华鲁恒升（600426）

公司研究/点评报告

Q2 业绩改善显著，新材料项目落地在即

—华鲁恒升（600426）2020 年中报点评

点评报告/基础化工　　2020 年 08 月 13 日

一、事件概述

8 月 12 日，公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现营收 59.93 亿元，同比下降 15.3%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比下降 30.93%。其中，Q2 公司实现营收 30.34 亿元，环比增长 2.54%；实现归母净利润 4.74 亿元，环比增长 10.45%。

二、分析与判断

➢ 柔性生产应对价格冲击，以量补价，Q2 业绩改善显著

受市场供需、产品价格下滑以及疫情影响，公司 2020 年上半年实现营收 59.93 亿元，同比下降 15.3%。销量方面，公司上半年肥料、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售 132.79、18.04、9.93、30.33、31.85 万吨，其中有机胺在上半年销量同比增长 3.50%，实现营收 8.79 亿元，同增 2.21%。价格方面，公司报告期内产品价格均有所下降，其中肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇对应的均价为 1339、4873、5791、2249、3702 元/吨。公司利用“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，积极适应市场需求变化，降本增效，Q2 业绩改善显著。

➢ 产销联动效应持续加强，新材料项目落地在即

上半年，公司持续加强产销联动，调整产品结构，实现产销有序衔接，Q2 主要产品产量共计 231.87 万吨，环比一季度增加 81%；主要产品销量共计 215.12 万吨，环比增长 94%，其中有机胺、己二酸及中间品、多元醇单季销量为 10.27、6.12、17.22 万吨，环比增长 32.18%、60.63%和 17.70%。目前，公司精己二酸品质提升项目完成进度为 65%，预计年底可投产，项目投产后己二酸盈利能力将进一步增强；30 万吨/年的酰胺及尼龙新材料项目进度为 35%，项目投产后己内酰胺成本将进一步下降。

➢ 产品价格逐渐回暖，看好公司长期发展

据百川资讯，2020 年 8 月公司尿素、己二酸、液氨等产品价格均有不同程度的上浮，其中尿素中小颗粒报价上调至 1760 元/吨；己二酸挂牌价上调 200 元/吨，执行 7200 元/吨；液氨价格上调 100，出厂报价现金 2750 元/吨，其余大部分产品价格维持稳定。公司在行业周期下行的情况下，持续发挥大生产管控集约效应，深挖装置和系统潜力，低成本优势更加显著。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.35、160 和 1.85 元，对应 PE 分别为 19、16 和 14 倍。参考基础化工板块当前平均 89 倍 PE 水平，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

产能投放不及预期，原材料价格波动风险，产品价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,190	14,070	15,586	17,057
增长率（%）	-1.2%	-0.9%	10.8%	9.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,453	2,199	2,608	3,008
增长率（%）	-18.8%	-10.3%	18.6%	15.3%
每股收益（元）	1.51	1.35	1.60	1.85
PE（现价）	17.03	18.99	16.02	13.89
PB	2.27	2.54	2.19	1.89

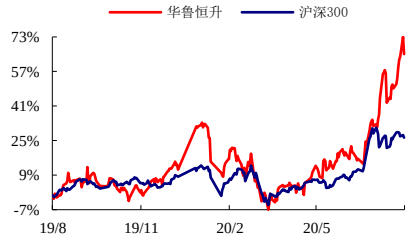
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　25.68 元

交易数据	2020-8-12
近 12 个月最高/最低(元)	26.8/14.7
总股本（百万股）	1,627
流通股本（百万股）	1,617
流通股比例（%）	99.43
总市值（亿元）	418
流通市值（亿元）	415

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证　S0100519100001

电话：　021-60876731

邮箱：　liji@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,190	14,070	15,586	17,057
营业成本	10,239	10,645	11,586	12,608
营业税金及附加	93	97	106	115
销售费用	372	293	339	391
管理费用	156	151	164	183
研发费用	332	198	292	279
EBIT	2,998	2,685	3,100	3,480
财务费用	154	107	44	-39
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	42	18	26	33
营业利润	2,899	2,596	3,081	3,552
营业外收支	-2	1	-2	-1
利润总额	2,896	2,597	3,079	3,551
所得税	443	398	471	544
净利润	2,453	2,199	2,608	3,008
归属于母公司净利润	2,453	2,199	2,608	3,008
EBITDA	4,296	3,783	4,268	4,612

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	715	2,206	4,878	7,782
应收账款及票据	34	686	665	533
预付款项	130	161	174	180
存货	332	483	516	514
其他流动资产	2,280	2,281	2,281	2,280
流动资产合计	3,491	5,817	8,513	11,291
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	11,932	12,534	12,309	12,498
无形资产	1,070	1,448	1,757	2,111
非流动资产合计	14,697	15,201	15,214	15,484
资产合计	18,187	21,018	23,727	26,774
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	824	1,407	1,428	1,412
其他流动负债	1,610	1,658	1,739	1,794
流动负债合计	2,434	3,065	3,167	3,206
长期借款	1,504	1,504	1,504	1,504
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	1,522	1,522	1,522	1,522
负债合计	3,956	4,588	4,689	4,728
股本	1,627	1,627	1,627	1,627
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	14,231	16,431	19,039	22,046
负债和股东权益合计	18,187	21,018	23,727	26,774

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-1.2%	-0.9%	10.8%	9.4%
EBIT 增长率	-21.3%	-10.4%	15.4%	12.3%
净利润增长率	-18.8%	-10.3%	18.6%	15.3%
盈利能力				
毛利率	27.8%	24.3%	25.7%	26.1%
净利润率	17.3%	15.6%	16.7%	17.6%
总资产收益率 ROA	13.5%	10.5%	11.0%	11.2%
净资产收益率 ROE	17.2%	13.4%	13.7%	13.6%
偿债能力				
流动比率	1.43	1.90	2.69	3.52
速动比率	1.24	1.69	2.47	3.31
现金比率	0.29	0.72	1.54	2.43
资产负债率	21.8%	21.8%	19.8%	17.7%
经营效率				
应收账款周转天数	0.89	0.98	0.82	0.89
存货周转天数	11.82	16.57	16.26	14.88
总资产周转率	0.78	0.67	0.66	0.64
每股指标（元）				
每股收益	1.51	1.35	1.60	1.85
每股净资产	8.75	10.10	11.70	13.55
每股经营现金流	2.30	1.98	2.45	2.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	17.03	18.99	16.02	13.89
PB	2.27	2.54	2.19	1.89
EV/EBITDA	7.92	11.10	9.21	7.89
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,453	2,199	2,608	3,008
折旧和摊销	1,298	1,098	1,168	1,133
营运资金变动	-142	-204	77	166
经营活动现金流	3,736	3,225	3,980	4,425
资本开支	-1,856	-1,601	-1,183	-1,403
投资	-200	0	0	0
投资活动现金流	-2,014	-1,584	-1,157	-1,370
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2,291	-150	-150	-150
现金净流量	-569	1,491	2,672	2,904

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。