

公司研究/季报点评

2019年10月27日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.29
合理价格区间(元): 18.37~20.04

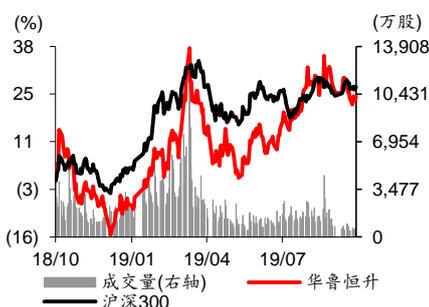
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《华鲁恒升(600426,增持): 化工品价格同比回落, H1 净利下滑 22%》2019.08
- 2《华鲁恒升(600426,增持): Q1 符合预期, 化工品价格有望止跌回升》2019.04
- 3《华鲁恒升(600426,增持): 年报符合预期, 拟投建尼龙新材料项目》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

三季度符合预期, 产品价格下跌拖累业绩

华鲁恒升(600426)

2019 年前三季度净利下滑 25%, 业绩符合预期

华鲁恒升于 10 月 25 日发布 2019 年三季报, 公司实现营收 106.1 亿元, 同比减 2.2%, 净利润 19.1 亿元, 同比减 24.6%, 业绩符合预期。按照 16.27 元的最新股本计算, 对应 EPS 为 1.18 元。对应 Q3 实现营收 35.3 亿元, 同比减 8.2%, 净利润 6.0 亿元, 同比减 29.4%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.67/1.97/2.34 元, 维持“增持”评级。

主营产品景气下滑拖累业绩

报告期内公司产品价格以下跌为主, 据百川资讯, 2019 年前三季度华东尿素/DMF/己二酸/醋酸/辛醇/乙二醇均价分别为 0.19/0.47/0.83/0.30/0.77/0.47 万元/吨, 同比分别下跌 2%/22%/25%/36%/12%/38%。公司肥料/有机胺/己二酸及中间品/醋酸及衍生物/多元醇分别实现销量 186.9/27.9/16.8/45.4/50.4 万吨, 同比分别变动 39%/2%/7%/-5%/180%, 对应实现营收 27.5/13.7/12.4/12.2/23.4 亿元, 同比分别变动 34%/-12%/-17%/-37%/88%, 多元醇营收大增及其他业务营收下降系 2018 年乙二醇装置开车前外售甲醇量较多, 公司综合毛利率同比下滑 4.2pct 至 28.7%。

Q3 业绩环比下滑主要系醋酸停车、原料涨价等, 研发费用大幅上升

Q3 公司业绩环比下滑 9.5%, 主要系: 1) 醋酸装置短暂停车一周, 销量环比下滑 7%; 2) 成本端压力有所上升, 原材料丙烯/纯苯均价环比 Q2 分别上涨 9%/22%; 3) 尿素/三聚氰胺/甲醇均价环比 Q2 下跌 7%/5%/9%, 肥料及其他业务营收环比下滑 7%/15%。前三季度公司销售/管理/研发费用率分别变动 0.9/0.1/2.0pct 至 2.5%/1.0%/2.5%, 其中 Q3 研发费用同比大增 450%至 1.0 亿元。此外公司计提资产损失 57 万元, 去年同期计提 6187 万元, 对净利润有所助益。截至 2019Q3 公司资本开支 7.4 亿元, Q3 单季度投入 4.5 亿元, 在建工程、固定资产项基本持平。

近期化工品及原料价格同步下滑, CPL、AA 等新项目有望贡献增量

近期公司化工产品价格延续跌势, 据百川资讯, 10 月下旬华东地区尿素/DMF/己二酸/醋酸/辛醇报价分别为 0.18/0.46/0.82/0.32/0.73 万元/吨, 9 月初以来分别下跌 4%/0%/2%/13%/6%, 但考虑到烟煤(山西优混, Q5500)/纯苯(华东)/丙烯(华东)等原料价格亦同步下滑 1%/3%/4%, 公司总体盈利有望维持较理想水平。此外公司公告拟投资 66 亿元建设 30 万吨己内酰胺、20 万吨尼龙 6 切片、17 万吨己二酸项目, 项目属于山东新旧动能转换工程, 建成后将进一步延伸公司产业链, 有望增厚公司业绩。

维持“增持”评级

考虑到公司产品价格下跌, 我们下调公司 2019-2021 年 EPS 预测至 1.67/1.97/2.34 元(前值 1.96/2.32/2.67 元), 结合可比公司估值水平(2019 年 9 倍 PE), 考虑到公司持续降本增效, 给予公司 2019 年 11-12 倍 PE, 对应目标价 18.37-20.04 元(前值 17.64-19.60 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险, 原料价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,627
流通 A 股(百万股)	1,617
52 周内股价区间(元)	11.27-18.34
总市值(百万元)	26,498
总资产(百万元)	18,730
每股净资产(元)	8.41

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,408	14,357	13,865	14,855	17,354
+/-%	35.15	37.94	(3.42)	7.14	16.82
归属母公司净利润(百万元)	1,222	3,020	2,715	3,208	3,811
+/-%	39.58	147.10	(10.09)	18.16	18.79
EPS(元, 最新摊薄)	0.75	1.86	1.67	1.97	2.34
PE(倍)	21.69	8.78	9.76	8.26	6.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值情况

上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
万华化学	44.71	3.64	4.20	12	11	12.9	3.5
浙江龙盛	13.96	1.70	1.84	8	8	7.3	1.9
鲁西化工	9.48	1.27	1.60	7	6	7.0	1.4
平均				9	8		2.3

备注: 股价为10月25日收盘价, 鲁西化工BPS截至2019年6月30日, 其余公司截至2019年9月30日; 所有公司EPS均来自Wind一致预期;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 华鲁恒升 2019Q3 分板块经营情况

	销量 (万吨)			单价 (元/吨)			营收 (百万元)		
	2019Q3	同比	环比	2019Q3	同比	环比	2019Q3	同比	环比
肥料	64.53	15.9%	-0.5%	1440	-6.1%	-7.0%	929	8.8%	-7.5%
有机胺	10.42	0.1%	17.3%	4914	-6.7%	-1.1%	512	-6.6%	16.1%
己二酸及中间品	5.36	3.3%	-3.6%	7407	-20.2%	1.2%	397	-17.6%	-2.5%
醋酸及衍生物	14.58	-13.6%	-6.7%	2812	-27.2%	14.4%	410	-37.1%	6.8%
多元醇	17.35	180.7%	10.7%	4525	-35.6%	0.8%	785	80.9%	11.5%
其他							502	-43.1%	-15.4%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

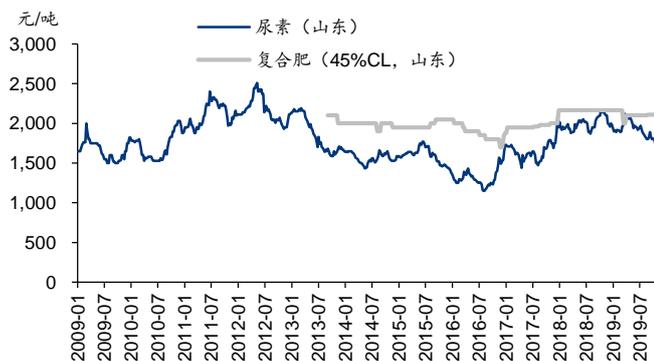
图表3: 华鲁恒升 2019Q3 主要产品及原料价格情况

		2019Q3 均价	同比	环比	2019Q3 平均价差	同比	环比	备注
主要原材料								
	纯苯	5371	-21.7%	21.6%				
	烟煤	590	-7.4%	-4.8%				
	丙烯	7754	-14.5%	8.9%				
主要产品								
肥料	尿素	1859	-5.5%	-7.3%	1231	-5.3%	-9.3%	尿素-烟煤
	复合肥	2104	-2.9%	0.2%				
有机胺	DMF	4558	-20.6%	-4.9%	871	24.9%	15.4%	DMF-甲醇-液氨
己二酸及中间品	己二酸	8313	-18.0%	3.7%	2584	-21.1%	-12.8%	己二酸-纯苯-硝酸
	环己酮	8792	-33.6%	-8.4%				
醋酸及衍生物	醋酸	3220	-27.2%	19.0%	2068	-22.4%	42.2%	醋酸-甲醇
	醋酐	6100	-17.3%	15.9%	2058	12.6%	11.2%	醋酐-醋酸
多元醇	正丁醇	6669	-17.9%	1.1%				
	异辛醇	7587	-17.9%	2.2%	1373	-30.3%	-20.4%	异辛醇-丙烯
	乙二醇	4598	-39.2%	3.2%	2474	-53.0%	9.9%	乙二醇-烟煤

单位: 元/吨

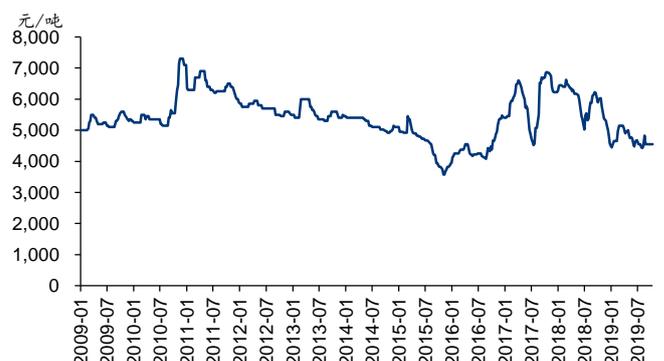
资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

图表4: 华鲁恒升肥料板块主要产品价格走势



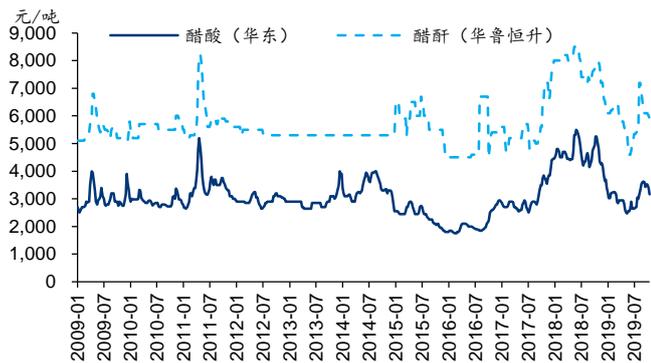
资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

图表5: 华鲁恒升有机胺板块主要产品 DMF 价格走势



资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

图表6: 华鲁恒升醋酸及衍生品板块主要产品价格走势



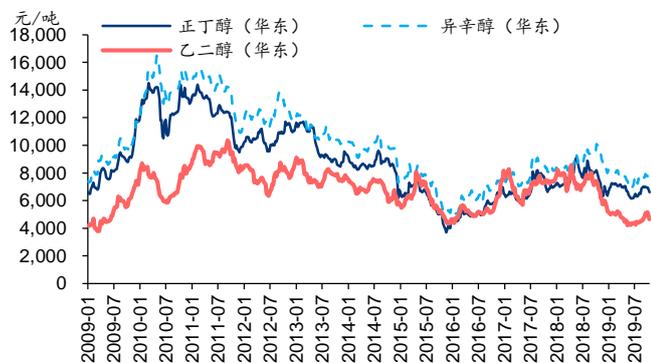
资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

图表7: 华鲁恒升己二酸及中间体板块主要产品价格走势



资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

图表8: 华鲁恒升多元醇板块主要产品价格走势



资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

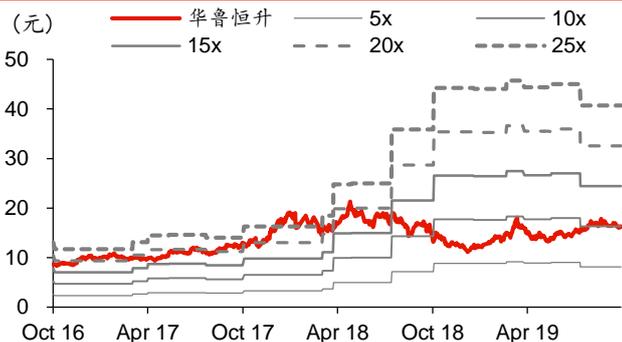
图表9: 华鲁恒升主要原材料价格走势



资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

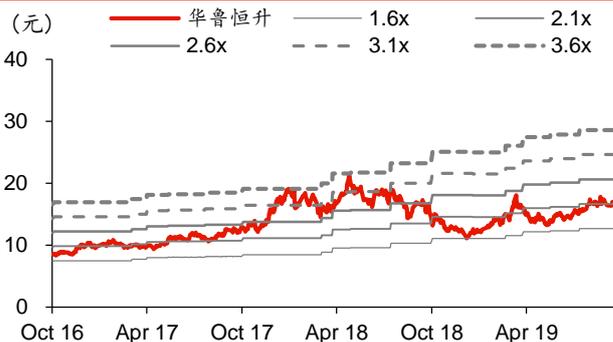
PE/PB - Bands

图表10: 华鲁恒升历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 华鲁恒升历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,247	4,317	5,506	7,608	10,002
现金	753.58	1,283	2,506	4,530	6,588
应收账款	41.37	23.38	36.70	38.52	42.77
其他应收账款	0.59	0.64	0.00	0.00	0.00
预付账款	130.42	171.37	174.99	178.17	210.56
存货	401.63	557.17	587.73	589.10	700.33
其他流动资产	919.54	2,281	2,200	2,272	2,461
非流动资产	13,775	14,340	14,778	15,056	15,892
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	10,720	12,983	12,420	12,234	12,533
无形资产	518.09	695.50	800.30	903.85	1,018
其他非流动资产	2,536	661.68	1,558	1,918	2,341
资产总计	16,022	18,657	20,284	22,663	25,894
流动负债	3,601	3,978	3,722	3,799	4,100
短期借款	660.00	270.00	280.00	240.00	220.00
应付账款	1,330	1,568	1,514	1,613	1,881
其他流动负债	1,610	2,140	1,928	1,945	1,999
非流动负债	3,132	2,612	2,024	1,526	1,126
长期借款	3,115	2,594	1,994	1,494	1,094
其他非流动负债	17.23	17.23	30.15	31.53	31.30
负债合计	6,733	6,589	5,746	5,324	5,225
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,620	1,627	1,627	1,627	1,627
资本公积	2,012	2,063	2,063	2,063	2,063
留存公积	5,682	8,459	10,848	13,649	16,979
归属母公司股东权益	9,289	12,068	14,538	17,339	20,669
负债和股东权益	16,022	18,657	20,284	22,663	25,894

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,711	3,941	3,133	4,791	5,396
净利润	1,222	3,020	2,715	3,208	3,811
折旧摊销	986.70	1,221	1,342	1,440	1,592
财务费用	151.67	176.56	172.81	88.65	(3.90)
投资损失	0.00	(11.61)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(673.09)	(555.00)	(228.89)	53.27	(2.62)
其他经营现金	24.12	90.41	(867.34)	1.41	0.15
投资活动现金	(2,150)	(2,356)	(958.98)	(1,731)	(2,441)
资本支出	2,161	1,287	811.06	1,600	2,300
长期投资	0.00	1,080	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	10.77	11.61	(147.92)	(131.35)	(141.44)
筹资活动现金	574.22	(1,055)	(951.49)	(1,036)	(897.31)
短期借款	(80.00)	(390.00)	10.00	(40.00)	(20.00)
长期借款	1,050	(520.48)	(600.00)	(500.00)	(400.00)
普通股增加	373.84	6.30	0.17	0.00	0.00
资本公积增加	(356.47)	50.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(412.90)	(200.68)	(361.66)	(495.89)	(477.31)
现金净增加额	132.09	529.86	1,223	2,024	2,057

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,408	14,357	13,865	14,855	17,354
营业成本	8,367	9,980	10,011	10,443	12,228
营业税金及附加	76.14	98.44	97.06	103.99	121.47
营业费用	188.92	260.55	235.71	252.54	295.01
管理费用	118.25	141.22	138.65	163.41	190.89
财务费用	151.67	176.56	172.81	88.65	(3.90)
资产减值损失	5.78	76.11	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	11.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,449	3,569	3,200	3,794	4,512
营业外收入	1.50	0.85	6.00	5.00	4.00
营业外支出	12.57	4.29	4.00	15.00	20.00
利润总额	1,438	3,565	3,202	3,784	4,496
所得税	216.36	545.77	487.38	575.89	684.91
净利润	1,222	3,020	2,715	3,208	3,811
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,222	3,020	2,715	3,208	3,811
EBITDA	2,588	4,966	4,715	5,322	6,100
EPS (元, 基本)	0.75	1.86	1.67	1.97	2.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	35.15	37.94	(3.42)	7.14	16.82
营业利润	39.99	146.21	(10.33)	18.55	18.92
归属母公司净利润	39.58	147.10	(10.09)	18.16	18.79
获利能力 (%)					
毛利率	19.61	30.48	27.80	29.70	29.53
净利率	11.74	21.03	19.58	21.60	21.96
ROE	13.16	25.02	18.67	18.50	18.44
ROIC	10.89	21.60	19.72	22.35	24.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.02	35.32	28.33	23.49	20.18
净负债比率 (%)	71.81	63.78	63.94	58.87	51.95
流动比率	0.62	1.09	1.48	2.00	2.44
速动比率	0.51	0.94	1.32	1.85	2.27
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.83	0.71	0.69	0.71
应收账款周转率	333.66	416.84	447.71	391.07	422.72
应付账款周转率	8.14	6.89	6.50	6.68	7.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.86	1.67	1.97	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	2.42	1.93	2.95	3.32
每股净资产(最新摊薄)	5.71	7.42	8.94	10.66	12.70
估值比率					
PE (倍)	21.69	8.78	9.76	8.26	6.95
PB (倍)	2.85	2.20	1.82	1.53	1.28
EV_EBITDA (倍)	11.22	5.85	6.16	5.46	4.76

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com