华鲁恒升（600426.SH）

2020 年 08 月 11 日

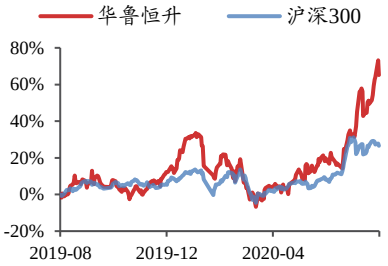
业绩低点已过，看好下半年需求复苏带动业绩回暖

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/11
当前股价(元)	25.57
一年最高最低(元)	26.98/14.50
总市值(亿元)	415.94
流通市值(亿元)	414.32
总股本(亿股)	16.27
流通股本(亿股)	16.20
近 3 个月换手率(%)	73.62

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-疫情与原油下跌拖累业绩，短期扰动不改长期价值》-2020.4.30

《公司信息更新报告-年报业绩符合预期，看好公司未来长期发展》-2020.3.27

《公司首次覆盖报告-成本优势造就煤化工龙头，新材料项目打开未来成长空间》-2020.2.10

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

● **公司已过业绩低点，看好 2020 年下半年需求复苏，维持“买入”评级**

8 月 11 日，公司发布《2020 年半年度报告》，2020 年 H1 公司实现营收 59.93 亿元，（同比-15.30%），归母净利润 9.04 亿元（同比-30.93%）。2020 年 H1，受新冠疫情爆发、国际油价大幅下跌双重因素影响，公司主要化工产品价格同比出现较大幅度下跌，拖累公司 2020 年上半年业绩。我们维持公司 2020-2022 年对应的净利润分别为 25.06 亿元、29.54 亿元和 32.08 亿元，对应的 EPS 分别为 1.54 元、1.82 元和 1.97 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 16.6 倍、14.1 倍、13.0 倍。目前原油价格已重回 40 美元以上，中国疫情也已得到有效控制，2020 年 5 月以来中国经济持续复苏，我们看好未来煤化工产品价格回升。公司作为煤化工龙头，业绩有望环比持续改善，维持公司“买入”评级。

● **受新冠疫情及原油下跌影响，公司主营产品价格同比下跌拖累业绩**

受新冠疫情及原油下跌影响，公司主要化工产品 2020 年 H1 的价格同比出现较大幅度下跌，根据卓创资讯数据，2020 年公司 H1 主要产品平均含税价格分别为：尿素 1,670 元/吨、乙二醇 3,908 元/吨、醋酸 2,419 元/吨和己二酸 6,949 元/吨，同比分别下降 13.9%、12.6%、17.4%和 15.6%，是公司业绩下滑的主因。目前，原油已重回 40 美元以上，乙二醇价格亦回升至 3,700 元/吨，而根据我们测算，公司乙二醇完全成本为 3,305 元/吨，已恢复盈利。2020 年 5 月以来经济持续复苏，我们看好未来需求回暖后，公司产品价格回升，带动公司业绩环比持续改善。

● **公司作为 DMF 龙头市占率提升，己二酸项目建设进度超预期，看好公司成长**

根据卓创资讯，2020 年 5 月浙江交科关停 18 万吨 DMF 装置，目前公司作为 DMF 龙头拥有 DMF 产能 25 万吨，市占率由 24.8%提升至 30.1%。若公司拟建 10 万吨 DMF 装置投产，DMF 市占率将进一步提升至 37.6%。此外，公司 16 万吨己二酸项目建设超预期，根据公司 2020 年半年报，目前该项目工程进度为 65%，我们预计项目有望于 2020 年底投产，提前为公司贡献业绩增量。

● **风险提示：** 安全生产及环保风险，新项目建设进度不及预期、产品价格下跌

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	14,608	15,503	20,849
YOY(%)	37.9	-1.2	2.9	6.1	34.5
归母净利润(百万元)	3,020	2,453	2,506	2,954	3,208
YOY(%)	147.1	-18.8	2.1	17.9	8.6
毛利率(%)	30.5	27.8	28.8	29.4	24.4
净利率(%)	21.0	17.3	17.2	19.1	15.4
ROE(%)	25.0	17.2	15.0	15.1	14.2
EPS(摊薄/元)	1.86	1.51	1.54	1.82	1.97
P/E(倍)	13.8	17.0	16.6	14.1	13.0
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	6235	8136	9495
现金	1283	715	2067	5222	4368
应收票据及应收账款	1103	34	1136	106	1564
其他应收款	1	0	1	0	1
预付账款	171	130	180	149	294
存货	557	332	571	380	988
其他流动资产	1202	2280	2280	2280	2280
非流动资产	14340	14697	14229	14200	18385
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12983	11932	11390	11237	15047
无形资产	696	1070	1191	1338	1480
其他非流动资产	662	1694	1648	1625	1857
资产总计	18657	18187	20464	22337	27880
流动负债	3978	2434	2587	1995	4244
短期借款	270	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1568	824	1604	953	2727
其他流动负债	2140	1610	983	1042	1517
非流动负债	2612	1522	1140	834	1108
长期借款	2594	1504	1122	816	1089
其他非流动负债	17	18	18	18	18
负债合计	6589	3956	3727	2829	5352
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	12811	15455	18403
归属母公司股东权益	12068	14231	16737	19508	22528
负债和股东权益	18657	18187	20464	22337	27880

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3941	3736	3013	4695	4430
净利润	3020	2453	2506	2954	3208
折旧摊销	1221	1298	1108	1178	1453
财务费用	177	154	41	-76	-99
投资损失	-12	-42	-13	-17	-21
营运资金变动	-555	-141	-626	661	-106
其他经营现金流	90	13	-3	-4	-5
投资活动现金流	-2356	-2014	-623	-1129	-5611
资本支出	1287	1856	-468	-28	4184
长期投资	-1080	-200	0	0	0
其他投资现金流	-2148	-358	-1091	-1157	-1427
筹资活动现金流	-1055	-2291	-1037	-412	328
短期借款	-390	-270	0	0	0
长期借款	-520	-1090	-382	-306	273
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	-654	-107	54
现金净增加额	530	-569	1353	3154	-853

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14357	14190	14608	15503	20849
营业成本	9980	10239	10395	10948	15755
营业税金及附加	98	93	105	108	144
营业费用	261	372	367	388	517
管理费用	141	156	438	450	600
研发费用	68	332	318	217	167
财务费用	177	154	41	-76	-99
资产减值损失	76	-4	0	0	0
其他收益	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	3	4	5
投资净收益	12	42	13	17	21
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	3569	2899	2961	3490	3791
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	4	3	6	7	5
利润总额	3565	2896	2956	3484	3787
所得税	546	443	451	531	578
净利润	3020	2453	2506	2954	3208
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3020	2453	2506	2954	3208
EBITDA	4935	4272	4066	4585	5128
EPS(元)	1.86	1.51	1.54	1.82	1.97

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.9	-1.2	2.9	6.1	34.5
营业利润(%)	146.2	-18.8	2.1	17.9	8.6
归属于母公司净利润(%)	147.1	-18.8	2.1	17.9	8.6
获利能力					
毛利率(%)	30.5	27.8	28.8	29.4	24.4
净利率(%)	21.0	17.3	17.2	19.1	15.4
ROE(%)	25.0	17.2	15.0	15.1	14.2
ROIC(%)	19.3	15.1	13.8	14.0	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.3	21.8	18.2	12.7	19.2
净负债比率(%)	24.3	12.1	-3.8	-21.0	-12.5
流动比率	1.1	1.4	2.4	4.1	2.2
速动比率	0.6	0.8	1.7	3.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
应收账款周转率	16.0	25.0	25.0	25.0	25.0
应付账款周转率	6.9	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	1.51	1.54	1.82	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	2.30	1.85	2.89	2.72
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.75	10.29	11.99	13.85
估值比率					
P/E	13.8	17.0	16.6	14.1	13.0
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.0	9.8	9.8	7.9	7.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835