63	-38	-109	净利润增长率	-3.22%	39.58%	147.10%	-16.57%	9.09%	6.06%
经营活动现金净流	997	1,711	3,941	3,981	4,339	4,777	总资产增长率	13.76%	21.33%	16.45%	9.57%	12.52%	12.38%
资本开支	-1,263	-2,150	-1,287	-2,478	-3,043	-3,113	资产管理能力						
投资	0	0	-1,080	80	200	600	应收账款周转天数	1.1	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
其他	8	0	12	13	17	22	存货周转天数	22.7	20.1	17.5	18.0	17.0	17.0
投资活动现金净流	-1,255	-2,150	-2,356	-2,385	-2,826	-2,491	应付账款周转天数	41.7	44.8	53.0	54.0	50.0	45.0
股权募资	0	0	55	0	0	0	固定资产周转天数	390.1	375.9	330.1	321.0	307.2	364.4
债权募资	757	954	-632	-352	150	300	偿债能力						
其他	-302	-384	-477	-277	-495	-526	净负债/股东权益	40.45%	43.93%	24.19%	11.13%	3.51%	-5.98%
筹资活动现金净流	456	571	-1,055	-629	-345	-226	EBIT利息保障倍数	8.4	10.6	21.6	15.4	11.1	9.6
现金净流量	197	132	530	967	1,169	2,060	资产负债率	38.20%	42.02%	35.32%	29.16%	26.50%	24.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	24	30
增持	0	0	1	7	15
中性	0	0	0	3	4
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.00	1.14	1.46	1.52

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-30	增持	15.29	17.13~17.13
2	2019-04-23	增持	16.25	N/A
3	2019-08-08	增持	15.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH