

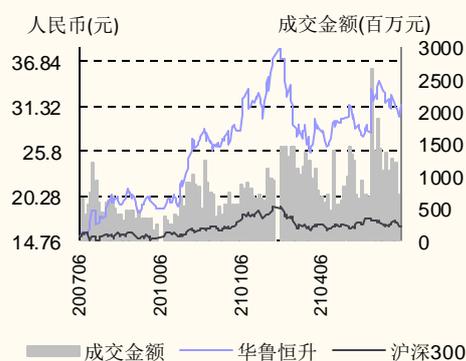
华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 31.45 元

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 21.15 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 21.09 |
| 总市值(亿元) | 665.06 |
| 年内股价最高最低(元) | 38.63/15.30 |
| 沪深 300 指数 | 5086 |
| 上证指数 | 3534 |



相关报告

- 1.《产品盈利大幅提升, 公司兼具稳健和成长属性-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.4.18
- 2.《现有业务稳步发展, 第二基地打破发展瓶颈-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.3.29
- 3.《新基地破除发展瓶颈, 增厚公司长期中枢利润-【国金化工】华鲁恒升...》, 2020.11.3
- 4.《检修短期影响产品开工, 公司长期发展稳健-【国金化工】华鲁恒升...》, 2020.10.28
- 5.《产品销售回升, 费用下行, 二季度表现超预期-【国金化工】华鲁恒升...》, 2020.8.12

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

产品价格明显提升, 公司弹性有效释放

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 14,190 | 13,115 | 23,105 | 21,169 | 21,934 |
| 营业收入增长率 | -1.16% | -7.58% | 76.17% | -8.38% | 3.61% |
| 归母净利润(百万元) | 2,453 | 1,798 | 8,095 | 6,728 | 7,134 |
| 归母净利润增长率 | -18.76% | -26.69% | 350.14% | -16.89% | 6.04% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.508 | 1.106 | 4.977 | 4.136 | 4.386 |
| 每股经营性现金流净额 | 2.30 | 1.83 | 5.93 | 4.98 | 5.52 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 17.24% | 11.63% | 35.12% | 23.03% | 19.94% |
| P/E | 13.18 | 33.74 | 6.32 | 7.60 | 7.17 |
| P/B | 2.27 | 3.92 | 2.22 | 1.75 | 1.43 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 7月6日, 公司发布2021年业绩预增公告, 2021年上半年公司预计实现归母净利润37.5-38.5亿元, 同比增加314.82%-325.88%, 扣非归母净利润净37.45-38.45亿元, 同比增加326.54%-337.93%。

分析

- 多产品价格上行带动公司盈利大幅冲高, 公司业绩弹性大幅释放。二季度公司多个产品价格皆表现为产品价格大幅上行的状态, 其中尿素、醋酸等产品价格上行至历史高位, 大幅提升了产品的盈利空间, 公司多产品价格共振, 带动公司整体盈利能力获得大幅提升。公司借助自身的氨醇联产和多产品布局结构实现利润最大化, 在行业盈利基础上, 放大自身的盈利空间, 释放自身的产品盈利弹性。
- 对现有产业链优化管理, 在持续夯实成本的基础上, 优化产品的盈利空间。公司多年来持续优化成本, 通过技改, 实现装置长期高效运行, 从而保证产品低成本稳定生产。公司通过对原料使用结构进一步优化带动了生产成本的进一步节约, 同时新建项目依托原有项目及工艺, 实现了成本的进一步优化, 精己二酸的项目优化了现有项目的工艺配比, 技改扩充 DMF 部分替换原有老旧产能, 实现生产效率的提升, 借助乙二醇产线副产 DMC 产品将有望大幅提升乙二醇产业链的整体盈利能力, 在布局新能源方向上延伸产品, 同时扩大产品的附加值, 助力公司进行第一基地的延伸扩充。
- 第二基地一期布局优势品种, 在格局优化的状态下, 有望提升公司的利润中枢。公司2020年底开始布局湖北第二基地, 1期项目通过建设公司现有的传统优势产品尿素、醋酸、有机胺产品, 为第二基地先期布局产业链基础, 同时借助动力岛、铁路港口等优势最大限度复核德州基地优势和氨醇联产产线基础, 为公司第二基地长久发展打下基础。根据目前来看, 经过几年的供给侧去产能叠加下游需求支撑较强, 尿素产品的运行也将维持较高水平, 叠加醋酸行业的格局更好, 行业协同性较强, 可以有效增厚公司第二季度一期项目的利润空间, 为公司进一步延伸布局高端产品提供了盈利基础。

投资建议

- 收益产品价格上行, 提升公司2021年的盈利预测100%, 预测2021~2023年归母净利润分别为80.95、67.28、71.34亿元, 对应PE为6.32、7.60、7.17倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 第二基地建设进度不达预期; 政策变动影响; 原材料及产品大幅波动风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 14,357 | 14,190 | 13,115 | 23,105 | 21,169 | 21,934 | 货币资金 | 1,283 | 715 | 1,066 | 6,653 | 10,781 | 16,309 |
| 增长率 | | -1.2% | -7.6% | 76.2% | -8.4% | 3.6% | 应收账款 | 1,103 | 968 | 462 | 917 | 840 | 870 |
| 主营业务成本 | -9,980 | -10,239 | -10,312 | -12,574 | -12,483 | -12,839 | 存货 | 557 | 332 | 273 | 379 | 376 | 387 |
| %销售收入 | 69.5% | 72.2% | 78.6% | 54.4% | 59.0% | 58.5% | 其他流动资产 | 1,373 | 1,477 | 1,465 | 1,318 | 1,316 | 1,371 |
| 毛利 | 4,376 | 3,951 | 2,803 | 10,531 | 8,686 | 9,095 | 流动资产 | 4,317 | 3,491 | 3,267 | 9,266 | 13,314 | 18,937 |
| %销售收入 | 30.5% | 27.8% | 21.4% | 45.6% | 41.0% | 41.5% | %总资产 | 23.1% | 19.2% | 15.9% | 33.7% | 39.8% | 47.2% |
| 营业税金及附加 | -98 | -93 | -99 | -162 | -148 | -154 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.7% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 13,186 | 12,467 | 14,721 | 16,732 | 18,461 | 19,360 |
| 销售费用 | -261 | -372 | -43 | -69 | -64 | -66 | %总资产 | 70.7% | 68.5% | 71.6% | 60.9% | 55.2% | 48.2% |
| %销售收入 | 1.8% | 2.6% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 无形资产 | 761 | 1,123 | 1,282 | 1,493 | 1,682 | 1,830 |
| 管理费用 | -141 | -156 | -177 | -277 | -233 | -241 | 非流动资产 | 14,340 | 14,697 | 17,282 | 18,225 | 20,143 | 21,190 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.1% | 1.4% | 1.2% | 1.1% | 1.1% | %总资产 | 76.9% | 80.8% | 84.1% | 66.3% | 60.2% | 52.8% |
| 研发费用 | -68 | -332 | -284 | -508 | -466 | -483 | 资产总计 | 18,657 | 18,187 | 20,549 | 27,490 | 33,457 | 40,127 |
| %销售收入 | 0.5% | 2.3% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 短期借款 | 1,608 | 914 | 1,248 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,808 | 2,998 | 2,200 | 9,514 | 7,776 | 8,152 | 应付款项 | 1,667 | 896 | 1,663 | 1,512 | 1,500 | 1,543 |
| %销售收入 | 26.5% | 21.1% | 16.8% | 41.2% | 36.7% | 37.2% | 其他流动负债 | 702 | 624 | 803 | 1,574 | 1,394 | 1,457 |
| 财务费用 | -177 | -154 | -106 | -19 | 99 | 199 | 流动负债 | 3,978 | 2,434 | 3,714 | 3,086 | 2,894 | 3,000 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.1% | 0.8% | 0.1% | -0.5% | -0.9% | 长期贷款 | 2,594 | 1,504 | 1,175 | 1,175 | 1,175 | 1,175 |
| 资产减值损失 | -76 | -5 | 10 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 17 | 18 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 13 | -9 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 6,589 | 3,956 | 4,901 | 4,261 | 4,069 | 4,175 |
| 投资收益 | 12 | 42 | 47 | 51 | 53 | 59 | 普通股股东权益 | 12,068 | 14,231 | 15,469 | 23,049 | 29,207 | 35,772 |
| %税前利润 | 0.3% | 1.4% | 2.2% | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 其中：股本 | 1,627 | 1,627 | 1,627 | 1,627 | 1,627 | 1,627 |
| 营业利润 | 3,569 | 2,899 | 2,127 | 9,552 | 7,935 | 8,418 | 未分配利润 | 7,645 | 9,773 | 11,003 | 18,529 | 24,687 | 31,252 |
| 营业利润率 | 24.9% | 20.4% | 16.2% | 41.3% | 37.5% | 38.4% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 营业外收支 | -3 | -2 | -4 | 5 | 8 | 5 | 负债股东权益合计 | 18,657 | 18,187 | 20,549 | 27,490 | 33,457 | 40,127 |
| 税前利润 | 3,565 | 2,896 | 2,123 | 9,557 | 7,943 | 8,423 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 24.8% | 20.4% | 16.2% | 41.4% | 37.5% | 38.4% | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -546 | -443 | -325 | -1,462 | -1,215 | -1,289 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 15.3% | 15.3% | 15.3% | 15.3% | 15.3% | 15.3% | 每股收益 | 1.864 | 1.508 | 1.106 | 4.977 | 4.136 | 4.386 |
| 净利润 | 3,020 | 2,453 | 1,798 | 8,095 | 6,728 | 7,134 | 每股净资产 | 7.448 | 8.749 | 9.509 | 14.170 | 17.955 | 21.991 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 2.432 | 2.296 | 1.829 | 5.931 | 4.983 | 5.523 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,020 | 2,453 | 1,798 | 8,095 | 6,728 | 7,134 | 每股股利 | 0.150 | 0.200 | 0.200 | 0.350 | 0.350 | 0.350 |
| 净利率 | 21.0% | 17.3% | 13.7% | 35.0% | 31.8% | 32.5% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 25.02% | 17.24% | 11.63% | 35.12% | 23.03% | 19.94% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 16.19% | 13.49% | 8.75% | 29.45% | 20.11% | 17.78% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 19.82% | 15.25% | 10.31% | 33.02% | 21.55% | 18.60% |
| 净利润 | 3,020 | 2,453 | 1,798 | 8,095 | 6,728 | 7,134 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 37.94% | -1.16% | -7.58% | 76.17% | -8.38% | 3.61% |
| 非现金支出 | 1,297 | 1,302 | 1,298 | 1,295 | 1,470 | 1,823 | EBIT 增长率 | 137.11% | -21.27% | -26.63% | 332.56% | -18.27% | 4.83% |
| 非经营收益 | 180 | 122 | 86 | 50 | 20 | 17 | 净利润增长率 | 147.10% | -18.76% | -26.69% | 350.14% | -16.89% | 6.04% |
| 营运资金变动 | -556 | -142 | -208 | 208 | -111 | 10 | 总资产增长率 | 16.45% | -2.52% | 12.99% | 33.78% | 21.70% | 19.94% |
| 经营活动现金净流 | 3,941 | 3,735 | 2,975 | 9,648 | 8,106 | 8,985 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -1,287 | -1,856 | -2,595 | -2,240 | -3,380 | -2,865 | 应收账款周转天数 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 投资 | -1,080 | -200 | 280 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 17.5 | 15.8 | 10.7 | 11.0 | 11.0 | 11.0 |
| 其他 | 12 | 42 | 50 | 51 | 53 | 59 | 应付账款周转天数 | 53.0 | 42.6 | 40.4 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 投资活动现金净流 | -2,356 | -2,014 | -2,266 | -2,189 | -3,327 | -2,806 | 固定资产周转天数 | 330.1 | 306.9 | 313.1 | 186.0 | 203.9 | 253.3 |
| 股权募资 | 55 | 0 | 180 | 55 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -632 | -1,784 | 2 | -1,259 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | 24.19% | 2.88% | 2.25% | -27.90% | -36.11% | -44.89% |
| 其他 | -477 | -507 | -559 | -668 | -651 | -651 | EBIT 利息保障倍数 | 21.6 | 19.4 | 20.7 | 502.3 | -78.5 | -41.0 |
| 筹资活动现金净流 | -1,055 | -2,291 | -377 | -1,873 | -651 | -651 | 资产负债率 | 35.32% | 21.75% | 23.85% | 15.50% | 12.16% | 10.40% |
| 现金净流量 | 530 | -570 | 332 | 5,586 | 4,129 | 5,528 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 3 | 12 | 32 | 70 | 142 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2019-10-27 | 增持 | 16.29 | N/A |
| 2 | 2020-03-29 | 买入 | 15.43 | 18.34~18.34 |
| 3 | 2020-04-29 | 买入 | 16.15 | N/A |
| 4 | 2020-08-12 | 买入 | 25.57 | N/A |
| 5 | 2020-10-28 | 买入 | 26.00 | N/A |
| 6 | 2020-11-03 | 买入 | 29.13 | N/A |
| 7 | 2021-03-29 | 买入 | 35.00 | N/A |
| 8 | 2021-04-18 | 买入 | 36.00 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402