

## 拟建 PA66、PBAT 项目，加快布局新材料

### 投资要点

- **事件:** 德州市发改委最新公告显示, 公司尼龙 66 高端新材料项目与 12 万吨/年 PBAT 可降解塑料项目已获批复。尼龙 66 项目投资 30.8 亿元, 年产尼龙 66 高端新材料产品 8 万吨, 己二酸 14.8 万吨, 硝酸 18 万吨, 副产二元酸 1.35 万吨; PBAT 项目投资 44.3 亿元, 年产 BDO 17.95 万吨, PBAT 12 万吨, NMP 5 万吨, 副产丁醇 0.51 万吨, 四氢呋喃 1.32 万吨。
- **己二腈国产化取得突破, 尼龙 66 需求有望快速放量。** 尼龙 66 性能优异, 常用于取代金属实现制品轻量化, 其主要原料己二腈长期被英威达、奥升德等国际企业所垄断, 国内己二腈几乎全部来自于英威达。受制于己二腈“卡脖子”, 尼龙 66 价格长期居高不下。近年己二腈国产化取得突破, 天辰齐翔、华峰集团项目均已动工, 随着原料供应的宽松, 尼龙 66 渗透率有望提高, 需求进一步放量。
- **PBAT 新增产能较多, 项目竞争力取决于原料自给水平。** PBAT 被认为是最具前景的可降解塑料之一, 得益于“限塑令”实施, 我国 PBAT 需求有望迎来井喷式增长, 乐观预测 PBAT 需求将由 2019 年的不到 10 万吨提高到 2025 年的 180 万吨。PBAT 目前生产工艺已经成熟, 不具有明显技术壁垒, 截止 7 月末, 我国在建、拟建 PBAT 项目已超千万吨, 即使有部分项目的落地存在不确定性, PBAT 行业仍面临产能过剩风险。反观上游原料端, 新增产能远不能满足 PBAT 需求, 若 PBAT 企业无法实现原料配套, 利润空间将在原料高价下被严重压缩。
- **公司新产品的成本壁垒依旧高固。** 1 吨尼龙 66 需要 0.58 吨己二酸和 0.52 吨己二胺, 公司已二酸来自配套的 20 万吨装置, 己二胺以外购己二腈与自产氨气生产。PBAT 方面, 1 吨 PBAT 需要 0.55 吨 BDO、0.38 吨己二酸、0.38 吨 PTA, 其中 BDO 通过炔醛法生产, 原料是电石、甲醛和氨气。国内新项目原料或全部外购, 或只有一种配套, 而公司项目配套有 BDO, 加上自产的己二酸, 三大原料有两种实现自给。公司一体化产业链布局能够把原材料价格波动风险降到最低, 同时也赋予了新项目可观的成本优势, 我们估算当前价格下公司尼龙 66、PBAT 较原料完全外购的企业分别有着大约 1400 和 9000 元/吨的成本领先。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.23 元、3.27 元、3.38 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新项目投产进度不及预期、原材料价格或大幅波动。

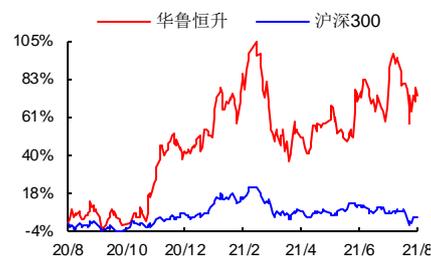
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13114.96	22838.26	25642.93	27298.22
增长率	-7.58%	74.14%	12.28%	6.46%
归属母公司净利润(百万元)	1798.38	6837.19	6907.76	7144.64
增长率	-26.69%	280.19%	1.03%	3.43%
每股收益 EPS(元)	0.85	3.23	3.27	3.38
净资产收益率 ROE	11.49%	30.98%	15.22%	21.69%
PE	38	10	10	10
PB	4.46	3.15	2.53	2.10

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.15
流通 A 股(亿股)	21.09
52 周内股价区间(元)	23.9-50.63
总市值(亿元)	689.38
总资产(亿元)	228.28
每股净资产(元)	10.48

### 相关研究

1. 华鲁恒升(600426): 业绩弹性显著, 未来产能扩张与产业链延伸并举 (2021-07-06)
2. 华鲁恒升(600426): Q4 业绩环比改善, 看好 2021 年业绩回升 (2021-03-29)
3. 华鲁恒升(600426): 布局荆州, 打开成长新局面 (2020-11-03)
4. 华鲁恒升(600426): 景气底部稳中有升, 在建工程大幅增长 (2020-10-28)
5. 华鲁恒升(600426): 中报业绩符合预期, 龙头低成本优势明显 (2020-08-12)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13114.96	22838.26	25642.93	27298.22	净利润	1798.47	6837.56	6908.14	7145.03
营业成本	10312.46	13974.52	16592.31	17908.76	折旧与摊销	1308.52	2305.92	2604.23	2895.89
营业税金及附加	98.71	162.18	183.53	196.54	财务费用	106.32	11.47	14.66	14.97
销售费用	43.04	74.94	84.15	89.58	资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	177.18	570.96	641.07	682.46	经营营运资本变动	1229.71	177.11	230.53	212.13
财务费用	106.32	11.47	14.66	14.97	其他	-1438.01	-3.92	-5.30	4.25
资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2994.78</b>	<b>9328.16</b>	<b>9752.25</b>	<b>10272.27</b>
投资收益	46.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2608.89	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	-9.35	0.00	0.00	0.00	其他	343.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2265.61</b>	<b>-3000.00</b>	<b>-3000.00</b>	<b>-3000.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2127.01</b>	<b>8044.19</b>	<b>8127.22</b>	<b>8405.91</b>	短期借款	530.30	-530.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.99	0.00	0.00	0.00	长期借款	-329.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2123.03</b>	<b>8044.19</b>	<b>8127.22</b>	<b>8405.91</b>	股权融资	7.22	0.00	0.00	0.00
所得税	324.56	1206.63	1219.08	1260.89	支付股利	-568.17	-416.54	-1583.63	-1599.97
净利润	1798.47	6837.56	6908.14	7145.03	其他	-10.92	-729.39	-14.66	-14.97
少数股东损益	0.10	0.37	0.37	0.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-370.97</b>	<b>-1676.23</b>	<b>-1598.29</b>	<b>-1614.95</b>
归属母公司股东净利润	1798.38	6837.19	6907.76	7144.64	<b>现金流量净额</b>	<b>351.77</b>	<b>4651.92</b>	<b>5153.96</b>	<b>5657.32</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1066.35	5718.27	10872.24	16529.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	225.45	287.93	351.85	373.30	销售收入增长率	-7.58%	74.14%	12.28%	6.46%
存货	273.43	376.57	455.08	487.77	营业利润增长率	-26.63%	278.19%	1.03%	3.43%
其他流动资产	1701.76	1454.26	1509.54	1542.17	净利润增长率	-26.68%	280.19%	1.03%	3.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.60%	192.55%	3.71%	5.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	14623.43	15452.60	15983.45	16222.65	毛利率	21.37%	38.81%	35.29%	34.40%
无形资产和开发支出	1238.41	1107.65	976.90	846.15	三费率	2.49%	2.88%	2.89%	2.88%
其他非流动资产	1420.46	1416.13	1411.80	1407.46	净利率	13.71%	29.94%	26.94%	26.17%
<b>资产总计</b>	<b>20549.29</b>	<b>25813.42</b>	<b>31560.85</b>	<b>37409.06</b>	ROE	11.49%	30.98%	25.22%	21.69%
短期借款	530.30	0.00	0.00	0.00	ROA	8.75%	26.49%	21.89%	19.10%
应付和预收款项	1765.48	2211.78	2569.98	2840.59	ROIC	12.27%	41.04%	39.19%	39.95%
长期借款	1174.76	1174.76	1174.76	1174.76	EBITDA/销售收入	27.01%	45.37%	41.91%	41.46%
其他负债	1430.04	357.15	421.86	454.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4900.58</b>	<b>3743.69</b>	<b>4166.61</b>	<b>4469.76</b>	总资产周转率	0.68	0.99	0.89	0.79
股本	1626.66	2114.66	2114.66	2114.66	固定资产周转率	1.13	1.94	2.04	2.09
资本公积	2080.08	1592.09	1592.09	1592.09	应收账款周转率	445.23	648.23	522.66	511.64
留存收益	11816.56	18237.22	23561.35	29106.02	存货周转率	33.36	41.77	39.41	37.69
归属母公司股东权益	15468.62	21889.27	27213.40	32758.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.96%	—	—	—
少数股东权益	180.10	180.47	180.84	181.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15648.71</b>	<b>22069.74</b>	<b>27394.24</b>	<b>32939.30</b>	资产负债率	23.85%	14.50%	13.20%	11.95%
负债和股东权益合计	20549.29	25813.42	31560.85	37409.06	带息债务/总负债	34.79%	31.38%	28.19%	26.28%
					流动比率	0.88	3.06	4.43	5.77
					速动比率	0.81	2.92	4.27	5.62
					股利支付率	31.59%	6.09%	22.93%	22.39%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.85	3.23	3.27	3.38
					每股净资产	7.31	10.35	12.87	15.49
					每股经营现金	1.42	4.41	4.61	4.86
					每股股利	0.27	0.20	0.75	0.76
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3541.85	10361.59	10746.11	11316.78					
PE	38.33	10.08	9.98	9.65					
PB	4.46	3.15	2.53	2.10					
PS	5.26	3.02	2.69	2.53					
EV/EBITDA	14.68	5.98	5.29	4.52					
股息率	0.82%	0.60%	2.30%	2.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn