

华鲁恒升(600426)

20Q4 业绩大幅改善，两地项目有序推进

——华鲁恒升年报点评

✍️：陈煜 执业证书编号：S1230520040001  
☎️：021-80106011  
✉️：chenyu02@stocke.com.cn

报告导读

20Q4 业绩环比大幅改善，21 年产品景气度提升有望迎来业绩高增长。荆州一期煤气化平台将延续低成本优势，合成气项目将夯实一头多线的产业链基础，加上精己二酸、酰胺及尼龙等新项目陆续投产，“十四五”期间公司加大资本开支，项目有序推进将逐步释放成长性。

投资要点

□ 20Q4 业绩环比大增，21Q1 业绩值得期待

公司公告 2020 年实现营业收入 131.15 亿元，同比下降 7.58%，实现归母净利润 17.98 亿元，同比下降 26.69%；其中 Q4 单季度归母净利润 5.08 亿，同比下降 6.07%，环比增长 31.39%。Q4 业绩环比大幅改善，主要系产品量价双升，醋酸、DMF、正丁醇、己二酸、尿素产品 20Q4 均价环比分别上涨 39.37%、39.23%、34.57%、20.19%、5.06%。伴随油价中枢温和上移、海外经济回暖带动化工品需求增长，21Q1 产品价格环比继续上涨，其中醋酸、正丁醇、己二酸分别上涨 54.55%、40.57%、25.29%。公司产品景气度回升，21Q1 业绩有望继续改善。

□ 荆州一期延续成本优势，德州基地项目有序推进

荆州基地一期规划已通过备案审核，计划于 2023 年投产，合计投资额 115.28 亿元，实现年均利润总额 13.26 亿元。荆州基地将继续夯实一头多线的产业链基础，结合当地低价水资源、便捷运输等优势，产品成本有望继续降低。煤气化平台采用自主知识产权、国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设 4 台煤气化炉，预计年均利润 7 亿元；合成气项目建设 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，预计利润总额 6.26 亿元。

公司德州基地项目有序推进，16.66 万吨/年精己二酸品质提升项目于今年 2 月建成投产，30 万吨/年内己内酰胺及尼龙项目预计将于年底建成，新项目建设有助于公司实现产业链横向和纵向延伸，逐步打开成长空间。

□ 盈利预测及估值

公司业绩受内生驱动，暂不考虑荆州基地的利润贡献，预计 2021-2023 年净利润为 34.8/40.1/46.1 亿元，同比变动 93%/15%/15%，EPS 为 2.14/2.47/2.84，当前股价对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍，维持买入评级。

□ 核心风险：项目建设进度缓慢；原材料价格大幅波动；产品价格不及预期。

财务摘要

| (百万元)   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入    | 13115   | 17574  | 20737  | 23641  |
| (+/-)   | -7.58%  | 34.00% | 18.00% | 14.00% |
| 净利润     | 1798    | 3479   | 4011   | 4613   |
| (+/-)   | -26.96% | 93.43% | 15.30% | 15.02% |
| 每股收益(元) | 1.11    | 2.14   | 2.47   | 2.84   |
| P/E     | 33.47   | 17.30  | 15.01  | 13.05  |

评级

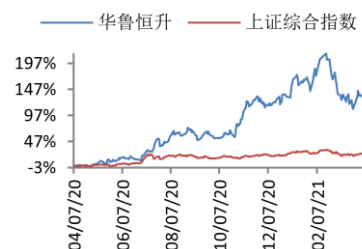
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥37.00

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.31  
3Q/2020 0.24  
2Q/2020 0.29  
1Q/2020 0.26



公司简介

华鲁恒升是多业联产的现代化工企业，主营化工产品及其化学肥料的生产、销售、发电及供热业务。

相关报告

- 《第二基地启动投资，预计 2023 年建成》2021.01.14
- 《第二基地落地，再造一个华鲁》2020.11.02
- 《工程进度有序推进，华鲁未来将持续成长》2020.10.29
- 《成功抵御低油价负面冲击，看醋酸和 DMF 的潜在机会》2020.04.30
- 《年报点评及一季度业绩前瞻：原油下跌对公司煤头产品有一定挑战》2020.03.26

报告撰写人：陈煜

联系人：陈煜，王强峰

## 表附录：三大报表预测值

| <b>资产负债表</b>   |       |       |       |       | <b>利润表</b>        |             |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元           | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>    | 3267  | 4663  | 7582  | 10567 | <b>营业收入</b>       | 13115       | 17574        | 20737        | 23641        |
| 现金             | 1066  | 2070  | 5027  | 7851  | 营业成本              | 10312       | 12427        | 14912        | 16940        |
| 交易性金融资产        | 1004  | 1149  | 1076  | 1113  | 营业税金及附加           | 99          | 124          | 151          | 170          |
| 应收账款           | 23    | 35    | 24    | 23    | 营业费用              | 43          | 259          | 187          | 281          |
| 其它应收款          | 0     | 0     | 0     | 0     | 管理费用              | 177         | 215          | 267          | 297          |
| 预付账款           | 202   | 201   | 267   | 288   | 研发费用              | 284         | 396          | 458          | 527          |
| 存货             | 273   | 366   | 417   | 486   | 财务费用              | 106         | 92           | 62           | 19           |
| 其他             | 698   | 842   | 770   | 806   | 资产减值损失            | 10          | 4            | 10           | 8            |
| <b>非流动资产</b>   | 17282 | 18842 | 20537 | 22089 | 公允价值变动损益          | (9)         | 2            | (4)          | (1)          |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益             | 47          | 44           | 46           | 45           |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他经营收益            | 6           | 5            | 6            | 6            |
| 固定资产           | 11250 | 10924 | 10985 | 11205 | <b>营业利润</b>       | 2127        | 4109         | 4738         | 5449         |
| 无形资产           | 1238  | 1488  | 1683  | 1905  | 营业外收支             | (4)         | (3)          | (4)          | (3)          |
| 在建工程           | 3374  | 5012  | 6323  | 7372  | <b>利润总额</b>       | 2123        | 4106         | 4734         | 5445         |
| 其他             | 1420  | 1418  | 1547  | 1606  | 所得税               | 325         | 627          | 723          | 832          |
| <b>资产总计</b>    | 20549 | 23506 | 28119 | 32656 | <b>净利润</b>        | 1798        | 3479         | 4011         | 4613         |
| <b>流动负债</b>    | 3714  | 3418  | 4165  | 4301  | 少数股东损益            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款           | 530   | 265   | 398   | 331   | <b>归属母公司净利润</b>   | 1798        | 3479         | 4011         | 4613         |
| 应付款项           | 1458  | 1379  | 1882  | 2008  | <b>EBITDA</b>     | 3496        | 4941         | 5576         | 6299         |
| 预收账款           | 0     | 221   | 131   | 223   | <b>EPS (最新摊薄)</b> | 1.11        | 2.14         | 2.47         | 2.84         |
| 其他             | 1725  | 1553  | 1755  | 1738  | <b>主要财务比率</b>     |             |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>   | 1186  | 1190  | 1188  | 1189  |                   | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 长期借款           | 1175  | 1175  | 1175  | 1175  | <b>成长能力</b>       |             |              |              |              |
| 其他             | 12    | 15    | 13    | 14    | 营业收入              | -7.58%      | 34.00%       | 18.00%       | 14.00%       |
| <b>负债合计</b>    | 4901  | 4608  | 5353  | 5490  | 营业利润              | -26.86%     | 93.19%       | 15.30%       | 15.00%       |
| 少数股东权益         | 180   | 180   | 181   | 181   | 归属母公司净利润          | -26.96%     | 93.43%       | 15.30%       | 15.02%       |
| 归属母公司股东权益      | 15469 | 18717 | 22586 | 26985 | <b>获利能力</b>       |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 20549 | 23506 | 28119 | 32656 | 毛利率               | 21.37%      | 29.29%       | 28.09%       | 28.34%       |
|                |       |       |       |       | 净利率               | 13.71%      | 19.80%       | 19.34%       | 19.51%       |
|                |       |       |       |       | ROE               | 12.04%      | 20.14%       | 19.25%       | 18.48%       |
|                |       |       |       |       | ROIC              | 10.35%      | 16.94%       | 16.28%       | 15.79%       |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>       |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率             | 23.85%      | 19.60%       | 19.04%       | 16.81%       |
|                |       |       |       |       | 净负债比率             | 49.44%      | 48.95%       | 43.70%       | 41.85%       |
|                |       |       |       |       | 流动比率              | 87.96%      | 136.41%      | 182.04%      | 245.70%      |
|                |       |       |       |       | 速动比率              | 80.60%      | 125.71%      | 172.02%      | 234.39%      |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>       |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率            | 67.71%      | 79.78%       | 80.34%       | 77.80%       |
|                |       |       |       |       | 应收帐款周转率           | 456.61      | 588.25       | 541.39       | 541.56       |
|                |       |       |       |       | 应付帐款周转率           | 9.04        | 8.76         | 9.15         | 8.71         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>    |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益              | 1.11        | 2.14         | 2.47         | 2.84         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金            | 1.84        | 2.45         | 3.32         | 3.38         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产             | 9.51        | 11.51        | 13.88        | 16.59        |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>       |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E               | 33.47       | 17.30        | 15.01        | 13.05        |
|                |       |       |       |       | P/B               | 3.89        | 3.22         | 2.66         | 2.23         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA         | 17.51       | 12.02        | 10.15        | 8.53         |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>