2019 年 8 月 12 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 31

华鲁恒升（600426.SH） Buy 买入

二季度业绩环比增 10.5%，看好公司业绩持续改善

公司基本信息

產業別	化工
A 股价(2020/8/11)	25.57
上证指数(2020/8/11)	3340.29
股價 12 個月高/低	26.98/14.24
總發行股數(百萬)	1626.66
A 股數(百萬)	1620.33
A 市值(億元)	414.32
主要股東	山东华鲁恒升集团有限公司(32.19%)
每股淨值(元)	8.96
股價/賬面淨值	2.85

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	25.7	41.8	69.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

醋酸及衍生品	11.94%
多元醇	22.68%
肥料	26.52%
己二酸及中间品	11.85%
有机胺	13.90%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.7%
一般法人	38.9%

股价相对大盘走势



结论与建议：

公司发布20年上半年业绩报告，上半年实现营收59.93亿元，yoy-15.3%，归母净利润9.04亿元，yoy+30.9%，每股收益0.56元。其中二季度实现营收30.34亿元，qoq-2.5%，yoy-14.1%，归母净利润4.74亿元，qoq+10.5%，yoy-28.8%，业绩符合预期。疫情稳定，油价逐级回升，公司业绩低谷已过，后期随着宏观经济复苏，下游需求改善，产品价格上移，公司业绩有望持续改善。公司作为煤化工标杆企业，成本优势明显，在建及规划项目将不断释放新增产能，贡献新的业绩增长点，看好公司成长性，维持“买入”评级。

- **以量补价，二季度业绩环比改善：**因产品价格回落，上半年综合毛利率同比下滑 6.77 个百分点至 22.59%，致上半年业绩同比下滑。销售均价方面，上半年肥料回落 10%，有机胺回落 1.3%，其他产品回落约 18%左右。销量方面，公司柔性联产，盈利相对较好的产品增产增销，其中肥料销量增 8.5%，有机胺销量增 3.5%，其他产品销量同比小幅回落。单季环比来看，二季度仅有机胺均价环比小涨，肥料、醋酸及衍生品价格小幅下跌，而己二酸及中间品、多元醇环比跌幅超 20%，但随着疫情好转、经济复苏，二季度除肥料外其他产品销量环比明显提高，其中己二酸及中间品环比增 61%、有机胺环比增 32%、多元醇环比增 18%，二季度形成以量补价，业绩环比改善实属难得。另外，上半年销售费用率因准则变动而下降 2.33 个百分点，带动期间费用率下滑 2.58 个百分点至 4.50%。
- **产品价格止跌反弹，下半年业绩有望继续改善：** 一季度疫情爆发、二季度国际油价大幅下行，上半年化工产品价格持续下跌。目前国内疫情稳定、国际油价在减产协议的支撑下回升至 40 美元/桶以上，化工类产品已出现筑底回升。环比二季度均价来看，目前公司主要产品尿素上涨 2.4%、DMF 上涨 22.5%、己二酸上涨 2.4%、醋酸上涨 4.7%、乙二醇上涨 7.0%，整体趋势向好，下半年随着宏观经济继续回暖，公司盈利能力有望提升。另外，公司是国内煤化工标杆企业，成本优势明显，柔性联产抵御市场风险能力强，加之前期同行业中部分中小产能陆续退出市场，公司市场份额有望逆势增长，看好公司下半年业绩持续改善。
- **新增项目进展顺利，未来业绩增长有保障：**截止半年报，公司在建工程 11.3亿元，同比增252%，其中主要在建项目为精己二酸品质提升项目与酰胺及尼龙新材料项目，当前二者工程进度分别为65%、35%，有望2021年下半年陆续投产，达产后公司预计二者可供贡献营业收入76亿元，净利润7.42亿元。另外，公司在DMF领域逆势扩张，抓住行业16%的产能退出机遇，投资3.8亿元对DMF及配套甲胺产能扩建，DMF扩产12万吨/年，增幅约50%，后期公司还将投资过百亿元，建设150万吨绿色化工新材料项目，为公司中长期业绩增长带来新动力。公司依托煤气化平台，不断扩展公司产业链，释放新增产能，优化产品结构，未来成长动力充足，业绩增长有保障。
- **盈利预测：**我们预计公司 2020/2021/2022 年实现净利润 20.2/25.8/31.2 亿元，yoy-18%/+28%/+21%，折合 EPS 为 1.24/1.59/1.92 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 21、16、13 倍。鉴于公司业绩有望持续改善，新增项目支撑未来业绩成长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新建项目不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3020	2453	2020	2582	3116
同比增减	%	147.10%	-18.76%	-17.64%	27.78%	20.70%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.86	1.51	1.24	1.59	1.92
同比增减	%	146.14%	-18.76%	-17.64%	27.78%	20.70%
A 股市盈率(P/E)	X	13.77	16.96	20.59	16.11	13.35
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.35	0.30	0.37	0.45
股息率 (Yield)	%	0.78%	1.37%	1.17%	1.45%	1.76%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14357	14190	13222	15810	18462
经营成本	9980	10240	9858	11583	13398
研发费用	68	332	309	369	431
营业税金及附加	98	93	87	104	122
销售费用	261	372	347	414	484
管理费用	141	156	145	174	203
财务费用	177	154	144	172	201
资产减值损失	76	4	4	4	4
投资收益	12	42	43	43	44
营业利润	3569	2899	2388	3051	3682
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	3565	2896	2386	3048	3679
所得税	546	443	365	467	563
少数股东损益	2	3	4	5	6
归属于母公司股东权益	3020	2453	2020	2582	3116

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1283	715	634	1980	4387
应收账款	23	34	35	36	37
存货	557	332	342	348	355
流动资产合计	4317	3491	3389	4828	7305
长期股权投资	3	4	5	6	7
固定资产	12983	11932	12767	13533	13939
在建工程	203	535	1259	1339	880
非流动资产合计	14340	14697	16041	16694	16677
资产总计	18657	18187	19431	21521	23982
流动负债合计	3978	2434	2295	2365	2413
非流动负债合计	2612	1522	1372	1413	1441
负债合计	6589	3956	3667	3778	3855
少数股东权益	3	4	5	6	7
股东权益合计	12068	14231	15764	17743	20127
负债及股东权益合计	18657	18187	19431	21521	23982

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	3941	3736	3362	4035	4640
投资活动产生的现金流量净额	-2356	-2014	-1611	-1772	-1684
筹资活动产生的现金流量净额	-1055	-2291	-1832	-916	-550
现金及现金等价物净增加额	530	-569	-81	1347	2407

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。