

华鲁恒升(600426)

报告日期: 2019 年 10 月 27 日

乙二醇库存处于低位, 未来原材料下跌或存在超预期可能 ——华鲁恒升三季报点评

✍ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
☎ : 021-80106025
✉ : fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件: 公司三季报披露

公司公布 2019 年三季报业绩, 营业收入 106 亿元, 同比下滑 2.2%; 扣非净利润 18.8 亿元, 同比下滑 25.9%;

单季度看, Q3 营业收入 35.35 亿元, 环比持平, 同比下滑 8.2%; 单季度净利润 6.03 亿元, 同比下跌 29%, 环比下跌 9.6%;

□ 量价拆分: 基本符合预期, 公司继续柔性调节, 增加了多元醇的产销量

分业务来看: 三季度环比变化增加的是醋酸、乙二醇、DMF; 而尿素则环比回落明显;

——尿素: 单季度产量环比基本持平, 同比增长 25%; 尿素价格近期有所下滑, 尿素期货价格已跌破 1700 元/吨。

——有机胺: 产量增长 8%, 但是销售额下滑 7%;

——醋酸及衍生品: 产量下滑 6%, 但是销售额下滑 37%, 是同比下滑最大的拖累部门;

——公司的多元醇业务: 产量大增 184%, 从 6 万吨增加到 17 万吨, 环比增加约 2.5 万吨;

□ 风险提示:

安全生产的风险; 原材料价格大幅波动的风险;

□ 盈利预测及估值

公司的市场关注度较高, 盈利估计充分, 但我们估计未来公司潜在超预期的因素有: 一: 原料成本有进一步下跌空间; 二: 乙二醇目前库存位于较低位置; 三: 由于公司柔性化生产, 不排除部分产品受到扰动后, 产品价格超预期的可能; 维持公司盈利预测, 2019-2021 年净利润分别为 28.69、33.01、和 44.05 亿元, 对应的 PE 分别为 9.24、8.03、6.02 倍, 维持公司的买入评级。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	14357	15065	16383	19856
(+/-)	37.94%	4.93%	8.75%	21.20%
净利润	3020	2869	3301	4405
(+/-)	147.10%	-4.98%	15.04%	33.45%
每股收益(元)	1.86	1.76	2.03	2.71
P/E	8.78	9.24	8.03	6.02

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 16.29

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.37

2Q/2019

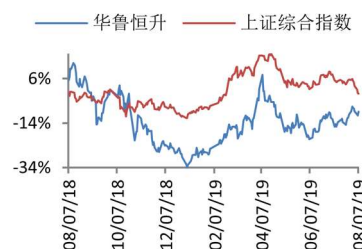
0.41

1Q/2019

0.39

4Q/2018

0.30



公司简介

相关报告

- 1《核心产品价差量增, 一季度业绩环比大幅增长》2019.04.21
- 2《全年业绩大幅增长, 新一轮项目投资启动》2019.03.25
- 3《四季度业绩环比下滑, 新项目陆续建成投产》2019.01.15
- 4《继续保持高盈利水平, 煤制乙二醇项目投产》2018.10.26
- 5《半年度业绩大幅增长, 未来发展空间广阔》2018.08.10

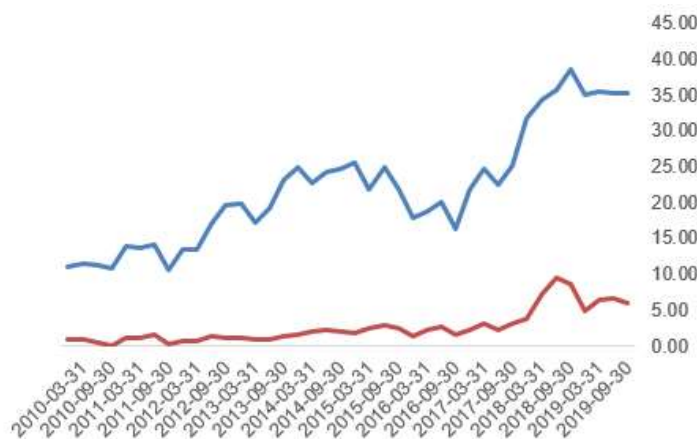
报告撰写人: 范飞

数据支持人: 范飞

1. 事件：三季报披露，同比下跌

公司公布 2019 年三季报业绩，营业收入 106 亿元，同比下滑 2.2%；扣非净利润 18.8 亿元，同比下滑 25.9%；单季度看，Q3 营业收入 35.35 亿元，环比持平，同比下滑 8.2%；单季度净利润 6.03 亿元，同比下跌 29%，环比下跌 9.6%；

图 1：公司单季度收入与利润（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 分业务板块拆分

分业务来看：醋酸下滑拖累，尿素与多元醇增长幅度较大

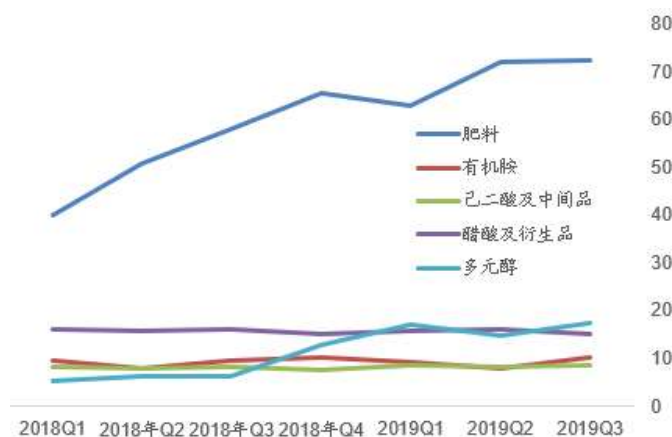
——尿素：单季度产量环比基本持平，同比增长 25%

——有机胺：产量增长 8%，但是销售额下滑 7%；

——醋酸及衍生品：产量下滑 6%，但是销售额下滑 37%，是最大的拖累部门；

——公司的多元醇业务：产量大增 184%，从 6 万吨增加到 17 万吨，环比增加约 2.5 万吨；

图 2：各业务产量情况（万吨/季度）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3. 原材料成本

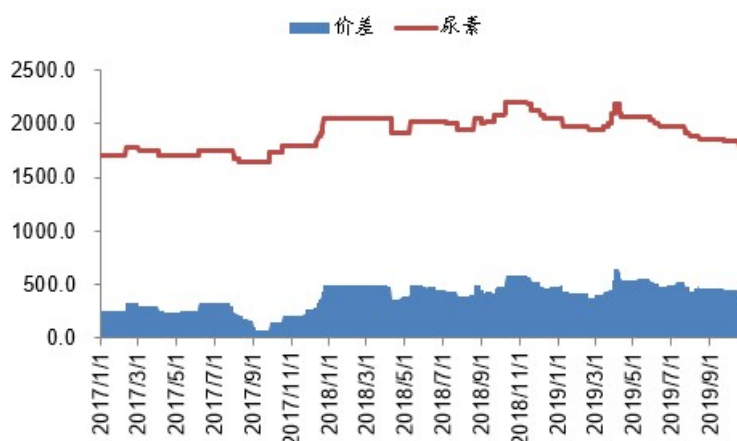
原材料季度环比变化不大，单季度原料成本估计减少 2 亿元。

4. 公司主要产品价格

从价格看：三季度环比变化增加的是醋酸、乙二醇、DMF；而尿素则环比回落明显；

尿素价格近期有所下滑，尿素期货价格已跌破 1700 元/吨。

图 3：尿素价格：有所下滑



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

乙二醇价格，在三季度反弹后再次下滑，但预计下滑空间不大，今年初价格下跌基本已探明底部区域。华东 MEG 主要库区库存统计在 58.4 万吨，较今年 4 月份的高位 145 万吨，回落较多。

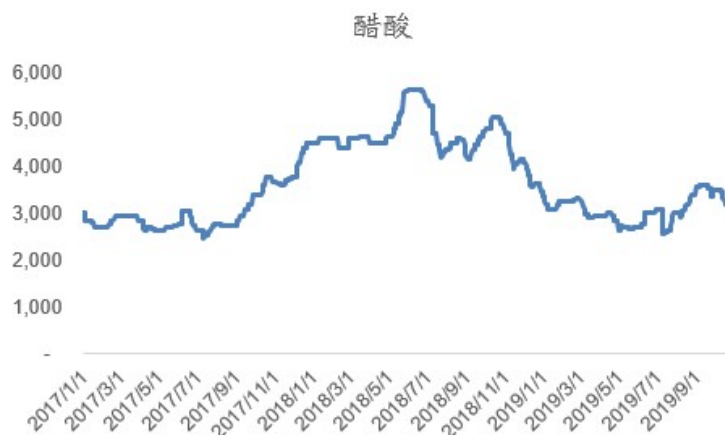
图 4：乙二醇价格趋势



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

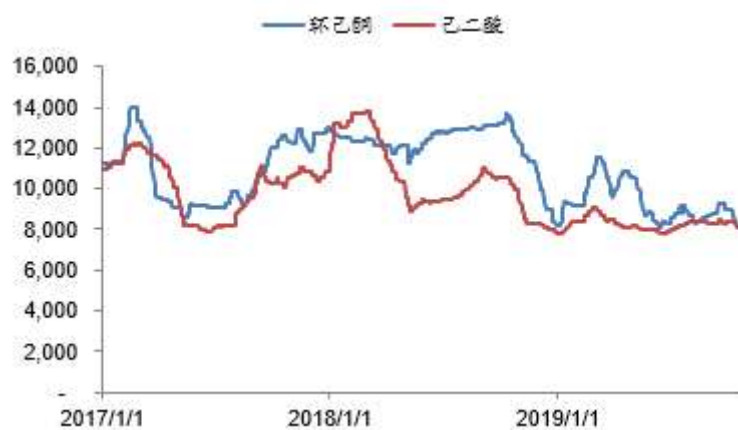
醋酸价格处于低位，近期由于义马醋酸装置发生事故，价格相对于二季度均价略有上行。

图 5：醋酸价格处于低位



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 6：己二酸价格处于低位



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 7：DMF 价格处于低位



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司未来的增长来自于：1) 当前价格体系总体处于低位，2) 新项目的启动：公司酰胺及尼龙新材料项目、精己二酸品质提升项目已启动建设，制约未来发展的水、电、汽等公用工程也有了解决方案，预计新项目将从2021年开始贡献业绩。

我们估计未来公司潜在超预期的因素有：一：原料成本有进一步下跌空间；二：乙二醇目前库存位于较低位置；三、由于公司柔性化生产，不排除部分产品受到扰动后，产品价格超预期的可能；

维持公司盈利预测，2019-2021年净利润分别为28.69、33.01、和44.05亿元，对应的PE分别为9.24、8.03、6.02倍，维持公司的买入评级。

6. 风险提示：

安全生产的风险；

原材料价格大幅波动的风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4317	5918	8083	11793	营业收入	14357	15065	16383	19856
现金	1283	3439	5483	8632	营业成本	9980	10800	11563	13701
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	98	111	118	142
应收账款	1103	1071	1095	1325	营业费用	261	291	304	371
其它应收款	1	1	1	1	管理费用	141	148	197	210
预付账款	171	198	197	240	研发费用	68	72	78	94
存货	557	678	642	795	财务费用	177	223	200	156
其他	1202	531	665	799	资产减值损失	76	36	56	58
非流动资产	14340	15741	17122	18236	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	12	23	46	93
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	2	1	1	1
固定资产	12976	13634	14837	15787	营业利润	3569	3408	3916	5220
无形资产	696	803	887	1005	营业外收支	(3)	(22)	(22)	(22)
在建工程	172	378	462	530	利润总额	3565	3386	3894	5198
其他	496	926	936	915	所得税	546	518	596	796
资产总计	18657	21659	25206	30029	净利润	3020	2868	3298	4402
流动负债	3978	4029	4279	4699	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	270	557	496	441	归属母公司净利润	3020	2868	3298	4402
应付款项	1568	1563	1776	2080	EBITDA	4936	4493	5086	6473
预收账款	303	415	458	507	EPS (最新摊薄)	1.86	1.76	2.03	2.71
其他	1836	1493	1549	1671	主要财务比率				
非流动负债	2612	2614	2612	2613	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	2594	2594	2594	2594	营业收入增长率	37.94%	4.93%	8.75%	21.20%
其他	17	20	18	19	营业利润增长率	146.21%	-4.51%	14.91%	33.29%
负债合计	6589	6643	6891	7312	归属于母公司净利润	147.10%	-5.02%	15.00%	33.48%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司股东权益	12068	15016	18314	22717	毛利率	30.48%	28.31%	29.42%	31.00%
负债和股东权益	18657	21659	25206	30029	净利率	21.03%	19.04%	20.13%	22.17%
现金流量表					ROE	28.28%	21.18%	19.79%	21.46%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	19.33%	15.79%	15.33%	16.79%
经营活动现金流	3941	4101	4665	5540	偿债能力				
净利润	3020	2868	3298	4402	资产负债率	35.32%	30.67%	27.34%	24.35%
折旧摊销	1221	885	997	1121	净负债比率	63.78%	65.07%	62.10%	58.37%
财务费用	177	223	200	156	流动比率	108.53%	146.90%	188.91%	250.95%
投资损失	(12)	(23)	(46)	(93)	速动比率	94.52%	130.07%	173.90%	234.03%
营运资金变动	(899)	580	75	(33)	营运能力				
其它	434	(432)	142	(14)	总资产周转率	82.80%	74.73%	69.91%	71.90%
投资活动现金流	(2356)	(1920)	(2378)	(2224)	应收账款周转率	443.44	479.93	388.76	435.90
资本支出	(981)	(1804)	(2316)	(2171)	应付账款周转率	6.89	6.90	6.93	7.11
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	(1375)	(116)	(62)	(53)	每股收益 (最新摊薄)	1.86	1.76	2.03	2.71
筹资活动现金流	(1055)	(26)	(242)	(167)	每股经营现金流 (最	2.42	2.52	2.87	3.41
短期借款	(390)	287	(61)	(55)	每股净资产 (最新摊	7.42	9.23	11.26	13.97
长期借款	(520)	0	0	0	估值比率				
其他	(144)	(312)	(181)	(112)	P/E	8.78	9.24	8.03	6.02
现金净增加额	530	2155	2044	3149	P/B	2.20	1.76	1.45	1.17
					EV/EBITDA	4.55	6.10	4.97	3.42
					营业收入增长率	37.94%	4.93%	8.75%	21.20%

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号世纪金融广场 1 号楼 29 楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>