

公司研究

业绩大幅增长，多点开花打开长期成长空间

——华鲁恒升（600426.SH）2021年半年度业绩预增公告点评

要点

事件：公司发布2021年半年度业绩预增公告，预计报告期内实现归母净利润37.5亿-38.5亿元，与上年同期相比将增加28.5亿元到29.5亿元，同比增加314.82%到325.88%；其中Q2单季预计实现归母净利润21.7-22.7亿元，同比将增加358.19%-379.27%，环比增加37.9%-44.3%。

点评：

产品价格持续走高，业绩表现超预期：公司2021H1业绩同比增幅明显，且2021Q2单季公司业绩增幅同比、环比也都大幅上涨，主要受益于油价中枢向上、全球经济复苏，市场供求关系等因素影响，国内化工行业景气度较高，公司主营产品价格大幅上涨。2021年上半年，山东地区尿素均价2226元/吨，同比上涨29%；公司已二酸出厂均价10613元/吨，同比上涨31%；DMF出厂均价10500元/吨，同比上涨100%；冰醋酸出厂均价6385元/吨，同比上涨154%。其中，Q2单季尿素均价2372元/吨，同比上涨40%，环比上涨14%；公司已二酸出厂均价11169元/吨，同比上涨48%，环比上涨11%；DMF出厂均价11355元/吨，同比上涨117%，环比上涨18%；冰醋酸出厂均价7510元/吨，同比上涨208%，环比上涨44%。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。

德州基地投产在即，荆州基地有望打开成长空间：公司精己二酸品质提升项目已于21年2月投产，酰胺及尼龙新材料项目将于21年陆续投产，乙二醇副产碳酸二甲酯项目值得期待，未来德州基地有望继续向下游延伸。此外，21年1月15日，荆州基地启动投资建设，首批布局2个项目，建设期均预计为36个月。一是投资59.24亿元的园区气体动力平台项目，根据公司年报公布数据显示最终产品如全部外售预计可贡献年销售收入52亿元、年均利润总额7亿元；二是投资56.04亿元的合成气综合利用项目，根据公司年报公布数据显示投产后预计年均实现营业收入59.68亿元，利润总额6.26亿元。荆州基地尿素、醋酸、有机胺等产品需求量大且刚性，建成后有望快速盈利，且对公司异地扩建产能、增厚业绩、中长期发展都具有重要意义。

盈利预测、估值与评级：考虑公司主营产品价格大幅走高，支撑公司业绩增长，荆州基地投建助力公司未来发展，我们上调对公司未来3年的盈利预测，预计公司21-23年净利润分别为70.44亿（上调76%）、77.20亿（上调75%）、82.53亿（上调63%）。公司在建工程有序推进，产业链持续延伸将持续提升公司竞争力，故维持“买入”评级。

风险提示：下游需求复苏不及预期风险，项目投产不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,190	13,115	20,389	24,876	29,970
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	55.46%	22.01%	20.48%
净利润（百万元）	2,453	1,798	7,044	7,720	8,253
净利润增长率	-18.76%	-26.69%	291.70%	9.59%	6.91%
EPS（元）	1.51	1.11	3.33	3.65	3.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.24%	11.63%	31.98%	27.60%	24.13%
P/E	24.3	33.1	11.0	10.0	9.4
P/B	4.2	3.8	3.5	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-09；2020年及之前股本数为16.27亿股，2021年及以后股本数为21.15亿股

买入（维持）

当前价：36.61元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

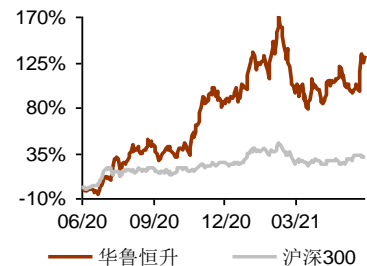
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.15
总市值(亿元):	774.18
一年最低/最高(元):	19.93/52.58
近3月换手率:	83.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.26	3.04	72.63
绝对	6.42	38.28	134.98

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,190	13,115	20,389	24,876	29,970
营业成本	10,239	10,312	10,835	14,296	18,514
折旧和摊销	1,286	1,299	1,422	1,524	1,618
税金及附加	93	99	144	176	211
销售费用	372	43	301	367	442
管理费用	156	177	250	305	367
研发费用	332	284	459	560	675
财务费用	154	106	146	114	79
投资收益	42	47	47	47	47
营业利润	2,899	2,127	8,314	9,112	9,741
利润总额	2,896	2,123	8,317	9,114	9,744
所得税	443	325	1,272	1,394	1,491
净利润	2,453	1,798	7,044	7,720	8,253
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,453	1,798	7,044	7,720	8,253
EPS(元)	1.51	1.11	3.33	3.65	3.90

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,736	2,995	6,217	8,906	9,252
净利润	2,453	1,798	7,044	7,720	8,253
折旧摊销	1,286	1,299	1,422	1,524	1,618
净营运资金增加	-712	-1,303	2,827	701	986
其他	709	1,201	-5,076	-1,039	-1,604
投资活动产生现金流	-2,014	-2,266	-751	-1,973	-973
净资本支出	-1,856	-2,595	-2,020	-2,020	-1,020
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-158	330	1,269	47	47
融资活动现金流	-2,291	-371	-479	-1,209	-1,751
股本变化	0	0	488	0	0
债务净变化	-1,784	5	136	667	333
无息负债变化	-849	940	-8	448	902
净现金流	-569	352	4,987	5,723	6,528

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	21.4%	46.9%	42.5%	38.2%
EBITDA 率	30.3%	26.9%	48.2%	43.0%	38.0%
EBIT 率	21.2%	16.9%	41.2%	36.9%	32.6%
税前净利润率	20.4%	16.2%	40.8%	36.6%	32.5%
归母净利润率	17.3%	13.7%	34.5%	31.0%	27.5%
ROA	13.5%	8.8%	25.9%	22.5%	19.8%
ROE (摊薄)	17.2%	11.6%	32.0%	27.6%	24.1%
经营性 ROIC	16.3%	11.1%	37.4%	38.4%	40.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	24%	18%	18%	18%
流动比率	1.43	0.88	3.35	4.77	5.62
速动比率	1.30	0.81	3.22	4.64	5.49
归母权益/有息债务	5.89	6.38	8.61	8.67	9.61
有形资产/有息债务	7.05	7.95	10.14	10.23	11.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	18,187	20,549	27,234	34,295	41,764
货币资金	715	1,066	6,054	11,777	18,305
交易性金融资产	1,293	1,004	1,004	1,004	1,004
应收帐款	34	23	39	51	57
应收票据	0	0	511	208	334
其他应收款 (合计)	0	0	1	2	3
存货	332	273	417	465	608
其他流动资产	987	698	2,371	3,403	4,574
流动资产合计	3,491	3,267	10,576	17,141	25,208
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,924	11,250	11,446	11,592	11,308
在建工程	482	3,374	3,580	3,735	3,326
无形资产	1,070	1,238	1,233	1,229	1,224
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,091	1,271	49	49	49
非流动资产合计	14,697	17,282	16,658	17,154	16,556
总负债	3,956	4,901	5,029	6,143	7,379
短期借款	0	530	0	0	0
应付账款	824	1,458	1,369	1,659	2,369
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	357	0	315	337	290
其他流动负债	0	50	50	50	50
流动负债合计	2,434	3,714	3,157	3,593	4,482
长期借款	1,504	1,175	1,841	2,508	2,841
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	11	30	41	54
非流动负债合计	1,522	1,186	1,872	2,550	2,896
股东权益	14,231	15,649	22,205	28,152	34,386
股本	1,627	1,627	2,115	2,115	2,115
公积金	2,886	2,893	3,137	3,137	3,137
未分配利润	9,773	11,003	16,827	22,774	29,008
归属母公司权益	14,231	15,469	22,025	27,971	34,205
少数股东权益	0	180	180	180	180

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.62%	0.33%	1.47%	1.47%	1.47%
管理费用率	1.10%	1.35%	1.23%	1.23%	1.23%
财务费用率	1.09%	0.81%	0.72%	0.46%	0.26%
研发费用率	2.34%	2.17%	2.25%	2.25%	2.25%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.35	0.30	0.84	0.95	1.00
每股经营现金流	2.30	1.84	2.94	4.21	4.38
每股净资产	8.75	9.51	10.42	13.23	16.18
每股销售收入	8.72	8.06	9.64	11.76	14.17

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	24	33	11	10	9
PB	4.2	3.8	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	14.2	17.4	7.6	6.5	5.6
股息率	1.0%	0.8%	2.3%	2.6%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE