

2021年08月12日

证券分析师 柳强

执业证号: S0600521050001  
021-60199793

liuq@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

## 战略清晰，脚踏实地，开辟第二增长曲线 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,115	21,400	28,056	27,622
同比(%)	-7.6%	63.2%	31.1%	-1.5%
归母净利润(百万元)	1,798	7,432	7,646	7,356
同比(%)	-26.7%	313.2%	2.9%	-3.8%
每股收益(元/股)	0.85	3.51	3.62	3.48
P/E(倍)	41.39	10.02	9.74	10.12

### 投资要点

■ **德州基地夯实基础，延伸产业链高端化。**2021年8月3日，山东省德州市发改委网站公示《市发改委2021第七批项目立项情况公示》，其中包括公司尼龙66高端新材料项目和12万吨/年PBAT可降解塑料项目。

(1) 尼龙66高端新材料项目：以氨为原料，建设36万吨硝酸；以环己醇为原料，建设20万吨己二酸；以己二腈和氢气为原料，建设4.2万吨己二胺；以己二酸和己二胺为原料，建设两套4万吨尼龙66。

(2) 12万吨/年PBAT可降解塑料项目：以电石为原料，建设10万吨乙炔；以甲醇为原料生产72万吨甲醛；以乙炔和甲醇为原料，生产30万吨BDO；建成12万吨PBAT，5万吨NMP。

我们认为公司**战略清晰，布局准确，巩固优势，持续转型升级发力化工新材料**。公司依托原煤气化平台的氨、氢气等成本优势，在原材料己二腈生产技术即将大规模国产化突破背景下，积极扩产己二胺-尼龙66产业链，具有广阔前景。公司依托甲醇的成本优势，扩产BDO，继而建成可降解塑料PBAT。当前国内PBAT规划产能较多，而其原材料BDO新增供给有限，公司配套BDO产能，具有产业链一体化优势。

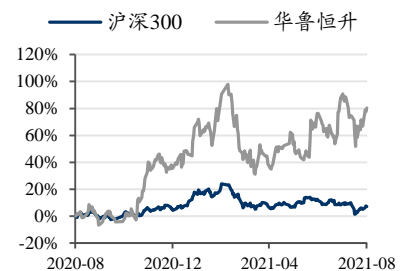
■ **乙二醇碳酸酯改造项目，实现低成本DMC突破。**公司加大科技研发投入，为产业结构调整储备新动能，多元柔性联产优势显现。根据中国采购招标信息平台，2020年11月，华鲁恒升对乙二醇车间碳酸酯改造和10万吨年草酸项目进行招标。合成气制乙二醇中副产出少量的碳酸二甲酯(DMC)，与乙二醇的产出比率大致是100:3，经过精馏提纯后品质可逐步升级。电池级DMC用于锂电池电解液溶剂，受益于新能源汽车快速发展，需求高速增长。依托公司工程化能力的优势、项目技改后有望显著提高DMC产出和纯度，增厚公司利润。

■ **荆州基地稳步推进，成长空间打开：**2021年1月15日，公司发布公告，荆州基地启动投资建设。首批布局2个项目：(1)投资59.24亿元的园区气体动力平台项目，预计形成销售收入52亿元、年均利润总额7亿元。(2)投资56.04亿元的合成气综合利用项目，建设100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF，建设期预计36个月。预计形成销售收入59.68亿元，年均利润总额6.26亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑量价齐升，我们上修公司2021~2023年归母净利润分别为74.32(+39.31)亿元、76.46(+36.84)亿元、73.56(+26.68)亿元，EPS分别为3.51(+1.36)元、3.62(+1.18)元和3.48(+0.60)元，对应PE分别为10.02X、9.74X和10.12X。考虑公司受益本轮主营产品景气周期，“十四五”多个项目促成长，开辟第二增长曲线，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产品价格波动、原料价格波动、新项目进展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	35.20
一年最低/最高价	17.76/40.12
市净率(倍)	4.37
流通A股市值(百万元)	74242.84

### 基础数据

每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	24.54
总股本(百万股)	2114.66
流通A股(百万股)	2109.17

### 相关研究

- 1、《华鲁恒升(600426): 2021一季报点评: 业绩大超市市场预期, 涨价助推单季度业绩创新高》2021-04-19
- 2、《华鲁恒升(600426): 2020年报点评: 2020Q4业绩环比大增, 荆州开辟新格局》2021-03-31

华鲁恒升三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,267</b>	<b>4,414</b>	<b>8,828</b>	<b>15,464</b>	<b>营业收入</b>	<b>13,115</b>	<b>21,400</b>	<b>28,056</b>	<b>27,622</b>
现金	1,066	1,898	6,073	12,961	减:营业成本	10,312	11,581	17,665	17,665
应收账款	23	68	52	66	营业税金及附加	99	151	197	195
存货	273	406	630	406	营业费用	43	352	449	428
其他流动资产	1,904	2,042	2,073	2,031	管理费用	461	538	766	842
<b>非流动资产</b>	<b>17,282</b>	<b>23,844</b>	<b>28,521</b>	<b>26,050</b>	研发费用	284	266	436	504
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	106	35	-14	-152
固定资产	11,250	17,468	22,076	20,170	资产减值损失	10	0	0	0
在建工程	3,472	3,680	3,619	2,893	加:投资净收益	47	25	31	36
无形资产	1,238	1,391	1,538	1,719	其他收益	6	3	4	5
其他非流动资产	1,322	1,306	1,288	1,269	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>20,549</b>	<b>28,259</b>	<b>37,350</b>	<b>41,514</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,127</b>	<b>8,773</b>	<b>9,029</b>	<b>8,687</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,714</b>	<b>3,427</b>	<b>5,289</b>	<b>3,571</b>	加:营业外净收支	-4	-5	-4	-4
短期借款	530	530	530	530	<b>利润总额</b>	<b>2,123</b>	<b>8,767</b>	<b>9,026</b>	<b>8,683</b>
应付账款	1,458	1,150	2,805	1,158	减:所得税费用	325	1,336	1,380	1,327
其他流动负债	1,725	1,746	1,953	1,883	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>1,186</b>	<b>1,752</b>	<b>1,863</b>	<b>970</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,798</b>	<b>7,432</b>	<b>7,646</b>	<b>7,356</b>
长期借款	1,175	1,740	1,851	959	EBIT	2,201	8,803	8,998	8,476
其他非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	3,509	10,170	10,992	10,781
<b>负债合计</b>	<b>4,901</b>	<b>5,178</b>	<b>7,152</b>	<b>4,541</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	180	180	180	180	每股收益(元)	0.85	3.51	3.62	3.48
归属母公司股东权益	15,469	22,900	30,017	36,792	每股净资产(元)	7.31	10.60	13.96	17.17
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,549</b>	<b>28,259</b>	<b>37,350</b>	<b>41,514</b>	发行在外股份(百万股)	1627	2115	2115	2115
					ROIC(%)	12.8%	35.6%	31.6%	31.0%
					ROE(%)	11.5%	32.9%	25.7%	20.2%
					毛利率(%)	21.4%	45.9%	37.0%	36.0%
					销售净利率(%)	13.7%	34.7%	27.3%	26.6%
					资产负债率(%)	23.8%	18.3%	19.1%	10.9%
					收入增长率(%)	-7.6%	63.2%	31.1%	-1.5%
					净利润增长率(%)	-26.7%	313.2%	2.9%	-3.8%
					P/E	41.39	10.02	9.74	10.12
					P/B	4.81	3.32	2.52	2.05
					EV/EBITDA	21.37	7.32	6.41	5.82

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>