

2021年3月29日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

45

公司基本信息

产业别	化工		
A 股价(2021/3/29)	37.22		
上证指数(2021/3/29)	3435.30		
股价 12 个月高/低	52.58/14.82		
总发行股数(百万)	1626.66		
A 股数(百万)	1622.44		
A 市值(亿元)	603.87		
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.19%)		
每股净值(元)	9.51		
股价/账面净值	3.91		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-16.7	-0.2	145.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020.08.12	25.57	买进

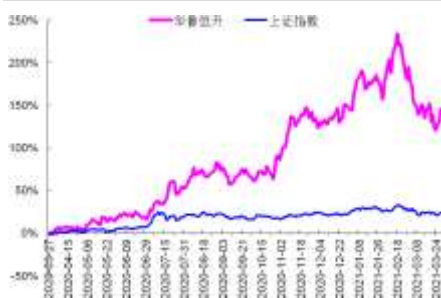
产品组合

肥料	28.7%
多元醇	21.8%
有机胺	21.0%
其他化工产品	16.3%
醋酸及衍生品	12.2%
己二酸及中间品	10.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.9%
一般法人	39.2%

股价相对大盘走势



华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买进

煤化工龙头再度起航, 21 年业绩可期

结论与建议:

公司发布20年年报, 20年实现营收131.15亿元, yoy-7.6%, 归母净利润17.98亿元, yoy-26.7%, 其中Q4实现营收40.72亿元, qoq+33.5%, yoy+13.7%, 归母净利润5.08亿元, qoq+31.4%, yoy-6.1%, 略低于预期。公司业绩低谷已过, 随着宏观经济复苏, 下游需求改善, 产品价格有望继续上移, 迭加20年超低基期, 21年Q1业绩有望大幅反弹。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“买进”评级。

- 20 年主营产品量价齐跌, 致业绩同比下滑:** 20 年受全球疫情蔓延、外贸出口受阻、下游需求不振、原油大幅下挫等因素影响, 部分与石化关联度较高的产品价格大幅下跌, 公司主营产品尿素、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇、乙二醇 20 年均价同比分别下降 8.43%、15.7%、8.99%、14.68%、1.52%、19.12%, 销量也均有不同程度下滑。公司毛利率同比下降 6.47 个百分点。
- 产品价格反弹, 至暗时刻已过:** 20 年 Q4 以来, 化工品价格大幅回升, 公司业绩得到修复; 21 年 Q1 化工品价格延续涨势, 公司主要产品尿素、DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇、乙二醇价格较 20 年同期分别上涨 17.68%、88.48%、18.47%、102.93%、23.67%、95.56%、17.29%, 料 21 年公司盈利能力将进一步提升, 业绩至暗时刻已过。20 年公司把握部分企业 DMF 装置停产退出市场的机会, 逆势扩张, 提高国内市场占有率至 33% 以上, 保持了行业的引领地位。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, 看好公司盈利能力的稳健性。
- 新增项目进展顺利, 未来业绩增长有保障:** 21 年 2 月公司 16.66 万吨精己二酸品质提升项目投产, 30 万吨酰胺及尼龙材料项目预计 12 月投产, 将为公司业绩带来新的增长点。此外, 在碳中和大背景下, 煤化工部分落后产能退出, 而公司作为煤化工龙头企业, 多个产品获得“能效领跑者”荣誉, 有望进一步扩大市场份额。公司提前投资 115 亿元, 布局湖北荆州第二基地, 扩大公司优势业务煤气化领域, 助力中长期发展。
- 盈利预测:** 考虑到主营产品价格上涨超预期, 我们上修盈利预测, 预计公司 2021/2022/2023 年实现净利润 29.2/35.5/39.4 亿元, yoy+62%/+22%/+11%, 折合 EPS 为 1.79/2.18/2.42 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 21/17/15 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“买进”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		2019	2020	2021	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,453	1,798	2,917	3,550	3,942
同比增减	%	-18.76%	-26.69%	62.18%	21.70%	11.05%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.51	1.11	1.79	2.18	2.42
同比增减	%	-18.76%	-26.69%	62.18%	21.70%	11.05%
A 股市盈率(P/E)	X	24.68	33.67	20.76	17.06	15.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.3	0.3	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	0.94%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14190	13115	16943	18617	20536
经营成本	10239	10312	12610	13421	14780
研发费用	332	284	385	415	448
营业税金及附加	93	99	128	140	155
销售费用	372	43	56	61	67
管理费用	156	177	224	242	266
财务费用	154	106	137	151	166
资产减值损失	-4	-10	0	0	0
投资收益	42	47	38	11	9
营业利润	2899	2127	3447	4206	4669
营业外收入	1	11	12	12	13
营业外支出	3	15	15	15	15
利润总额	2896	2123	3443	4190	4654
所得税	443	325	526	641	711
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	2453	1798	2917	3550	3942

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	715	1066	3078	5417	8231
应收账款	34	23	23	28	34
存货	332	273	328	394	472
流动资产合计	3491	3267	5308	7751	10739
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11932	11250	11925	12879	13909
在建工程	535	3472	3819	3666	3483
非流动资产合计	14697	17282	17137	18019	18960
资产总计	18187	20549	22445	25769	29699
流动负债合计	2434	3714	3390	3806	3899
非流动负债合计	1522	1186	949	760	609
负债合计	3956	4901	4339	4566	4508
少数股东权益		180	208	244	290
股东权益合计	14231	15649	18106	21203	25191
负债及股东权益合计	18187	20549	22445	25769	29699

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	3736	2995	3594	3773	3962
投资活动产生的现金流量净额	-2014	-2266	-1359	-1223	-979
筹资活动产生的现金流量净额	-2291	-371	-223	-211	-169
现金及现金等价物净增加额	-569	352	2012	2339	2814

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益证券(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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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j @。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。