

2020 年 03 月 27 日

华鲁恒升 (600426)

——业绩符合预期，内部挖潜抵御周期波动，公司竞争力持续提升

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2020 年 03 月 26 日

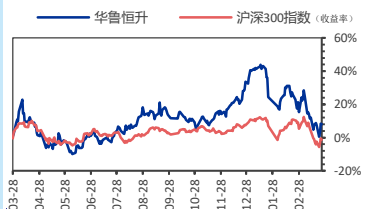
收盘价(元) 15.81
 一年内最高/最低(元) 21.52/13.39
 市净率 1.8
 息率(分红/股价) -
 流通 A 股市值(百万元) 25617
 上证指数/深证成指 2764.91/10155.36

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 12 月 31 日

每股净资产(元) 8.75
 资产负债率% 21.75
 总股本/流通 A 股(百万) 1627/1620
 流通 B 股/H 股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华鲁恒升(600426)深度：依托煤化工内核优势，提升产业链附加值》
 2019/11/25

《华鲁恒升(600426)点评：Q3 业绩符合预期，原材料成本上升影响利润，新项目进入建设期》
 2019/11/04

证券分析师

宋涛 A0230516070001
 songtao@swsresearch.com
 李楠竹 A0230518120003
 linz@swsresearch.com

联系人

马昕晔
 (8621)23297818x7433
 maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**公司 2019 年实现营业收入 141.90 亿元 (YoY -1.16%)，实现归母净利润 24.53 亿元 (YoY -18.76%)，业绩符合预期。其中 Q4 实现营业收入 35.80 亿元 (YoY+2.05%，QoQ+1.27%)，实现归母净利润 5.41 亿元 (YoY+11.46%，QoQ-10.41%)。2019 年度利润分配预案为，以 2019 年末股本 16.27 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元 (含税)，共计派发股利 5.69 亿元。
- **19 年景气度整体回落，尿素、乙二醇产销量大幅提升。**2019 年公司主要产品肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品和多元醇分别实现销量 255、39、22.3、61.9 和 67.7 万吨，较 2018 年变动+36.5%、+5.6%、+11.6%、-0.6%、+130%，受益于公司 2018 年下半年投产的肥料功能化项目和 50 万吨煤制乙二醇的产能释放，肥料和多元醇销量比上年分别大幅增加 68.2 万吨和 38.26 万吨。由于各产品供需格局的变化，2019 年公司所处行业的景气度整体回落，各版块产品销售平均单价出现明显下滑，平均降幅分别为 8.1%、12.9%、19.8%、33.4%、29.7%。Q4 以上业务板块分别实现销量 68.0、11.2、5.5、16.5、17.3 万吨，肥料、有机胺、醋酸及衍生品销量环比小幅提升 3.5、0.74、1.9 万吨，己二酸和多元醇板块产销量环比基本持稳。Q4 有机胺因市场供应自 9 月后有所减少，价格环比上涨；乙二醇价格随原油价格上升在 Q4 有所反弹；但由于尿素、己二酸和醋酸价格下降，Q4 销售毛利率环比下降 1.95 个百分点至 25.36%；期间费用与前三季度基本持平，Q4 销售净利率环比下滑 1.97 个百分点至 15.10%。
- **柔性生产抵御周期波动，成本控制仍有潜力。**2019 年公司通过强化生产管理、发挥柔性生产调控能力，三大煤化工平台互联互通且保持长周期稳定运行，持续推进挖潜降耗和资源综合利用，合成气平台的总氨产量提升近 10%，使低成本优势更加稳固，部分化减了市场环境的不利影响；肥料功能化的 100 万吨尿素产能对老装置进行替换后，降低了尿素的平均成本，50 万吨煤制乙二醇产能发挥使多元醇板块的毛利率也有所提升，肥料和多元醇的毛利率分别较上一年提升 5.41 和 9.61 个百分点。因此，公司整体利润率的降幅远低于产品价格的降幅。报告期内公司销售毛利率为 27.84%，比 2018 年下降 2.64 个百分点；销售净利率为 17.29%，比 2018 年下降 3.75 个百分点。费用方面，2019 年因产销量增加、运费提升，销售费用较 2018 年增加 1.11 亿元；研发投入合计 4.68 亿元，和 2018 年基本持平，但资本化比例较 18 年降低，研发费用大幅增加 2.63 亿元。2019 年期间费用合计 10.14 亿元，较上年增加 3.68 亿元，期间费用占营收比例达到 7.15%，高于历史上 5%的平均水平，费用端仍有下降空间。
- **新材料项目稳步推进，年内 DMF 扩能贡献增量，公司竞争力持续增强。**报告期内公司启动 16.66 万吨精己二酸品质提升项目、30 万吨己内酰胺和 20 万吨尼龙 6 及配套项目，为公司高质量发展奠定基础，两大新材料项目预计将在 2021 年陆续投产。公司成功突破的环己烯工艺结合自身的合成气优势，使公司在己二酸和己内酰胺分别享有 1000 元和 1500 元的成本优势，周期底部盈利预计可达 6 亿元。随着终端产品附加值的提升，公司的成本优势和盈利能力实际上得到了加强。此外，公司预判 DMF 在 2020 年的供应格局将发生较大变化，通过技术改造扩大装置产能，预计将在下半年释放产量，提升公司在 DMF 行业的市占率、加强行业龙头地位，成为今年一大业绩增量。近期由于原油价格大幅下跌，国内煤化工行业面临严峻考验，在现有的产能规模下，华鲁恒升可通过不断的工艺优化提升生产效率、扩大成本优势，在 2020 年的市场环境下，公司的抗风险能力会得到更充分的验证。
- **投资评级与估值：**由于油价下跌，公司主要产品价格持续下滑，下调公司 2020-2021 年盈利预测至实现归母净利润 22.0、26.6 亿元 (调整前为 28.69、32.73 亿元)，新增 2022 年盈利预测为实现归母净利润 31.0 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 1.35、1.64、1.91 元，对应 PE 为 12X、10X、8X。以上盈利预测反映公司接近于周期底部的盈利水平，对应估值也处于底部区间，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	14,357	14,190	14,477	17,173	19,731
同比增长率 (%)	37.9	-1.2	2.0	18.6	14.9
归母净利润 (百万元)	3,020	2,453	2,200	2,660	3,100
同比增长率 (%)	147.1	-18.8	-10.3	20.9	16.5
每股收益 (元/股)	1.86	1.51	1.35	1.64	1.91
毛利率 (%)	30.5	27.8	25.0	24.8	24.8
ROE (%)	25.0	17.2	13.4	13.9	14.0
市盈率	9	10	12	10	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,357	14,190	14,477	17,173	19,731
其中：营业收入	14,357	14,190	14,477	17,173	19,731
减：营业成本	9,980	10,239	10,860	12,911	14,841
减：税金及附加	98	93	95	113	130
主营业务利润	4,278	3,858	3,522	4,149	4,760
减：销售费用	261	372	379	450	517
减：管理费用	141	156	159	189	217
减：研发费用	68	332	232	175	197
减：财务费用	177	154	154	182	165
经营性利润	3,631	2,844	2,598	3,153	3,664
减：资产减值损失	76	-4	0	0	0
减：信用减值损失	0	-1	0	0	0
加：投资收益及其他	12	42	9	1	14
营业利润	3,569	2,899	2,603	3,149	3,668
加：营业外净收入	-3	-2	0	0	0
利润总额	3,565	2,896	2,603	3,149	3,668
减：所得税	546	443	403	489	568
净利润	3,020	2,453	2,200	2,660	3,100
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,020	2,453	2,200	2,660	3,100
全面摊薄总股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
每股收益（元）	1.86	1.51	1.35	1.64	1.91

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysec.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。