

2020 年报点评：2020Q4 业绩环比大增，荆州开辟新格局

买入（维持）

2021 年 03 月 31 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,115	18,517	20,689	24,081
同比（%）	-7.6%	41.2%	11.7%	16.4%
归母净利润（百万元）	1,798	3,501	3,962	4,688
同比（%）	-26.7%	94.7%	13.2%	18.3%
每股收益（元/股）	1.11	2.15	2.44	2.88
P/E（倍）	34	17	15	13

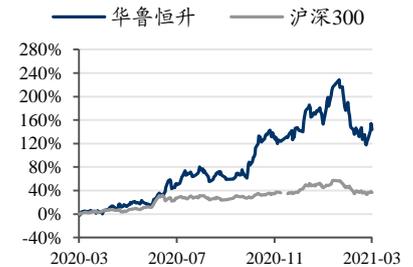
事件

公司发布年报，2020 年营业收入为 131.15 亿元，同比下降 7.58%；归母净利润约为 17.98 亿元，同比下降 26.69%；经营性现金流净额为 29.95 亿元，同比下降 19.84%；其中，2020Q4 归母净利润 5.08 亿元，同比下降 6.07%，环比增加 31.39%；2020 年度利润分配预案为每股派发现金红利 0.30 元（含税），每股派送红股 0.30 股。

投资要点

- **2020Q4 受益于化工原料涨价，单季度业绩环比大幅改善：**2020 年疫情影响需求叠加油价低位带动商品价格走低，全年业绩出现同比下滑；四季度大宗商品价格普涨，公司的有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇产品板块的销售均价环比分别上涨 20.26%、14.16%、27.48% 和 19.98%，价格提升带动四季度业绩环比提升 31.39%。
- **荆州基地开辟公司发展新格局：**湖北存量煤化工项目少，碳中和背景下煤炭等稀缺指标利好具备一体化、综合利用能力的企业，为公司项目运作进一步提供护城河。2021/1/15 公司公告了荆州基地的投资概况，主要分为气体动力平台项目、合成气综合利用项目两个项目，投资额分别为 59.24 亿元和 56.04 亿元，建设期预计 36 个月，届时将形成 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 产能。
- **碳中和是挑战更是机会：**“3060”目标下，我们认为对于高能耗、未实现一体化综合化发展的煤化工企业来说是一个的挑战，对于华鲁恒升这类具备一体化、精细化运营能力的优质公司来说更是一个机会。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 35.01 亿元、39.62 亿元、46.88 亿元，EPS 分别为 2.15 元、2.44 元和 2.88 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、15X 和 13X。化工品迎来景气上升周期，2021 年公司陆续有新产能放量，碳中和背景下高能耗产能的退出进一步强化公司竞争优势，因此我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**荆州基地能耗指标获批进度不及预期的风险；煤价大幅波动的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.55
一年最低/最高价	14.95/52.58
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	60922.61

基础数据

每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	23.85
总股本(百万股)	1626.66
流通 A 股(百万股)	1622.44

相关研究

华鲁恒升三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,267	5,141	8,668	12,555	营业收入	13,115	18,517	20,689	24,081
现金	1,066	2,605	6,248	9,784	减:营业成本	10,312	13,464	14,982	17,348
应收账款	23	32	36	42	营业税金及附加	99	139	156	181
存货	273	517	362	655	营业费用	43	61	68	79
其他流动资产	1,904	1,988	2,021	2,073	管理费用	177	250	279	325
非流动资产	17,282	19,314	19,198	19,630	研发费用	284	401	448	522
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	106	117	129	142
固定资产	11,250	12,689	12,888	13,296	资产减值损失	-10	0	0	0
在建工程	3,472	4,105	3,833	3,900	加:投资净收益	47	47	47	47
无形资产	1,238	1,214	1,190	1,165	其他收益	6	6	6	6
其他非流动资产	1,322	1,306	1,288	1,269	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	20,549	24,455	27,866	32,186	营业利润	2,127	4,138	4,682	5,539
流动负债	3,714	4,106	4,397	4,862	加:营业外净收支	-4	-5	-4	-4
短期借款	530	530	530	530	利润总额	2,123	4,133	4,678	5,535
应付账款	1,458	2,187	2,444	2,845	减:所得税费用	325	632	715	846
其他流动负债	1,725	1,389	1,423	1,487	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,186	1,199	885	633	归属母公司净利润	1,798	3,501	3,962	4,688
长期借款	1,175	1,188	874	622	EBIT	2,201	4,193	4,738	5,595
其他非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	3,509	5,433	6,183	7,213
负债合计	4,901	5,306	5,282	5,495	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	180	180	181	181	每股收益(元)	1.11	2.15	2.44	2.88
归属母公司股东权益	15,469	18,969	22,403	26,510	每股净资产(元)	9.51	11.36	13.47	16.00
负债和股东权益	20,549	24,455	27,866	32,186	发行在外股份(百万股)	1627	2115	2115	2115
					ROIC(%)	12.8%	22.7%	26.6%	30.7%
					ROE(%)	11.5%	18.8%	17.9%	17.9%
					毛利率(%)	21.4%	27.3%	27.6%	28.0%
					销售净利率(%)	13.7%	18.9%	19.2%	19.5%
					资产负债率(%)	23.8%	21.7%	19.0%	17.1%
					收入增长率(%)	-7.6%	41.2%	11.7%	16.4%
					净利润增长率(%)	-26.7%	94.7%	13.2%	18.3%
					P/E	33.96	17.45	15.41	13.03
					P/B	3.95	3.31	2.79	2.35
					EV/EBITDA	22.78	14.36	11.98	9.74

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>