

## 基础化工

## 华鲁恒升(600426.SH)

## 维持评级

报告原因：业绩公告

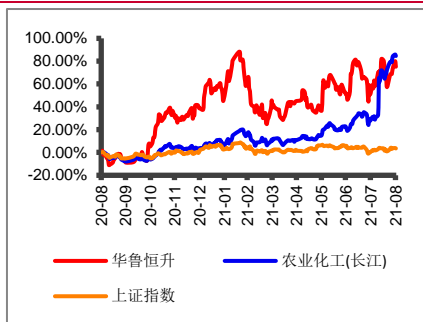
行业景气度攀升，产品竞争优势明显

增持

2021年8月31日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月30日

收盘价(元):	36.92
年内最高/最低(元):	52.58/23.28
流通A股/总股本(亿):	21.09/21.15
流通A股市值(亿):	759
总市值(亿):	761

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	1.80
摊薄每股收益:	1.80
每股净资产(元):	8.88
净资产收益率:	21.88%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail: chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件描述

公司发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入116.12亿元，同比增长93.76%，实现归属母公司净利润38.01亿元，同比增长320.46%；扣非后归属母公司股东的净利润37.91亿元，同比增长331.97%。其中Q2单季度实现营业收入66.09亿元，同比增长117.82%，环比增长32.1%；实现归母净利润22.25亿元，同比增长368.97%，环比增长41.18%。

### 事件点评

产品价格屡创新高，行业景气度攀升。1)上半年受国内外需求恢复和下游补库行情带动，主要化工产品延续了去年四季度以来的复苏趋势，大宗化工原料和下游细分产品价格波段上扬，部分产品价格屡创新高，行业景气度攀升。上半年公司肥料、多元醇、有机胺销量分别为124.25、34.09、29.56万吨（同比-6.43%、+7.03%、+63.86%）；产销率分别为111.98%、98.53%、99.36%。主要产品尿素、DMF、己二酸、醋酸、乙二醇上半年售价均价分别为2105、8030、8300、5110、4470元/吨，同比+30.75%、+98.27%、+37.19%、+153.60%、+32.44%。Q2肥料、多元醇、有机胺销量分别为62.39、17.23、15.26万吨（环比+0.86%、+2.19%、+6.71%，同比-1.22%、+0.06%、+48.59%）。2)上半年公司毛利率为41.4%，较去年同期增加18.81pct；净资产收益率为21.88%，较去年同期增加15.72pct；期间费用率为2.51%，较去年同期减少1.99pct；经营活动产生的现金流量净额22.39亿元，同比增长49.25%，主要系产品价格上涨导致销售产品收到的现金流入增加所致。

新建项目如期推动，为公司进一步发展拓展空间。上半年公司统筹协调各方力量，全力推动项目建设，2月份精己二酸品质提升项目一次性开车成功并达标达产；酰胺及尼龙新材料项目（30万吨年）按建设计划如期推进；第二基地项目各项要素条件相继落实，项目建设逐步启动。第二基地落地布局，为公司进一步发展拓展空间。

“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，主要产品竞争优势明显。公司目前拥有155万吨尿素产能，30万吨有机胺产能，60万吨醋酸产能，33万吨己二酸产能和75万吨多元醇产能。公司持续提高资源综合利用能力，充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，构建高效灵活的煤气化三大平台调控中枢和多产品协同发展平台，根据各产品市场情况，及时切换生产运行模式，实现系统长周期安全稳定高效运行，装置产能有效释放。化肥方面，2020年公司化肥产量居山东省同行业第一位，尿素产



品在当地、周边省市、东北及南方部分地区均具有较高的知名度，在市场竞争中具有较强的成本和品牌优势。有机胺方面，2020 年公司 DMF 产品国内市场占有率达到 33%以上，具有较强的竞争力，继续保持了行业的引领地位。

#### 投资建议

➤ 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 55.99 亿、69.47 亿、81.29 亿，EPS 分别为 3.44 元、4.27 元、5.00 元，对应公司 8 月 30 日收盘价 36.92 元，PE 分别为 10.73 倍、8.64 倍、7.39 倍。维持“增持”评级。

#### 风险提示

➤ 主要产品价格大幅下跌风险、安全和环保风险、原材料价格波动风险、项目投产不及预期的风险。

#### 主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13115	22676	27913	32827
收入同比(%)	-8%	73%	23%	18%
归属母公司净利润	1798	5599	6947	8129
净利润同比(%)	-27%	211%	24%	17%
毛利率(%)	21.4%	31.4%	31.7%	31.6%
ROE(%)	11.5%	27.0%	25.8%	24.2%
每股收益(元)	0.85	3.44	4.27	5.00
P/E	43.41	10.73	8.64	7.39
P/B	5.05	3.80	2.92	2.33
EV/EBITDA	16	8	6	6

资料来源：wind、山西证券研究所

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,267	8,233	10,772	11,355
现金	1,066	3,229	4,211	3,305
应收账款	23	44	57	63
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	202	239	273	357
存货	284	468	574	656
其他流动资产	1,691	4,253	5,657	6,974
<b>非流动资产</b>	17,282	19,021	23,711	30,616
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11,250	17,108	22,080	29,276
无形资产	1,238	1,156	1,079	1,007
其他非流动资产	4,794	757	552	333
<b>资产总计</b>	20,549	27,255	34,483	41,971
<b>流动负债</b>	3,714	4,808	5,294	5,556
短期借款	530	512	487	469
应付账款	1,458	2,199	2,697	3,174
其他流动负债	1,725	2,097	2,110	1,913
<b>非流动负债</b>	1,186	1,733	2,257	2,781
长期借款	1,175	1,675	2,175	2,675
其他非流动负债	12	58	83	106
<b>负债合计</b>	4,901	6,540	7,552	8,336
少数股东权益	180	180	180	180
股本	1,627	1,627	1,627	1,627
资本公积	2,080	2,080	2,080	2,080
留存收益	11,817	16,827	23,045	29,748
归属母公司股东权益	15,469	20,534	26,751	33,455
<b>负债和股东权益</b>	20,549	27,255	34,483	41,971

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2,995	6,247	6,275	8,102
净利润	1,798	5,599	6,947	8,129
折旧摊销	1,309	654	834	1,095
财务费用	116	79	85	113
投资损失	(47)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	395	(46)	(1,548)	(1,190)
其他经营现金流	(576)	7	4	3
<b>投资活动现金流</b>	(2,266)	(3,953)	(4,953)	(7,953)
资本支出	2,595	4,000	5,000	8,000
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(4,861)	(7,953)	(9,953)	(15,953)
<b>筹资活动现金流</b>	(371)	(186)	(339)	(1,056)
短期借款	530	(19)	(24)	(18)
长期借款	(329)	500	500	500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	(579)	(667)	(814)	(1,538)
<b>现金净增加额</b>	358	2,108	983	(907)

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13,115	22,676	27,913	32,827
营业成本	10,312	15,553	19,072	22,442
营业税金及附加	99	158	196	236
销售费用	43	74	92	108
管理费用	177	260	335	404
财务费用	106	79	85	113
资产减值损失	(10)	7	4	3
公允价值变动收益	(9)	0	0	0
投资净收益	47	47	47	47
<b>营业利润</b>	2,127	6,591	8,177	9,567
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	2,123	6,587	8,173	9,563
所得税	325	988	1,226	1,434
<b>净利润</b>	1,798	5,599	6,947	8,129
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1,798	5,599	6,947	8,129
EBITDA	3,830	7,324	9,096	10,775
EPS (元)	0.85	3.44	4.27	5.00

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-7.58%	72.90%	23.10%	17.60%
营业利润	-26.63%	209.87%	24.06%	17.00%
归属于母公司净利润	-26.69%	211.33%	24.08%	17.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	21.37%	31.41%	31.67%	31.63%
净利率(%)	4.49%	13.71%	24.69%	24.89%
ROE(%)	11.49%	27.03%	25.80%	24.17%
ROIC(%)	14.11%	38.58%	35.67%	33.08%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	23.85%	24.00%	21.90%	19.86%
净负债比率(%)	3.01%	-3.63%	-2.14%	2.58%
流动比率	0.88	1.71	2.03	2.04
速动比率	0.80	1.62	1.93	1.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.95	0.90	0.86
应收账款周转率	456.61	677.67	553.65	548.84
应付账款周转率	11.49	12.40	11.40	11.18
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.85	3.44	4.27	5.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	2.95	2.97	3.83
每股净资产(最新摊薄)	7.31	9.71	12.65	15.82
<b>估值比率</b>				
P/E	43.4	10.7	8.6	7.4
P/B	5.0	3.8	2.9	2.3
EV/EBITDA	15.64	8.08	6.40	5.53

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

