

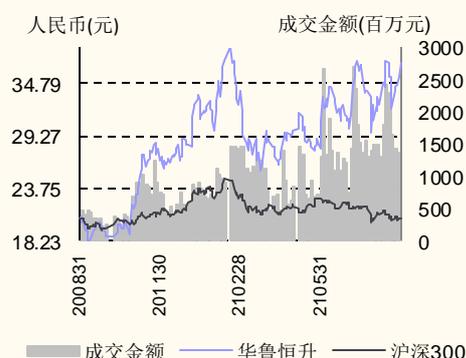
# 华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 36.92 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.15
已上市流通 A 股(亿股)	21.09
总市值(亿元)	780.73
年内股价最高最低(元)	38.63/18.23
沪深 300 指数	4813
上证指数	3528



## 相关报告

- 1.《产品价格明显提升, 公司弹性有效释放-【国金化工】华鲁恒升公司...》, 2021.7.6
- 2.《产品盈利大幅提升, 公司兼具稳健和成长属性-【国金化工】华鲁恒...》, 2021.4.18
- 3.《现有业务稳步发展, 第二基地打破发展瓶颈-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.3.29
- 4.《新基地破除发展瓶颈, 增厚公司长期中枢利润-【国金化工】华鲁恒...》, 2020.11.3
- 5.《检修短期影响产品开工, 公司长期发展稳健-【国金化工】华鲁恒升...》, 2020.10.28

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001  
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyiyong@gjzq.com.cn

## 多产品共振盈利表现优异, 新材料延伸发展

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	23,161	25,092	26,903
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	76.60%	8.34%	7.22%
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	7,529	7,880	8,588
归母净利润增长率	-18.76%	-26.69%	318.67%	4.66%	8.99%
摊薄每股收益(元)	1.508	1.106	4.629	4.844	5.280
每股经营性现金流净额	2.30	1.83	5.59	5.85	6.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.24%	11.63%	33.49%	26.45%	22.71%
P/E	13.18	33.74	7.98	7.62	6.99
P/B	2.27	3.92	2.67	2.02	1.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩

- 8月31日, 公司发布半年报, 上半年实现营业收入 116.13 亿元, 同比增长 93.76%, 归母净利润 38.01 亿元, 同比增长 320.43%, 二季度公司实现营收 66.09 亿元, 同比增长 117.82%, 归母净利润 22.25 亿元, 同比增长 368.97%。

### 分析

- **受益于产品价格提升及己二酸产能释放, 二季度公司盈利良好:** 二季度公司整体的业绩表现良好, 一方面受益于公司前期的己二酸项目逐步释放产能, 产量、销量环比提升 56%、78%带来己二酸及中间品的营收大幅增长; 另一方面, 受益公司多个产品的价格提升, 公司整体的营收及盈利环比进一步增长, 其中作为公司的主要利基产品化肥、有机胺和醋酸类业务销售均价环比提升约 12%、14%、40%, 在覆盖了原材料价格提升基础上, 进一步提升了公司的整体盈利水平, 二季度公司的毛利率在一季度高位的基础上进一步提升 2 个百分点至 42.26%, 净利率达到 33.67%。
- **多项目多领域布局, 新材料领域持续延伸发展。** 公司作为煤化工领域的标杆企业, 在原有的煤气化装置的基础上, 不断优化自身的生产工艺, 实现了极强的低成本竞争优势; 而进入新的发展阶段, 公司一方面在第二基地布局延伸公司传统的利基产品, 另一方面积极向新材料领域延伸发展, 今年下半年 DMC 项目将逐步投产, 同时公司计划建设尼龙 66 高端新材料项目和 12 万吨/年 PBAT 可降解塑料项目, 借助现有产业链的氨醇以合成气作为原料, 结合己二酸产品, 进行下游高端新材料领域的布局和发展, 逐步在现有产业链基础上, 扩展更多高附加值, 具有成长动能的业务。围绕公司在前段的优势领域, 避开传统煤化工新建项目审批难等问题, 实现了传统业务向高端材料领域的转型升级, 预期凭借公司现有的产业链基础和自身持续优化的技术能力和管理优势, 有望在新材料领域持续保持竞争优势。

### 投资建议

- 上半年公司主要业务多产品共振, 价格快速增长提升了公司盈利水平, 而进入 8 月份, 公司的部分价格略有调整, 调整公司 2021-2023 年盈利预测 7%、17%、20%, 预测 2021~2023 年归母净利润分别为 75.29、78.80、85.88 亿元, 对应 PE 为 7.98、7.62、6.99 倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 第二基地建设进度不达预期; 政策变动影响; 原材料及产品大幅波动风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,357	14,190	13,115	23,161	25,092	26,903
增长率		-1.2%	-7.6%	76.6%	8.3%	7.2%
主营业务成本	-9,980	-10,239	-10,312	-13,348	-14,880	-15,911
%销售收入	69.5%	72.2%	78.6%	57.6%	59.3%	59.1%
毛利	4,376	3,951	2,803	9,813	10,212	10,992
%销售收入	30.5%	27.8%	21.4%	42.4%	40.7%	40.9%
营业税金及附加	-98	-93	-99	-151	-176	-188
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-261	-372	-43	-69	-75	-81
%销售收入	1.8%	2.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-141	-156	-177	-255	-276	-296
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-68	-332	-284	-486	-552	-592
%销售收入	0.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	3,808	2,998	2,200	8,852	9,133	9,835
%销售收入	26.5%	21.1%	16.8%	38.2%	36.4%	36.6%
财务费用	-177	-154	-106	-25	102	233
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	0.1%	-0.4%	-0.9%
资产减值损失	-76	-5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	-9	0	0	0
投资收益	12	42	47	51	53	59
%税前利润	0.3%	1.4%	2.2%	0.6%	0.6%	0.6%
营业利润	3,569	2,899	2,127	8,884	9,295	10,135
营业利润率	24.9%	20.4%	16.2%	38.4%	37.0%	37.7%
营业外收支	-3	-2	-4	5	8	5
税前利润	3,565	2,896	2,123	8,889	9,303	10,140
利润率	24.8%	20.4%	16.2%	38.4%	37.1%	37.7%
所得税	-546	-443	-325	-1,360	-1,423	-1,551
所得税率	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	3,020	2,453	1,798	7,529	7,880	8,588
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,020	2,453	1,798	7,529	7,880	8,588
净利率	21.0%	17.3%	13.7%	32.5%	31.4%	31.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,020	2,453	1,798	7,529	7,880	8,588
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,297	1,302	1,298	1,295	1,470	1,823
非经营收益	180	122	86	50	20	17
营运资金变动	-556	-142	-208	226	151	87
经营活动现金净流	3,941	3,735	2,975	9,100	9,520	10,516
资本开支	-1,287	-1,856	-2,595	-2,240	-3,380	-2,865
投资	-1,080	-200	280	0	0	0
其他	12	42	50	51	53	59
投资活动现金净流	-2,356	-2,014	-2,266	-2,189	-3,327	-2,806
股权募资	55	0	180	55	0	0
债权募资	-632	-1,784	2	-1,259	0	0
其他	-477	-507	-559	-668	-651	-651
筹资活动现金净流	-1,055	-2,291	-377	-1,873	-651	-651
现金净流量	530	-570	332	5,039	5,543	7,059

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,283	715	1,066	6,105	11,648	18,707
应收账款	1,103	968	462	919	995	1,067
存货	557	332	273	402	448	480
其他流动资产	1,373	1,477	1,465	1,328	1,348	1,411
流动资产	4,317	3,491	3,267	8,754	14,439	21,665
%总资产	23.1%	19.2%	15.9%	32.4%	41.8%	50.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13,186	12,467	14,721	16,732	18,461	19,360
%总资产	70.7%	68.5%	71.6%	62.0%	53.4%	45.2%
无形资产	761	1,123	1,282	1,493	1,682	1,830
非流动资产	14,340	14,697	17,282	18,225	20,143	21,190
%总资产	76.9%	80.8%	84.1%	67.6%	58.2%	49.4%
资产总计	18,657	18,187	20,549	26,978	34,582	42,855
短期借款	1,608	914	1,248	0	0	0
应付款项	1,667	896	1,663	1,604	1,789	1,912
其他流动负债	702	624	803	1,536	1,645	1,775
流动负债	3,978	2,434	3,714	3,140	3,434	3,687
长期贷款	2,594	1,504	1,175	1,175	1,175	1,175
其他长期负债	17	18	12	0	0	0
负债	6,589	3,956	4,901	4,315	4,608	4,862
普通股股东权益	12,068	14,231	15,469	22,483	29,794	37,813
其中：股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
未分配利润	7,645	9,773	11,003	17,963	25,274	33,293
少数股东权益	0	0	180	180	180	180
负债股东权益合计	18,657	18,187	20,549	26,978	34,582	42,855

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.864	1.508	1.106	4.629	4.844	5.280
每股净资产	7.448	8.749	9.509	13.822	18.316	23.246
每股经营现金净流	2.432	2.296	1.829	5.594	5.853	6.465
每股股利	0.150	0.200	0.200	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	25.02%	17.24%	11.63%	33.49%	26.45%	22.71%
总资产收益率	16.19%	13.49%	8.75%	27.91%	22.79%	20.04%
投入资本收益率	19.82%	15.25%	10.31%	31.45%	24.83%	21.27%
增长率						
主营业务收入增长率	37.94%	-1.16%	-7.58%	76.60%	8.34%	7.22%
EBIT增长率	137.11%	-21.27%	-26.63%	302.44%	3.17%	7.69%
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-26.69%	318.67%	4.66%	8.99%
总资产增长率	16.45%	-2.52%	12.99%	31.29%	28.18%	23.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	17.5	15.8	10.7	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	53.0	42.6	40.4	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	330.1	306.9	313.1	185.5	172.0	206.6
偿债能力						
净负债/股东权益	24.19%	2.88%	2.25%	-26.19%	-38.29%	-48.79%
EBIT利息保障倍数	21.6	19.4	20.7	359.7	-89.2	-42.3
资产负债率	35.32%	21.75%	23.85%	15.99%	13.33%	11.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	46	60	152
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.02	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-29	买入	15.43	18.34 ~ 18.34
2	2020-04-29	买入	16.15	N/A
3	2020-08-12	买入	25.57	N/A
4	2020-10-28	买入	26.00	N/A
5	2020-11-03	买入	29.13	N/A
6	2021-03-29	买入	35.00	N/A
7	2021-04-18	买入	36.00	N/A
8	2021-07-06	买入	31.45	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402