

## 华鲁恒升 (600426.SH) 稀缺煤化工龙头疫情过后再出发, 盈利有望复苏

2021年03月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

张晓锋 (联系人)

龚道琳 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

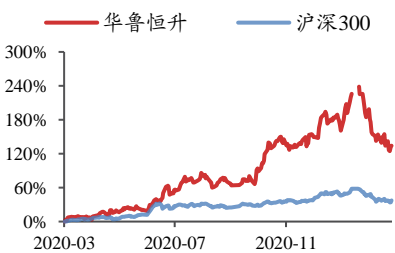
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790120080059

证书编号: S0790120010015

日期	2021/3/26
当前股价(元)	35.00
一年最高最低(元)	52.58/15.09
总市值(亿元)	569.33
流通市值(亿元)	567.85
总股本(亿股)	16.27
流通股本(亿股)	16.22
近3个月换手率(%)	77.31

### 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-湖北荆州拟建煤化工新产能, 未来成长可期》

-2021.1.14

《公司信息更新报告-湖北荆州建设煤化工第二基地, 未来成长空间打开》

-2020.11.2

《公司信息更新报告-Q3 检修致毛利率下跌, 未来项目投产看好公司成长》

-2020.10.28

### ● 疫情过后再出发, 原油高位下公司盈利有望复苏, 维持公司“买入”评级

3月26日公司发布2020年年度报告, 公司全年实现营业收入共计131.15亿元, 较2019年下降7.58%; 实现归母净利润17.98亿元, 同比下降26.69%。目前原油价格高位震荡, 公司盈利有望大幅改善。未来荆州基地落地, 公司将加速成长。在“碳中和”的大背景下, 公司作为存量煤化工优质资产, 稀缺性将进一步凸显。我们上调2021-2022年盈利预测及新增2023年盈利预测: 预计2021-2023年, 公司归母净利润分别为35.56 (+6.87)、40.12 (+4.96) 和42.41亿元, 对应EPS分别为2.19 (+0.43)、2.47 (+0.31) 和2.61元, 当前股价对应2021-2023年PE分别为16.0、14.2、13.4倍, 维持公司“买入”评级。

### ● 2020年Q4主要煤化工产品价格复苏, 煤价上涨及研发费用提高业绩承压

根据公司2020年报, 2020年Q4公司实现营业收入40.72亿元, 同比增长13.74%; 实现归母净利润5.08亿元, 同比减少6.07%。进入Q4, 原油价格逐步复苏, 主要煤化工产品价格不断上涨。根据Wind数据, 2020年Q4乙二醇、辛醇、尿素、醋酸、己二酸均价及同比变动幅度分别为3,836 (-20.74%)、9,378 (+31.58%)、1,799 (+3.81%)、3,462 (+23.03%)、7,484 (-5.54%)元/吨。2020年Q4动力煤均价为640元/吨, 环比、同比分别上涨69、88元/吨; 公司Q4研发费用为1.05亿元, 环比增加0.61亿元, 煤价上涨及研发费用提高综合拖累公司Q4业绩。

### ● 原油价格高位震荡及碳中和背景下, 煤化工龙头比较优势及稀缺性凸显

目前WTI及布伦特原油在60美元/桶附近的高位, 主要化工品价格已接近2019年水平。公司作为煤化工龙头, 成本比较优势进一步凸显。公司16.66万吨精己二酸项目已于2021年2月19日进入试生产阶段, 30万吨/年尼龙项目预计于2021年底投产。根据公司年报, 第二基地落地布局, 公司成长属性凸显。我国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值, 努力争取2060年前实现碳中和。在碳中和的大背景下, 公司作为存量优质煤化工资产的稀缺性将进一步凸显。

### ● 风险提示: 原油价格波动风险, 市场需求不及预期, 项目扩张不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	17,293	21,292	21,723
YOY(%)	-1.2	-7.6	31.9	23.1	2.0
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	3,556	4,012	4,241
YOY(%)	-18.8	-26.7	97.7	12.8	5.7
毛利率(%)	27.8	21.4	31.5	28.9	28.7
净利率(%)	17.3	13.7	20.6	18.8	19.5
ROE(%)	17.2	11.5	19.0	18.1	16.4
EPS(摊薄/元)	1.51	1.11	2.19	2.47	2.61
P/E(倍)	23.2	31.7	16.0	14.2	13.4
P/B(倍)	4.0	3.7	3.1	2.6	2.2

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3491	3267	3206	4964	8447
现金	715	1066	795	2450	6004
应收票据及应收账款	34	23	53	41	55
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	130	202	236	304	247
存货	332	273	421	468	441
其他流动资产	2280	1702	1702	1702	1702
<b>非流动资产</b>	14697	17282	20729	23422	22200
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11932	11250	14786	17585	16738
无形资产	1070	1238	1391	1538	1719
其他非流动资产	1694	4794	4552	4298	3743
<b>资产总计</b>	18187	20549	23935	28385	30647
<b>流动负债</b>	2434	3714	3358	4351	3531
短期借款	0	530	530	530	530
应付票据及应付账款	824	1458	1161	2191	1235
其他流动负债	1610	1725	1667	1630	1766
<b>非流动负债</b>	1522	1186	1372	1346	769
长期借款	1504	1175	1360	1335	757
其他非流动负债	18	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	3956	4901	4730	5697	4300
少数股东权益	0	180	180	180	180
股本	1627	1627	2115	2115	2115
资本公积	2073	2080	2080	2080	2080
留存收益	10586	11817	14652	17848	21125
<b>归属母公司股东权益</b>	14231	15469	19024	22508	26167
负债和股东权益	18187	20549	23935	28385	30647

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3736	2995	4668	6513	5331
净利润	2453	1798	3556	4012	4241
折旧摊销	1298	1309	1243	1651	1895
财务费用	154	106	84	71	-17
投资损失	-42	-47	-25	-31	-36
营运资金变动	-141	-207	-189	812	-750
其他经营现金流	13	35	-1	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-2014	-2266	-4663	-4311	-635
资本支出	1856	2616	3446	2693	-1222
长期投资	-200	280	0	0	0
其他投资现金流	-358	630	-1216	-1619	-1857
<b>筹资活动现金流</b>	-2291	-371	-276	-546	-1142
短期借款	-270	530	0	0	0
长期借款	-1090	-329	185	-25	-578
普通股增加	0	0	488	0	0
资本公积增加	10	7	0	0	0
其他筹资现金流	-940	-579	-950	-521	-565
<b>现金净增加额</b>	-569	352	-272	1655	3554

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	14190	13115	17293	21292	21723
营业成本	10239	10312	11837	15147	15481
营业税金及附加	93	99	122	149	153
营业费用	372	43	453	558	569
管理费用	156	177	277	341	348
研发费用	332	284	346	319	217
财务费用	154	106	84	71	-17
资产减值损失	-4	-10	0	0	0
其他收益	5	6	0	0	0
公允价值变动收益	13	-9	1	1	2
投资净收益	42	47	25	31	36
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2899	2127	4200	4739	5010
营业外收入	1	11	4	4	5
营业外支出	3	15	9	8	9
<b>利润总额</b>	2896	2123	4195	4736	5006
所得税	443	325	639	724	765
<b>净利润</b>	2453	1798	3556	4012	4241
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	2453	1798	3556	4012	4241
EBITDA	4272	3509	5484	6415	6841
EPS(元)	1.51	1.11	2.19	2.47	2.61

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-1.2	-7.6	31.9	23.1	2.0
营业利润(%)	-18.8	-26.6	97.5	12.8	5.7
归属于母公司净利润(%)	-18.8	-26.7	97.7	12.8	5.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.8	21.4	31.5	28.9	28.7
净利率(%)	17.3	13.7	20.6	18.8	19.5
ROE(%)	17.2	11.5	19.0	18.1	16.4
ROIC(%)	15.1	10.4	17.3	16.6	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.8	23.8	19.8	20.1	14.0
净负债比率(%)	12.1	8.7	7.7	-0.7	-16.6
流动比率	1.4	0.9	1.0	1.1	2.4
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.8	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	25.0	456.6	456.6	456.6	456.6
应付账款周转率	8.6	9.0	9.0	9.0	9.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.11	2.19	2.47	2.61
每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	1.84	2.87	4.00	3.28
每股净资产(最新摊薄)	8.75	9.51	11.40	13.54	15.79
<b>估值比率</b>					
P/E	23.2	31.7	16.0	14.2	13.4
P/B	4.0	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	17.4	21.2	13.6	11.4	10.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn