

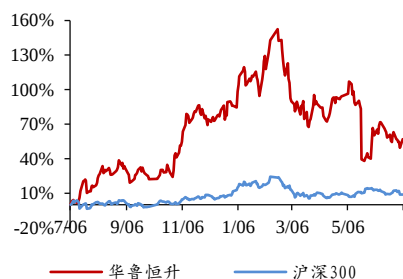
单季度业绩再创新高，荆州基地打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-06

收盘价（元） 31.45
近12个月最高/最低（元） 50.63/20.05
总股本（百万股） 2,115
流通股本（百万股） 2,109
流通股比例（%） 99.74
总市值（亿元） 665
流通市值（亿元） 665

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. Q1业绩创最佳一季，荆州基地有序推进 2021-04-17

2. 四季度营收创新高，第二基地环评公示 2021-03-27

3. 打造第二基地，打开成长通道 2020-11-03

主要观点：

● 事件描述：

7月5日，华鲁恒升发布业绩预增公告，预计上半年实现净利润37.5亿元至38.5亿元，同比增加314.82%到325.88%；扣非净利润37.45亿元至38.45亿元，同比增加326.54%到337.93%。报告期内，受能源价格上涨、市场供求关系等因素影响，国内化工行业景气度较高，主导产品价格同比有较大增长。

● Q2业绩环比同比均大幅增长，主要系产品景气度持续提升

公司Q2预计实现净利润21.74-22.74亿元，环比增长37.94%-44.29%，同比增长358.65%-379.75%。业绩超出市场预期，再创单季度业绩历史新高，主要系公司主营产品景气度持续提升：其中Q2单季度醋酸、正丁醇、DMF、辛醇、己二酸、己内酰胺价格同比分别上涨229.67%、155.77%、131.64%、109.67%、68.67%、42.66%。公司准确把握市场趋势，加强系统优化和生产管控，实现了生产装置稳定高效运行，经营业绩同比大幅提升。同时公司继续发挥“一头多线”柔性多联产的优势，灵活生产实现效益最大化。

图表1 公司主要产品价格变化

主要产品	2021Q2 均价(元/吨)	同比增长	环比增长
醋酸	7509	229.67%	43.44%
正丁醇	13969	155.77%	23.25%
三聚氰胺	12262	133.34%	64.79%
DMF	11152	131.64%	10.23%
辛醇	14687	109.67%	14.85%
己二酸	10183	68.67%	10.46%
甲醇	2575	61.43%	6.18%
己内酰胺	13465	42.66%	8.53%
乙二醇	4958	41.91%	-2.67%
尿素	2311	40.48%	12.79%
甲酸	3945	26.96%	1.34%
复合肥	2499	16.22%	8.27%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

● 公司在建工程有序推进，煤化工法DMC产能有望逐步释放

根据公司官网报道，精己二酸品质提升项目于今年2月投产，产能提升16.66万吨/年，达产后公司年产己二酸产品规模将达到34万吨，占国内总产能比例升至12.5%，进一步提升市场话语权。根据公司官网公示公告显示，己内酰胺及尼龙新材料项目（30万吨/年）已完成

环评二次公示。根据财联社报道，公司煤化工法 DMC 3 万吨/年已投产，成本低品质高，已达到电池级纯度标准，产品满产满销且主要应用于锂离子电池电解液溶剂；加上 50 万吨/年煤制乙二醇装置技改成为 30 万吨/年 DMC 装置也在稳步推进，预计将于今年逐步投产。随着新能源汽车的发展，锂电池电解液溶剂需求快速增长，公司煤化工法 DMC 市场竞争力逐步增强，未来也将逐步贡献业绩。

● 荆州项目有序推进，第二基地有望打开成长空间

荆州第二基地项目有序推进，其中一期规划已通过备案审核，环评、能评等进展顺利，计划于 2023 年投产。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。荆州基地合计投资额 115.28 亿元，实现年均利润总额 13.26 亿元。“十四五”期间公司将继续巩固煤化工龙头地位，持续优化产品结构，形成华中、华北两翼发展格局，荆州基地的建设有望打开公司的成长空间。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 70.37、71.49、78.16 亿元，同比增速为 291.3%、1.6%、9.3%。对应 PE 分别为 9.45、9.30、8.51 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

项目建设进度不及预期的风险；项目审批进度不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13115	22606	24061	25578
收入同比 (%)	-7.6%	72.4%	6.4%	6.3%
归属母公司净利润	1798	7037	7149	7816
净利润同比 (%)	-26.7%	291.3%	1.6%	9.3%
毛利率 (%)	21.4%	43.0%	40.9%	41.1%
ROE (%)	11.6%	31.3%	24.1%	20.9%
每股收益 (元)	0.85	3.33	3.38	3.70
P/E	43.87	9.45	9.30	8.51
P/B	5.10	2.96	2.24	1.78
EV/EBITDA	17.68	4.37	4.45	3.68

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3267	6764	9640	14455	营业收入	13115	22606	24061	25578
现金	1066	3746	6997	11669	营业成本	10312	12895	14210	15065
应收账款	23	44	49	49	营业税金及附加	99	181	192	205
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	43	359	364	292
预付账款	202	213	231	263	管理费用	177	259	288	315
存货	273	493	460	488	财务费用	106	111	49	-76
其他流动资产	1702	2268	1903	1987	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	17282	22602	25071	28477	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	47	66	75	80
固定资产	11250	15000	15674	16924	营业利润	2127	8309	8441	9228
无形资产	1238	1651	1970	2270	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	4794	5951	7427	9283	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	20549	29367	34711	42932	利润总额	2123	8309	8441	9228
流动负债	3714	5494	3689	4094	所得税	325	1271	1291	1411
短期借款	530	1912	0	0	净利润	1798	7038	7149	7816
应付账款	1458	1629	1649	1927	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1725	1953	2040	2167	归属母公司净利润	1798	7037	7149	7816
非流动负债	1186	1186	1186	1186	EBITDA	3508	11729	10353	11246
长期借款	1175	1175	1175	1175	EPS（元）	0.85	3.33	3.38	3.70
其他非流动负债	12	12	12	12					
负债合计	4901	6680	4875	5280					
少数股东权益	180	180	181	181					
股本	1627	1627	1627	1627					
资本公积	2080	2080	2080	2080					
留存收益	11762	18799	25948	33764					
归属母公司股东权益	15469	22506	29655	37471					
负债和股东权益	20549	29367	34711	42932					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	成长能力				
经营活动现金流	2995	10078	9633	10264	营业收入	-7.6%	72.4%	6.4%	6.3%
净利润	1798	7037	7149	7816	营业利润	-26.6%	290.6%	1.6%	9.3%
折旧摊销	1309	3382	1948	2184	归属于母公司净利	-26.7%	291.3%	1.6%	9.3%
财务费用	116	143	130	82	获利能力				
投资损失	-47	-66	-75	-80	毛利率（%）	21.4%	43.0%	40.9%	41.1%
营运资金变动	-208	-419	481	262	净利率（%）	13.7%	31.1%	29.7%	30.6%
其他经营现金流	2033	7457	6668	7554	ROE（%）	11.6%	31.3%	24.1%	20.9%
投资活动现金流	-2266	-8636	-4341	-5510	ROIC（%）	10.3%	26.7%	22.4%	19.4%
资本支出	-2595	-8702	-4416	-5591	偿债能力				
长期投资	280	0	0	0	资产负债率（%）	23.8%	22.7%	14.0%	12.3%
其他投资现金流	50	66	75	80	净负债比率（%）	31.3%	29.4%	16.3%	14.0%
筹资活动现金流	-371	1238	-2042	-82	流动比率	0.88	1.23	2.61	3.53
短期借款	530	1381	-1912	0	速动比率	0.75	1.10	2.43	3.35
长期借款	-329	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.77	0.69	0.60
资本公积增加	7	0	0	0	应收账款周转率	569.94	516.40	490.39	523.54
其他筹资现金流	-579	-143	-130	-82	应付账款周转率	7.07	7.92	8.62	7.82
现金净增加额	352	2680	3251	4672	每股指标（元）				
					每股收益	0.85	3.33	3.38	3.70
					每股经营现金流薄）	1.42	4.76	4.55	4.85
					每股净资产	7.31	10.64	14.02	17.72
					估值比率				
					P/E	43.87	9.45	9.30	8.51
					P/B	5.10	2.96	2.24	1.78
					EV/EBITDA	17.68	4.37	4.45	3.68

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：王强峰，研究助理，浙江大学化工硕士、中国石油大学（北京）化工学士，2 年中化国际战略、市场经验，近 1 年化工卖方研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。