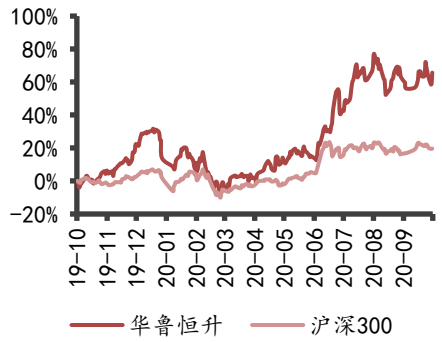
三季度受检修影响略有下滑，看好后续发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-28
收盘价（元）	26.00
近12个月最高/最低（元）	27.95/14.24
总股本（百万股）	1626.66
流通股本（百万股）	1620.33
流通股比例（%）	99.6
总市值（亿元）	422.93
流通市值（亿元）	421.24

公司股价与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊
执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《华鲁恒升：疫情影响即将结束，业绩有望回暖》2020.8.12

事件描述：

10月28日，公司公告2020年第三季度报告。据公告，2020前三季度公司实现营收90.43亿元，同比下降14.77%；归母净利润12.91亿元，同比下降32.52%；扣非后归母净利润12.57亿元，同比下降33.10%；加权平均ROE为8.78%，同比减少6.01个百分点；经营活动现金流净额为21.67亿元，同比下降20.48%。

➢ 前三季度营收毛利略下滑，主要受装置检修和价格影响

2020前三季度，公司实现毛利润19.64亿元，同比下降10.80亿元，主要是因为装置检修及原材料价格上涨幅度大于产品上涨幅度所致。根据公司公告，公司一套煤气化装置及部分产品生产装置于8月停车检修20天。前三季度，公司财务费用0.78亿元，同比下降36.53%，主要是投资规模减小，银行利息支出减少；管理费用1.16亿元，同比增长14.84%，主要是新项目投产后，职工薪酬和财产保险费增加；销售费用0.33亿元，同比下降87.71%，主要是Q2会计准则调整，运费、装卸费及出口港杂费等转入“合同履约成本”，不再计入销售费用。公司经营活动净现金流21.67亿元，同比下降20.48%，幅度小于归母净利润下降幅度；投资活动净现金流为-14.67亿元，同比增加50.70%，主要是报告期内新建项目投资增加所致；筹资活动净现金流为-6.17亿元，同比下降59.51%。公司净现比为1.68，同比下降0.25；存货周转天数为15.04天，同比下降0.73天，保持了良好的经营效率。公司应付票据及账款由期初的8.24亿元增加至10.17亿元，应收票据及账款由期初的0.34亿元减少至0.22亿元，应付的增加与应收的减少表明了公司在产业链中的话语权增大、对产业链的把控力增强。公司前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为17.47亿元，同比增加135.61%，在建工程18.72亿元，比期初增加249.90%，主要由于报告期内公司新建项目增加投资所致。

单季度来看，Q3公司营收30.50亿元，同比下降13.72%，环比增长0.51%；毛利润6.10亿元，同比下降36.85%，环比增长10.40%；毛利率19.99%，同比降低7.32个百分点，环比提上升1.79个百分点；归母净利润3.86亿元，同比下降35.96%，环比下降18.54%。公司Q3盈利能力下滑收到了检修和价格两方面的影响。

➢ 主要产品价格回暖，业绩有望恢复

2020前三季度，公司主要产品销量有所改善。肥料、有机胺销量分别为187.47万吨、29.63万吨，分别同比增长0.30%、6.39%，分别实现收入24.94、15.33亿元；己二酸及中间品、醋酸及衍生品和多元醇销量分别为15.05万吨、42.67万吨、47.20万吨，分别同比下降10.26%、6.08%、6.35%，分别实现收入8.47、9.65、17.57亿元。

单季度看，公司大部分产品Q3销量略有下滑。其中，肥料销量54.68万吨，同比下降15.26%，环比下降13.43%；有机胺11.59万吨，同比

上升 11.23%，环比上升 12.85%；己二酸及中间品 5.12 万吨，同比下降 4.48%，环比下降 16.34%；醋酸及衍生品 12.34 万吨，同比下降 15.36%，环比下降 20.59%；多元醇 15.35 万吨，同比下降 11.53%，环比下降 10.86%。

价格方面，20Q3 公司尿素等产品整体价格下滑，DMF 价格回升。20Q3 国内尿素、醋酸季度均价分别为 1717、2500 元/吨，分别同比下降 9.61%、18.72%，环比下降 1.30%、上升 7.25%，价格下滑主要系市场供需因素影响。20Q3 国内己二酸价格在 4900-7200 元/吨内波动，窄幅震荡回落后缓慢回升。华东己二酸 20Q3 季度均价 6171 元/吨，同比下降 24.5%，环比小幅上升 0.7%。9 月受原料纯苯随油价震荡而上涨的影响，叠加双节临近拉动的下游需求增长，己二酸价格窄幅震荡上升。10 月 27 日华东己二酸最新价继续反弹至 6517 元/吨。20Q3，受原油价格波动及市场供需等因素影响，乙二醇价格变动区间为 2300-4450 元/吨，均价 3663 元/吨，同比降低 19.31%，环比上升 0.99%。10 月 27 日乙二醇最新价为 3811 元/吨。20Q3 国内 DMF 价格回升，均价达到 6311 元/吨，同比上升 34.58%，环比上升 29.97%。10 月 27 日国内 DMF 最新价再创新高 12500 元/吨。随着需求拉动的化工品市场回暖，产品价格回升，公司盈利能力进一步提高。

- **两个重大项目即将投产，给公司带来业绩增量**

公司于 2019 年投资建设的精己二酸品质提升项目和酰胺及尼龙新材料项目目前正处于建设期，总投资分别为 15.72 亿元、49.8 亿元，预计分别于 2021 年 5 月和 2021 年 11 月建成投产。达产后，预计将合计为公司增加营收 76 亿元，利润 7.4 亿元。新项目将进一步提升现有的技术和成本优势，提升规模效益，给公司带来新的业绩增量。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 18.19、25.68、30.14 亿元，同比增速为-25.8%、41.2%、17.3%。对应 PE 分别为 23.25、16.47 和 14.03 倍。维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动；产品价格大幅波动；项目建设不及预期；下游需求放缓；疫情持续影响等。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14190	12969	15357	17706
(+/-) (%)	-1.2%	-8.6%	18.4%	15.3%
归母净利润	2453	1819	2568	3014
(+/-) (%)	-18.8%	-25.8%	41.2%	17.3%
EPS(元)	1.51	1.12	1.58	1.85
P/E	13.18	23.25	16.47	14.03

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3491	4217	4307	4250
现金	715	715	715	715
应收账款	34	35	34	43
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	130	148	165	182
存货	332	442	491	519
其他流动资产	2280	2878	2901	2791
非流动资产	14697	19206	20978	22957
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11932	15907	17633	19183
无形资产	1070	1427	1730	2075
其他非流动资产	1694	1873	1616	1700
资产总计	18187	23424	25285	27208
流动负债	2434	5851	5144	4053
短期借款	0	2965	2065	805
应付账款	824	1287	1359	1426
其他流动负债	1610	1599	1720	1822
非流动负债	1522	1522	1522	1522
长期借款	1504	1504	1504	1504
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	3956	7373	6667	5575
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2073	2073	2073	2073
留存收益	10532	12351	14919	17933
归属母公司股东权益	14231	16050	18619	21632
负债和股东权益	18187	23424	25285	27208

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	3736	4679	4598	5361
净利润	2453	1819	2568	3014
折旧摊销	1298	2974	1723	1979
财务费用	172	179	231	177
投资损失	-42	-23	-30	-37
营运资金变动	-142	-274	103	226
其他经营现金流	2591	2095	2467	2790
投资活动现金流	-2014	-7464	-3467	-3924
资本支出	-1856	-7486	-3498	-3960
长期投资	-200	0	0	0
其他投资现金流	42	23	30	37
筹资活动现金流	-2291	2785	-1131	-1437
短期借款	-270	2965	-900	-1260
长期借款	-1090	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他筹资现金流	-940	-179	-231	-177
现金净增加额	-569	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	12969	15357	17706
营业成本	10239	9740	11026	12739
营业税金及附加	93	104	123	142
销售费用	372	324	384	443
管理费用	156	195	230	266
财务费用	154	158	210	156
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0
投资净收益	42	23	30	37
营业利润	2899	2149	3034	3560
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	2896	2147	3032	3557
所得税	443	328	463	544
净利润	2453	1819	2568	3014
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2453	1819	2568	3014
EBITDA	4296	5256	4933	5653
EPS（元）	1.51	1.12	1.58	1.85

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	-1.2%	-8.6%	18.4%	15.3%
营业利润	-18.8%	-25.9%	41.2%	17.3%
归属于母公司净利润	-18.8%	-25.8%	41.2%	17.3%
获利能力				
毛利率（%）	27.8%	24.9%	28.2%	28.1%
净利率（%）	17.3%	14.0%	16.7%	17.0%
ROE（%）	17.2%	11.3%	13.8%	13.9%
ROIC（%）	15.2%	9.0%	11.8%	12.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	21.8%	31.5%	26.4%	20.5%
净负债比率（%）	27.8%	45.9%	35.8%	25.8%
流动比率	1.43	0.72	0.84	1.05
速动比率	1.24	0.62	0.71	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.55	0.61	0.65
应收账款周转率	412.11	373.60	445.66	408.33
应付账款周转率	12.43	7.57	8.11	8.93
每股指标（元）				
每股收益	1.51	1.12	1.58	1.85
每股经营现金流薄）	2.30	2.88	2.83	3.30
每股净资产	8.75	9.87	11.45	13.30
估值比率				
P/E	13.18	23.25	16.47	14.03
P/B	2.27	2.64	2.27	1.96
EV/EBITDA	7.92	8.93	9.34	7.93

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。