

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

■ 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
	刘晓莹	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