业绩底部确认，逆周期扩张助力未来成长

——华鲁恒升 2020 年三季报点评

公司点评

● **事件：**

公司公告 2020 年三季报报，2020 年前三季度公司实现营业收入 90.43 亿元，同比下滑 14.77%，归母净利润 12.91 亿元，同比下滑 32.52%；单季度来看，2020 年第三季度公司实现归母净利润 3.86 亿，同比下滑 35.96%，环比下滑 18.57%。

● **低油价拖累产品价格，检修影响公司产量，单季度盈利下滑**

2020 年前三季度国际油价始终处于低位，疫情仍在全球范围内蔓延，主要化工品价格持续走低，公司主要产品尿素、醋酸、乙二醇、己二酸 2020 前三季度市场均价同比分别下滑 12.22%、19.99%、18.14%、19.26%，而公司产销量同比基本持平，产品价格下降是公司收入下滑的主要原因。公司主要原材料煤炭价格也同比下降，同时公司充分发挥自身成本优势，在行业景气低点依然取得了远超同行的盈利，公司业绩符合预期。

单季度来看，由于公司 8 月 7 日至 27 日对一套煤气化装置进行检修，估计影响营业收入约 3 亿元，导致第三季度公司业绩环比下滑，在预期之内。

● **行业周期触底，部分产品价格率先反弹，公司逆周期扩张持续成长**

在 OPEC+减产的推动下，国际油价恢复至 40 美元/桶以上，化工产品价格基本处于历史底部或行业平均成本附近，同时部分产品如 DMF 价格已率先反弹，华东 DMF 市场价格由 4 月份不足 5000 元/吨上涨至目前 10000 元/吨以上。公司现有 180 万吨尿素、60 万吨醋酸、55 万吨乙二醇、33 万吨 DMF 等产品，未来公司业绩向上弹性大。

公司作为国内低成本煤化工的标杆企业，在行业景气低位开启新一轮产能扩张，30 万吨酰胺及尼龙新材料项目以及精己二酸项目正稳步推进，将充分发挥公司煤气化平台的低成本氢气，我们预计新项目盈利中枢约 7 亿元，将进一步拓展公司产品线，逆周期扩张助力未来成长。

● **业绩底部确认，未来季度盈利将逐步改善，维持“强烈推荐”评级**

煤化工符合我国富煤少气缺油的基本国情，同时煤化工在成本方面依然具有不断进步的空间，优质的煤化工龙头企业具有长期成长能力，周期向上时还具有较大的业绩弹性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.18、27.09、32.50 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21、16、13 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**产品价格大幅下跌，新项目投产不及预期，安全生产事故

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,357	14,190	12,148	14,862	16,578
增长率(%)	37.9	-1.2	-14.4	22.3	11.6
净利润(百万元)	3,020	2,453	2,018	2,709	3,250
增长率(%)	147.1	-18.8	-17.7	34.2	20.0
毛利率(%)	30.5	27.8	25.1	26.7	28.1
净利率(%)	21.0	17.3	16.6	18.2	19.6
ROE(%)	25.0	17.2	12.9	16.2	17.7
EPS(摊薄/元)	1.86	1.51	1.24	1.67	2.00
P/E(倍)	14.4	17.8	21.6	16.1	13.4
P/B(倍)	3.6	3.1	2.8	2.6	2.4

数据来源：新时代证券研究所

强烈推荐（维持评级）

程磊（分析师）
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080001

李啸（分析师）
lixiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080001

市场数据	时间 2020.10.27
收盘价(元):	26.0
一年最低/最高(元):	14.5/27.95
总股本(亿股):	16.27
总市值(亿元):	422.93
流通股本(亿股):	16.2
流通市值(亿元):	421.29
近 3 月换手率:	51.94%

股价一年走势



相关报告

《全年业绩符合预期，以量补价抵御周期下行》2020-03-26

《行业景气下行凸显成本优势，三季度业绩符合预期》2019-10-27

《中报业绩再超预期，弱周期煤化工龙头稳步成长》2019-08-07

《一季报业绩超预期，低估值白马再起航》2019-04-22

《年报业绩符合预期，煤化工龙头再度起航》2019-03-18

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4317**	**3491**	**3722**	**4356**	**5666**
现金	1283	715	523	555	990
应收票据及应收账款合计	1103	34	76	84	94
其他应收款	1	0	1	0	1
预付账款	171	130	143	177	183
存货	557	332	549	465	631
其他流动资产	1202	2280	2431	3075	3767
非流动资产	**14340**	**14697**	**15648**	**16305**	**16557**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12983	11932	12354	12377	11933
无形资产	696	1070	1191	1338	1480
其他非流动资产	662	1694	2103	2590	3144
资产总计	**18657**	**18187**	**19370**	**20661**	**22223**
流动负债	**3978**	**2434**	**2228**	**2559**	**2677**
短期借款	270	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1568	824	1302	1244	1538
其他流动负债	2140	1610	926	1314	1139
非流动负债	**2612**	**1522**	**1462**	**1341**	**1160**
长期借款	2594	1504	1443	1322	1142
其他非流动负债	17	18	19	18	18
负债合计	**6589**	**3956**	**3690**	**3899**	**3837**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1627	1627	1627	1627	1627
资本公积	2063	2073	2073	2073	2073
留存收益	8459	10586	11595	12950	14575
归属母公司股东权益	12068	14231	15680	16762	18386
负债和股东权益	**18657**	**18187**	**19370**	**20661**	**22223**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**3941**	**3736**	**2377**	**3938**	**4136**
净利润	3020	2453	2018	2709	3250
折旧摊销	1221	1298	1152	1278	1376
财务费用	177	154	142	140	133
投资损失	-12	-42	0	0	0
营运资金变动	-555	-141	-938	-188	-624
其他经营现金流	90	13	2	-2	1
投资活动现金流	**-2356**	**-2014**	**-1245**	**-2077**	**-1820**
资本支出	1287	1856	1233	708	124
长期投资	-1080	-200	0	0	0
其他投资现金流	-2148	-358	-12	-1369	-1696
筹资活动现金流	**-1055**	**-2291**	**-1324**	**-1829**	**-1880**
短期借款	-390	-270	0	0	0
长期借款	-520	-1090	-61	-121	-181
普通股增加	6	0	0	0	0
资本公积增加	50	10	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-940	-1263	-1708	-1700
现金净增加额	**530**	**-569**	**-191**	**32**	**435**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**14357**	**14190**	**12148**	**14862**	**16578**
营业成本	9980	10239	9100	10900	11914
营业税金及附加	98	93	82	99	111
营业费用	261	372	61	74	83
管理费用	141	156	134	163	182
研发费用	68	332	255	297	332
财务费用	177	154	142	140	133
资产减值损失	76	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	0	0	0
其他收益	2	5	0	0	0
投资净收益	12	42	0	0	0
营业利润	**3569**	**2899**	**2374**	**3187**	**3824**
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	**3565**	**2896**	**2374**	**3187**	**3824**
所得税	546	443	356	478	574
净利润	**3020**	**2453**	**2018**	**2709**	**3250**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**3020**	**2453**	**2018**	**2709**	**3250**
EBITDA	4961	4286	3569	4506	5233
EPS（元）	1.86	1.51	1.24	1.67	2.00

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.9	-1.2	-14.4	22.3	11.6
营业利润(%)	146.2	-18.8	-18.1	34.2	20.0
归属于母公司净利润(%)	147.1	-18.8	-17.7	34.2	20.0
获利能力					
毛利率(%)	30.5	27.8	25.1	26.7	28.1
净利率(%)	21.0	17.3	16.6	18.2	19.6
ROE(%)	25.0	17.2	12.9	16.2	17.7
ROIC(%)	21.7	18.7	13.1	16.5	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.3	21.8	19.1	18.9	17.3
净负债比率(%)	24.3	12.1	8.3	7.2	3.5
流动比率	1.1	1.4	1.7	1.7	2.1
速动比率	0.6	0.8	0.5	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	16.0	25.0	19.0	20.0	21.3
应付账款周转率	6.9	8.6	7.9	7.8	8.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.86	1.51	1.24	1.67	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.06	2.80	1.46	2.42	2.54
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.75	9.64	10.30	11.30
估值比率					
P/E	14.4	17.8	21.6	16.1	13.4
P/B	3.6	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.4	10.3	12.5	9.8	8.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，14 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

李啸，南京大学物理学硕士，2018 年加盟新时代证券

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/