

2021年04月18日

华鲁恒升 (600426.SH)

业绩超预期，碳中和下能效成本优势有望助力公司持续成长

■事件：华鲁恒升发布 2021 年一季报。报告期内公司实现营业收入 50.03 亿元（同比+69.09%，环比+22.88%），实现归母净利润 15.76 亿元（同比+266.87%，环比+210.35%）。

■2021Q1 华鲁恒升业绩超预期，产品价格价差同环比大幅增加是归母净利润创单季度历史新高主因。我们的市场跟踪数据显示，21Q1 公司氨醇链主营产品价格普涨（同比+12.3%~+110.0%，环比+15.3%~+50.7%）、价差扩大（同比+12.5%~+346.3%、环比+15.2%~+99.9%）是毛利润环比增加主因。从产销看，Q1 同环比基本持平，增量方面，据公告，公司精己二酸在 2021 年 2 月投产，30 万吨/年酰胺及尼龙新材料项目稳步推进，预计 2021 年底释放增量。综上所述，21Q1 公司实现毛利润 20.14 亿元，环比+11.75 亿元，费用率（四费&税金）下降至 3.2%（环比-2.4pct），管理降本增效显著，使得 21Q1 净利润创新高。目前看化工景气周期仍在持续，我们看好公司后续业绩。（详细数据图表请见后文）

■环境部碳排放交易草案出炉，公司有望受益于配额制度。据环境部官网，3 月 30 日环境部起草的《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》开始公开征集意见，其中提到碳配额的发放包括免费分配和有偿分配，初期以免费分配为主，适时再引进有偿分配；重点排放单位足额清缴上一年度碳排放配额后，配额仍有剩余的，可以结转使用，或者出售，不能足额清缴的再从碳交易市场购入；而可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等自愿减排核证亦可抵消一定比例的碳排放配额。因此长期看，正如我们在公司年报点评中指出的，碳交易体系下碳配额约束带来的利弊取决于化企本身的能耗水平和碳配额的计算分配方式，而社会碳成本上调带来碳溢价有望形成行业能耗准入壁垒。煤化工行业中华鲁的能效遥遥领先，据公告，2020 年公司继合成氨和甲醇产品连续 7 年获得行业“能效领跑者”称号后，醋酸产品再获这一殊荣，若未来政策落地，配额制有望推动公司持续成长。

■我国资源禀赋决定了碳中和的脱煤≠“一刀切”去煤，CO₂ 处理技术尚未成熟的当下，能效优势有望转化为公司成本护城河。十四五时期在“30·60”碳减排目标下，能源结构调整趋势使煤炭及下游行业承压。但从能源安全角度出发，我国石油、天然气对外依存度高（据 CNKI 数据，2019 年相应依存度高达 71%、43%），且未来国际形势仍存很大不确定性，一定时期内，煤炭仍然是我国能源安全保障和经

公司快报

证券研究报告

氮肥

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2021-04-16) **36.00 元**

交易数据

总市值 (百万元)	58,559.75
流通市值 (百万元)	58,407.83
总股本 (百万股)	1,626.66
流通股本 (百万股)	1,622.44
12 个月价格区间	15.78/50.63 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.77	-8.25	100.02
绝对收益	-3.36	-12.17	121.53

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

- 华鲁恒升：把握碳中和新机遇，看好公司长期成长/张汪强 2021-03-28
- 华鲁恒升：荆州基地天时地利，有望再造一个华鲁/张汪强 2020-11-24
- 华鲁恒升：荆州新基地落地在即，突破发展天花板/张汪强 2020-11-03
- 华鲁恒升：Q3 短期波动，产品量价回升看好后续业绩/张汪强 2020-10-27
- 华鲁恒升：业绩符合预期，销量回暖带动业绩好转/张汪强 2020-08-11

济发展的“压舱石”，煤化工与石油化工互补也有助于化工行业形成更合理的工业结构；另一方面，中国碳中和起点与欧美国家完全不同，资源禀赋、产业结构更是差异巨大，我国脱煤愿景若盲目按欧洲“去煤化”路线执行无异于削足适履。在 CO₂ 处理技术层面上，据 CNKI 数据，目前国内碳捕获、利用与封存 (CCUS) 技术仍处于起步阶段，成本高达 300~900 元/吨，不利于大面积的推广，且解决传统水煤气变换排放问题的煤炭清洁转化、电解氢等技术亦尚未成熟。以上种种均表明“脱煤”绝非一蹴而就，碳交易制度下，现阶段煤化工能效指标仍是制约企业发展的关键，而华鲁领先行业十年提前布局水煤浆气化技术，长年精细化管理+技改提效不仅实现节能降耗，更是转化为成本护城河，外加灵活柔性生产模式，使公司在现代煤化工企业中脱颖而出。中长期看，配额制下的能效成本优势结合“走出去”+本部高端多元化布局，让公司未来成长性值得期许。

■ **投资建议：**我们预计公司 2021 年-2023 年的归母净利润分别为 45.6 亿元、51.5 亿元、59.3 亿元，维持买入-A 投资评级。

■ **风险提示：**产品价格大幅度下跌，政策变化超预期，项目进度不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,190.5	13,115.0	20,321.8	22,938.2	26,378.9
净利润	2,453.0	1,798.4	4,561.8	5,151.3	5,926.1
每股收益(元)	1.51	1.11	2.80	3.17	3.64
每股净资产(元)	8.75	9.51	11.79	14.32	17.23

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	23.2	31.7	12.5	11.1	9.6
市净率(倍)	4.0	3.7	3.0	2.4	2.0
净利润率	17.3%	13.7%	22.4%	22.5%	22.5%
净资产收益率	17.2%	11.6%	23.8%	22.1%	21.1%
股息收益率	1.0%	1.0%	1.6%	1.8%	2.1%
ROIC	17.8%	14.0%	31.1%	31.5%	33.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图 1: 华鲁恒升季度经营数据

季度	肥料				有机胺				己二酸及中间体				醋酸及衍生品				多元醇				其他	
	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价		营收
	亿元	万吨	万吨	(万元/吨)	亿元	万吨	万吨	(万元/吨)	亿元	万吨	万吨	(万元/吨)	亿元	万吨	万吨	(万元/吨)	亿元	万吨	万吨	(万元/吨)		亿元
17Q1	5	41	39	0.13	5	9	9	0.54	5	9	5	1.00	4	16	16	0.24	3	5	5	0.57	3	
17Q2	5	41	38	0.12	4	8	7	0.53	4	8	6	0.73	4	16	15	0.24	3	5	6	0.63	3	
17Q3	5	41	38	0.13	5	10	11	0.49	4	8	5	0.76	4	16	16	0.24	4	6	6	0.69	3	
17Q4	5	41	37	0.14	5	8	9	0.59	5	8	5	0.95	5	16	16	0.34	3	5	5	0.67	7	
18Q1	5	40	37	0.15	5	9	8	0.63	5	8	5	1.01	6	16	15	0.40	4	5	5	0.68	9	
18Q2	7	51	42	0.16	5	8	8	0.59	5	8	5	0.91	7	16	16	0.42	4	6	6	0.69	8	
18Q3	9	58	56	0.15	5	9	10	0.53	5	8	5	0.93	7	16	17	0.39	4	6	6	0.70	9	
18Q4	9	65	52	0.17	5	10	10	0.54	4	7	4	0.81	6	15	15	0.39	7	13	11	0.61	5	
19Q1	8	63	58	0.14	4	9	9	0.49	4	8	6	0.74	4	16	15	0.28	9	17	17	0.49	6	
19Q2	10	72	65	0.15	4	8	9	0.50	4	8	6	0.73	4	16	16	0.25	7	15	16	0.45	6	
19Q3	9	72	65	0.14	5	10	10	0.49	4	8	5	0.74	4	15	15	0.28	8	17	17	0.45	5	
19Q4	9	74	68	0.13	6	11	11	0.49	4	8	6	0.73	4	16	16	0.26	8	17	17	0.46	5	
20Q1	9	78	70	0.14	4	9	8	0.49	3	8	4	0.66	3	16	15	0.23	6	17	15	0.42	4	
20Q2	8	70	63	0.13	5	9	10	0.49	3	8	6	0.53	3	16	16	0.22	6	16	17	0.33	5	
20Q3	7	62	55	0.13	7	10	12	0.56	3	7	5	0.53	3	12	12	0.23	6	15	15	0.38	5	
20Q4	9	72	63	0.13	9	13	13	0.68	3	8	6	0.61	5	16	16	0.29	8	17	17	0.45	7	
21Q1	10	69	62	0.16	11	14	14	0.76	5	11	6	0.80	7	14	14	0.47	10	17	17	0.62	7	
17FY	20	164	152	0.13	19	35	36	0.53	18	33	21	0.85	17	64	64	0.26	14	22	22	0.65	16	
18FY	29	214	187	0.16	21	37	37	0.57	18	32	20	0.92	25	63	62	0.40	19	31	29	0.66	31	
19FY	37	281	255	0.14	19	38	39	0.49	16	34	22	0.74	17	63	62	0.27	31	66	68	0.46	22	
20FY	33	282	251	0.13	24	42	43	0.57	12	32	21	0.57	14	60	58	0.24	25	65	65	0.39	22	

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 2: 华鲁恒升主要产品价格与价差跟踪

板块	跟踪价格与价差	单位	半年								半年						月均(2020年)			月均(2021年)			变化(2020年)		变化(2021年)	
			15FY	16FY	17FY	18FY	19FY	20FY	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	10月	11月	12月	1月	2月	3月	Q4环比	Q4环比	Q1环比	Q1环比		
			15FY	16FY	17FY	18FY	19FY	20FY	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	10月	11月	12月	1月	2月	3月	Q4环比	Q4环比	Q1环比	Q1环比		
基准	人民币汇率	-	6.22	6.64	6.75	6.62	6.90	6.90	7.03	6.97	7.08	6.91	6.63	6.48	6.74	6.60	6.54	6.47	6.46	6.49	-5.8%	-4.1%	-7.1%	-2.3%		
原料及中间体	原油	美元/桶(不含税)	53.97	45.19	54.98	71.51	64.36	43.42	63.00	51.48	33.82	43.23	45.13	61.37	40.86	43.84	50.69	55.60	62.70	67.70	-28.1%	4.4%	19.2%	36.0%		
	无烟煤	元/吨(含税)	416	473	644	662	592	572	560	562	518	573	634	733	609	619	675	912	652	620	13.3%	10.7%	30.3%	15.5%		
	纯苯	元/吨(含税)	5162	5338	6737	6414	5076	3967	5590	5218	3324	3356	3971	5501	3438	4049	4426	4609	5833	6417	-29.0%	18.3%	5.4%	38.5%		
	丙烯	元/吨(含税)	6502	6287	7515	8510	7375	6782	7106	6440	6283	6995	7412	7584	7284	7080	7873	7245	7491	8375	4.3%	6.0%	17.8%	2.3%		
	硝酸	元/吨(含税)	1121	993	1509	1786	1663	1471	1775	1423	1351	1338	1773	1929	1491	1714	2115	1988	1925	1880	-0.1%	32.5%	35.6%	8.8%		
	甲醇	元/吨(含税)	2142	2035	2772	3095	2241	1901	2055	2083	1614	1741	2165	2435	1917	2163	2415	2474	2420	2432	5.4%	24.3%	16.9%	12.5%		
	甲醛	元/吨(含税)	1002	932	1385	1473	1090	860	1024	960	767	759	953	1103	880	1015	965	1060	1060	1190	-6.9%	25.5%	15.0%	15.7%		
	尿素	元/吨(含税)	2259	2020	2572	3015	2889	2600	2739	2618	2452	2487	2845	3002	2751	2891	2893	3099	2969	2990	4.0%	14.4%	14.6%	5.5%		
	液氨-国际价差	元/吨(含税)	1631	1310	1606	2038	2001	1743	1897	1775	1675	1627	1894	1903	1838	1962	1880	1730	1991	2060	-0.2%	16.4%	7.2%	0.5%		
	尿素	元/吨(含税)	1596	1328	1656	1996	1883	1727	1725	1742	1695	1686	1786	2089	1720	1815	1823	1960	2160	2093	3.5%	5.9%	18.2%	15.3%		
尿素(美国粒, 美国海湾)	元/吨(不含税)	281	199	203	254	242	220	222	225	206	219	228	323	214	228	243	288	330	364	2.7%	4.1%	43.3%	41.4%			
尿素-国际价差	元/吨(含税)	1180	865	1012	1344	1291	1155	1166	1179	1177	1113	1152	1326	1111	1196	1148	1048	1608	1473	-1.2%	3.4%	12.5%	15.2%			
复合肥	元/吨(含税)	1957	1823	1903	2093	2060	1897	2000	2000	1923	1814	1850	2022	1830	1830	1890	1960	2030	2077	-7.5%	2.0%	1.1%	9.3%			
磷酸	元/吨(含税)	2438	2181	3168	4650	2983	2736	2840	2543	2335	2524	3544	6340	2654	3153	4825	4475	5525	6333	24.4%	40.4%	110.0%	50.7%			
磷酸-国际价差	元/吨(含税)	2094	1790	2637	4112	2495	2265	2378	2079	1927	2051	3021	4736	2152	2642	4268	3722	4987	5822	27.0%	47.3%	127.8%	56.8%			
磷酸-甲磷价差	元/吨(含税)	1260	1061	1644	2948	1121	1691	1710	1398	1447	1566	2353	4001	1600	1963	3497	3114	4194	4996	37.6%	50.3%	186.3%	70.0%			
磷酸	元/吨(含税)	5852	5094	5690	7751	5685	5697	5173	4900	5682	5773	6434	8558	5790	6063	7450	7700	8675	9567	24.4%	11.4%	74.6%	33.0%			
DMF	元/吨(含税)	4704	4548	6095	6100	5068	6308	5505	5253	4812	6502	8667	10012	8700	9150	8150	9825	10313	10383	57.4%	33.3%	90.6%	15.5%			
DMF-国际价差	元/吨(含税)	3705	3412	4549	4536	3647	4936	4162	3909	3569	5127	7144	8254	7239	7664	6531	7636	8748	8895	71.7%	39.4%	111.5%	15.5%			
DMF-甲磷价差	元/吨(含税)	1261	1298	1740	1179	1223	3067	1945	1732	1892	3418	5224	5889	6179	5999	4095	5617	6221	6269	168.8%	52.9%	240.1%	12.7%			
亚甲基(三甲胺)	元/吨(含税)	4897	4524	5678	7594	7133	6253	7831	6508	6181	6777	6993	7932	6624	6252	6883	8340	7810	7645	-15.8%	-2.1%	44.0%	20.3%			
环己酮	元/吨(含税)	7856	7823	10868	12023	9028	6632	7915	7485	6188	6083	6770	8717	6160	6813	7338	7513	8975	10283	-14.5%	11.3%	16.5%	28.8%			
己二酸	元/吨(含税)	8160	7483	10141	10506	8155	6855	7927	7835	6031	6115	7439	9190	6410	8038	7849	7788	8938	11350	-6.2%	21.6%	17.3%	23.5%			
己二酸-纯苯-国际价差	元/吨(含税)	3180	2476	3601	3961	2751	2476	2025	2535	2256	2327	2785	3217	2421	3378	2557	2450	2714	4717	37.5%	19.7%	26.9%	15.5%			
己二酸	元/吨(含税)	6036	5401	7096	7234	4740	3861	4827	4478	3483	3682	3800	5030	3729	3709	3963	4580	5358	5565	-21.3%	3.2%	12.3%	32.4%			
己二酸-国际价差	元/吨(含税)	4536	3697	4776	4888	2608	1802	2812	2454	1618	1620	1517	2393	1537	1479	1533	1296	3011	3333	-46.1%	-6.4%	-2.5%	57.8%			
丁醇	元/吨(含税)	5921	5420	6850	7658	6687	6323	6435	5727	5431	5970	8163	11263	6615	8300	9575	8275	12125	14067	26.9%	36.7%	96.7%	38.0%			
异辛醇	元/吨(含税)	7081	6425	8035	8854	7564	7407	7190	6633	6512	7246	9237	12677	7510	9138	11063	10600	13575	14517	28.5%	27.5%	91.1%	37.2%			
异辛醇-国际价差	元/吨(含税)	1880	1395	2024	2046	1664	1981	1505	1481	1485	1650	3307	6610	1683	3474	4765	4804	7582	7817	119.7%	100.4%	346.3%	99.9%			
三聚氰胺	元/吨(含税)	5659	6355	7632	7942	5729	5269	5446	5122	4815	5001	6139	7181	5212	6400	6805	6645	6875	8193	12.7%	22.8%	40.2%	17.0%			
三聚氰胺-尿素价差	元/吨(含税)	4409	4934	5699	5987	3952	3554	3767	3435	3262	3282	4236	638	3386	4542	4781	765	399	1913	12.5%	29.1%	-81.4%	-84.9%			
草酸	元/吨(含税)	3618	3590	4769	4221	4048	3618	4476	4495	4133	3049	3793	3332	2662	2780	2968	3000	3324	3673	-37.6%	-8.4%	-25.9%	19.3%			
碳酸二甲酯(DMC)	元/吨(含税)	7509	7509	7509	7509	7509	7509	6842	5703	6038	7833	10462	7184	11460	11350	8575	6900	7000	8067	52.9%	33.6%	26.0%	-31.3%			
DMC/四二醇联产价差	元/吨(含税)	4458	4458	4458	4458	4458	4458	4613	3899	4697	3325	5912	4682	5714	7960	4061	3961	4								

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034