

DMC 项目驱动新成长

—华鲁恒升 (600426.SH)

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

事件: 公司乙二醇技改 30 万吨 DMC (碳酸二甲酯) 预计三季度末投放。

公司 DMC 装置具有显著的成本优势: 公司新增 30 万吨/年 DMC 装置是基于对现有的乙二醇车间进行碳酸酯改造, 实现利用甲醇羰基化法生产 DMC, 原料是甲醇以及公司自产低成本的合成气。目前, 国内 DMC 主流生产工艺是 PO 酯交换法, 成本端高度受到环氧丙烷价格的波动影响。随着环保压力增大, 国内环氧丙烷中小产能面临退出, 环氧丙烷价格的高景气将从成本端对 DMC 产生支撑。相比于酯交换法, 甲醇羰基化法原料成本明显较低。并且, 公司通过与高校进行产学研合作研究模式, 建立起相应催化剂的研发实力。我们认为公司有进一步降低 DMC 的生产成本, 以及往电池级 DMC 发展的潜质。

工业、电池需求双增 DMC 盈利性延续: DMC 根据纯度可分为工业级和电池级, 工业级 DMC 可替代光气作为羰基化试剂生产聚碳酸酯 PC, 电池级 DMC 则作为主流的电解液溶剂。电池级 DMC 需要对工业级 DMC 进一步精馏提纯, 生产难度大且壁垒较高, 但电池级与工业级 DMC 的价格上具有相关性, 价差维持在 1000-4000 元/吨, 取决于各自的供需情况。未来非光气法 PC 新增产能投放, 以及“电动化”进程下电解液出货量的持续增长, 将拉动 DMC 工业级、电池级的需求。我们假设公司 DMC 项目投产后, 产品比例为一半电池级、一半工业级, 以当前电池级、工业级 DMC 价格估算项目贡献年化营收 25.5 亿元、年化毛利 13.5 亿元。因此, 我们看好公司 DMC 项目投放后对公司业绩以及成长性带来的提升。

荆州基地项目稳步推进: 荆州基地项目进展顺利, 预计于近期开工建设, 2023 年下半年投产。一期项目将复制德州基地的先进煤气化平台, 中长期有望再造一个华鲁。

投资建议: 维持对公司的盈利预测, 预计 2021-2023 年营收分别为 238.4、282.9、346.2 亿元, 归母净利润分别为 79.5、87.7 和 130.6 亿元, 对应 EPS 分别为 3.76、4.15 和 6.18 元, PE 分别为 9.68 倍、8.77 倍、5.89 倍。乙二醇技改 DMC 项目将增厚公司业绩, 我们看好公司的长期成长空间, 维持对公司买入评级。

风险提示: 在建项目投产不及预期, 化工品价格下跌。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190.48	13,114.96	23,831.60	28,286.56	34,622.36
增长率(%)	-1.16%	-7.58%	81.71%	18.69%	22.40%
归母净利润(百万)	2,453.03	1,798.38	7,947.69	8,770.66	13,064.07
增长率(%)	-18.76%	-26.69%	341.94%	10.35%	48.95%
净资产收益率(%)	17.24%	11.63%	36.74%	31.51%	35.24%
每股收益(元)	1.51	1.11	3.76	4.15	6.18
PE	24.12	32.89	9.68	8.77	5.89
PB	4.16	3.83	3.56	2.76	2.08

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入(维持)

2021年07月13日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.07.13

总市值/流通市值(亿元)	769/769
总股本(亿股)	21.15
资产负债率(%)	24.54
每股净资产(元)	10.48
收盘价(元)	36.3
一年内最低价/最高价(元)	17.23/52.58

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《华鲁恒升(600426.SH) : 熨平周期, 释放成长: 华鲁恒升(600426.SH)》2021-06-18

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
营业收入	14190	13115	23832	28287	34622	流动资产合计	3491	3267	9527	16298	25739		
营业成本	10239	10312	13477	16871	17990	货币资金	715	1066	7129	13684	22957		
营业税金及附加	93	99	179	213	261	应收账款	34	23	42	50	61		
营业费用	372	43	78	93	114	其他应收款	0	0	0	0	0		
管理费用	156	177	322	382	468	预付款项	130	202	297	416	542		
研发费用	332	284	312	344	378	存货	332	273	357	447	477		
财务费用	154	106	80	30	-9	其他流动资产	53	258	258	258	258		
资产减值损失	-3.91	-10.23	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	14697	17282	16902	16518	16126		
公允价值变动收益	13.49	-9.35	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0	0	0	0	0		
投资净收益	41.73	46.93	0.00	0.00	0.00	固定资产	11924.31	11249.73	12522.12	12996.29	13080.19		
营业利润	2899	2127	9382	10353	15422	无形资产	1070	1238	1115	1003	903		
营业外收入	0.57	11.19	0.00	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	2.99	15.17	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1091	1271	1271	1271	1271		
利润总额	2896	2123	9382	10353	15422	资产总计	18187	20549	26429	32816	41865		
所得税	443	325	1434	1583	2358	流动负债合计	2434	3714	3326	3468	3218		
净利润	2453	1798	7948	8771	13064	短期借款	0	530	0	0	0		
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	824	1458	1880	2353	2509		
归属母公司净利润	2453	1798	7948	8771	13064	预收款项	357	0	-279	-611	-1017		
EBITDA	5392	4743	10211	11174	16210	一年内到期的非流动负债	914	718	718	718	718		
EPS (元)	1.51	1.11	3.76	4.15	6.18	非流动负债合计	1522	1186	1293	1337	1401		
主要财务比率						长期借款	1504	1175	1175	1175	1175		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	3956	4901	4619	4805	4619		
营业收入增长	-1.16%	-7.58%	81.71%	18.69%	22.40%	少数股东权益	0	180	180	180	180		
营业利润增长	-18.77%	-26.63%	341.09%	10.35%	48.95%	实收资本(或股本)	1627	1627	2115	2115	2115		
归属于母公司净利润增长	341.94%	10.35%	341.94%	10.35%	48.95%	资本公积	2073	2080	2080	2080	2080		
获利能力						未分配利润	9773	11003	13507	16270	20386		
毛利率(%)	27.84%	21.37%	43.45%	40.36%	48.04%	归属母公司股东权益合计	14231	15469	21630	27831	37066		
净利率(%)	17.29%	13.71%	33.35%	31.01%	37.73%	负债和所有者权益	18187	20549	26429	32816	41865		
总资产净利润(%)	13.49%	8.75%	30.07%	26.73%	31.21%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	17.24%	11.63%	36.74%	31.51%	35.24%	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
偿债能力						经营活动现金流	3736	2995	8724	9521	13439		
资产负债率(%)	22%	24%	17%	15%	11%	净利润	2453	1798	7948	8771	13064		
流动比率	0.88	2.86	4.70	8.00	8.00	折旧摊销	2338.93	2509.83	0.00	679.25	697.82		
速动比率	0.81	2.76	4.57	7.85	7.85	财务费用	154	106	80	30	-9		
营运能力						应付帐款减少	0	0	-19	-8	-11		
总资产周转率	0.77	0.68	1.01	0.95	0.93	预收帐款增加	0	0	-279	-332	-406		
应收账款周转率	491	457	735	619	627	投资活动现金流	-2014	-2266	-373	-410	-410		
应付账款周转率	11.87	11.49	14.28	13.36	14.24	公允价值变动收益	13	-9	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.11	3.76	4.15	6.18	投资收益	42	47	0	0	0		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.35	0.22	2.87	3.10	4.39	筹资活动现金流	-2291	-371	-2290	-2556	-3755		
每股净资产(最新摊薄)	8.75	9.51	10.23	13.16	17.53	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0		
P/E	24.12	32.89	9.68	8.77	5.89	普通股增加	0	0	488	0	0		
P/B	4.16	3.83	3.56	2.76	2.08	资本公积增加	10	7	0	0	0		
EV/EBITDA	11.29	12.76	7.02	5.83	3.45	现金净增加额	-568	358	6062	6555	9274		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上