

# 华鲁恒升（600426）：核心竞争力持续，看好长期成长空间

2021年03月29日

强烈推荐/维持

华鲁恒升 公司报告

**华鲁恒升公布 2020 年业绩：**公司全年实现营业收入 131.15 亿元，YoY-7.58%，归母净利润 17.98 亿元，YoY-26.69%。2020 年受油价影响，公司主营产品尿素、醋酸、己二酸、三聚氰胺、辛醇、乙二醇的价格同比均有所下滑，导致公司综合毛利率同比下滑 6.47ppt 至 21.37%。

其中，公司第 4 季度实现营业收入 40.72 亿元，归母净利润 5.08 亿元。受原料煤炭等价格上涨影响，毛利率有所下滑，业绩略低于预期。

**公司核心竞争力持续，看好公司长期发展。**公司核心竞争力——生产成本管控能力没有发生明显变化，公司凭借其行业内最低成本的煤气化平台，在 2020 年经受住了极端环境的考验，在低油价环境下公司仍保持了较强的盈利能力。目前公司进入了新一轮成长周期，前期建设的多个项目正逐步投产，新的荆州基地启动建设，我们看好公司盈利规模和盈利能力持续提升。

**德州基地项目建设规划明确。**其中，精己二酸品质提升项目（16.66 万吨/年）已于 2021 年 2 月进入试生产阶段，目前公司产能规模已进入行业第一梯队；酰胺及尼龙新材料（30 万吨/年）项目截至 2020 年底工程进度达到 60%，预计将于 2021 年 12 月投产。两个项目的投产将成为中期内公司重要的业绩增量。未来，公司还储备了新能源、可降解塑料等后续项目，延伸产业链条，进一步加强德州基地的产能和盈利能力。

**第二基地落地布局，为公司进一步发展拓展了空间。**公司前期公告荆州现代煤化工基地启动投资建设，首批投资 115.28 亿元建设园区气体动力平台项目和合成气综合利用项目，预计达产后年利润总额超过 13 亿元。荆州基地区位优势突出，煤炭和水资源保障充足，且规模优势下新建装置自动化程度更高，我们预计荆州基地的生产成本较德州基地更有优势。新基地的项目建设对公司中长期发展具有重要意义，打开了公司成长空间。

**公司盈利预测及投资评级：**基于公司 2020 年业绩，我们相应调整 2021~2022 年盈利预测。我们预计公司 2021~2023 年净利润分别为 33.17、40.46 和 51.23 亿元，对应 EPS 分别为 2.04、2.49 和 3.15 元，当前股价对应 P/E 值分别为 17、14 和 11 倍。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；原材料和产品价格波动。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,190	13,115	17,705	21,326	25,691
增长率（%）	-1.16%	-7.58%	35.00%	20.45%	20.47%
归母净利润（百万元）	2,453	1,798	3,317	4,046	5,123
增长率（%）	-18.76%	-26.69%	84.42%	22.00%	26.61%
净资产收益率（%）	17.24%	11.63%	18.13%	18.87%	20.11%

## 公司简介：

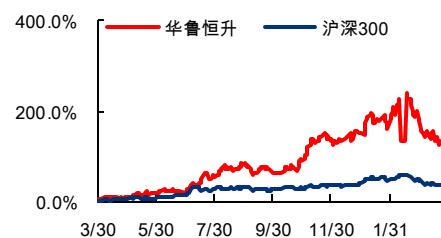
山东华鲁恒升化工股份有限公司是多业联产的现代化化工企业，主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间品等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局，推动传统产能改造升级，积极发展合成气下游深加工项目，与石油化工下游产业链融合，打造高端新材料板块。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间（元）	50.63-14.95
总市值（亿元）	569.33
流通市值（亿元）	567.85
总股本/流通 A 股（万股）	162,666/162,244
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.04

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

---

每股收益(元)	1.51	1.11	2.04	2.49	3.15
PE	23	32	17	14	11
PB	4.00	3.68	3.11	2.66	2.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	3491	3267	6902	10692	15634	<b>营业收入</b>	14190	13115	17705	21326	25691
货币资金	715	1066	4621	8350	13242	<b>营业成本</b>	10239	10312	12929	15587	18546
应收账款	34	23	31	37	45	营业税金及附加	93	99	133	161	193
其他应收款	0	0	-48	-117	-211	营业费用	372	43	58	70	84
预付款项	130	202	254	306	364	管理费用	156	177	239	288	347
存货	332	273	343	413	492	财务费用	154	106	84	19	-48
其他流动资产	2280	1702	1702	1702	1702	资产减值损失	4	10	3	3	4
<b>非流动资产合计</b>	14697	17282	16930	16522	16059	公允价值变动收益	13	-9	-9	-9	-9
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	42	47	47	47	47
固定资产	12467	14721	14406	14035	13606	<b>营业利润</b>	2899	2127	3919	4780	6051
无形资产	1070	1238	1209	1180	1151	营业外收入	1	11	11	11	11
其他非流动资产	1159	1322	1314	1308	1302	营业外支出	3	15	15	15	15
<b>资产总计</b>	18187	20549	23832	27214	31693	<b>利润总额</b>	2896	2123	3915	4776	6047
<b>流动负债合计</b>	2434	3714	4497	5063	5846	所得税	443	325	599	730	924
短期借款	0	530	530	530	530	<b>净利润</b>	2453	1798	3317	4046	5123
应付账款	824	1458	1935	2332	2775	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	357	0	0	0	0	归属母公司净利润	2453	1798	3317	4046	5123
一年内到期的非流	914	718	718	718	718	EBITDA	4349	3538	5351	6203	7463
<b>非流动负债合计</b>	1522	1186	857	528	198	<b>EPS (元)</b>	1.51	1.11	2.04	2.49	3.15
长期借款	1504	1175	845	516	187	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	3956	4901	5354	5591	6044	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	180	180	180	180	营业收入增长	-1%	-8%	35%	20%	20%
实收资本(或股本)	1627	1627	1627	1627	1627	营业利润增长	-19%	-27%	84%	22%	27%
资本公积	2073	2080	2080	2080	2080	归属于母公司净利	-19%	-27%	84%	22%	27%
未分配利润	9773	11003	13500	16242	19754	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	14231	15469	18297	21443	25468	毛利率(%)	28%	21%	27%	27%	28%
<b>负债和所有者权益</b>	18187	20549	23832	27214	31693	净利率(%)	17%	14%	19%	19%	20%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	13%	9%	14%	15%	16%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	17%	12%	18%	19%	20%
<b>经营活动现金流</b>	3736	2995	5456	5978	7272	<b>偿债能力</b>					
净利润	2453	1798	3317	4046	5123	资产负债率(%)	22%	24%	22%	21%	19%
折旧摊销	1298	1309	1352	1407	1464	流动比率	1.43	0.88	1.53	2.11	2.67
财务费用	154	106	84	19	-48	速动比率	1.30	0.81	1.46	2.03	2.59
应收账款减少	-11	11	-8	-6	-8	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	54	-357	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.68	0.80	0.84	0.87
<b>投资活动现金流</b>	-2014	-2266	-1000	-1000	-1000	应收账款周转率	490.92	456.61	654.82	622.81	622.85
公允价值变动收益	13	-9	-9	-9	-9	应付账款周转率	11.87	11.49	10.44	10.00	10.06
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	42	47	47	47	47	每股收益(最新摊薄)	1.51	1.11	2.04	2.49	3.15
<b>筹资活动现金流</b>	-2291	-371	-901	-1249	-1380	每股净现金流(最新)	-0.35	0.22	2.19	2.29	3.01
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.75	9.51	11.25	13.18	15.66
长期借款增加	-1090	-329	-329	-329	-329	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.21	31.66	17.17	14.07	11.11
资本公积增加	10	7	0	0	0	P/B	4.00	3.68	3.11	2.66	2.24
<b>现金净增加额</b>	-569	352	3555	3730	4892	EV/EBITDA	13.48	16.48	10.17	8.12	6.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

7 年化工行业研究经验, 曾就职于中金公司研究部。从业期间获得多项荣誉, 包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018 年水晶球公募榜入围, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526