

600426.SH
买入

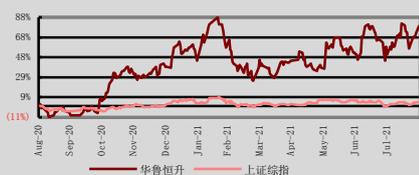
原评级: 买入

市场价格: 人民币 36.92

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 华鲁恒升半年报点评及业绩预测

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30.8	19.4	30.2	74.1
相对上证指数	30.0	15.6	32.2	70.4

发行股数(百万)	2,115
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	78,073
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,352
净负债比率(%) (2021E)	5
主要股东(%)	
山东华鲁恒升集团有限公司	32

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 8 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

- 《华鲁恒升: 化肥化工量价齐升, 新基地保障成长》
20210419
- 《华鲁恒升: 三季度产品价格大多环比上涨》
20201029

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

证券分析师: 余嫻嫻

 (8621)20328550
yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

 (8610)66229353
haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

联系人: 曹擎

 (8621)20328621
qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S130012012004

华鲁恒升

化工化肥量价齐升, 新材料布局蓄势待发

2021年上半年公司主营化工及化肥行业均出现显著回暖, 价格大幅上涨, 配合公司新产能释放, 量价齐升。新项目陆续投产及规划保障中长期成长性。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2021年上半年业绩大涨。**公司发布公告, 2021年上半年实现营业收入116.12亿元, 同比增长93.76%; 实现归属上市公司股东净利润38.01亿元, 同比增长320.46%; 扣非后归母净利润37.91亿元, 同比增长331.97%。其中, 二季度营收及归母净利润分别是66.09亿元(YOY117.82%)及22.25亿元(YOY68.97%)。综合销售毛利率2021年上半年达到41.40%, 同比增长83.27%。
- **上半年受益于化工品景气周期, 公司产品量价齐升。**分业务来看, 公司2021年上半年肥料收入20.55亿元, 同比增长16%, 主要受益于尿素价格上涨。有机胺收入同比大幅增长172%至23.93亿元, 报告期内公司年产10万吨DMF项目验收, 销量增长至29.56万吨。根据百川盈孚数据, DMF2021年上半年市场均价同比增长达111%。己二酸及中间品收入15.45亿元, 同比增长也达到169%, 主要是因为2021年2月19日公司精己二酸项目投产, 己二酸产能翻倍。醋酸及衍生品收入由2020年上半年6.82亿元增长至2021年上半年16.6亿元, 主要是因为价格涨幅显著。根据百川盈孚数据, 醋酸市场2021年上半年均价(含税)6357元/吨, 同比增长达171%。公司多元醇21年上半年收入22.31亿元, 同比增长89%。
- **未来新项目保障公司成长。**公司新增30万吨/年酰胺及尼龙新材料项目预计将在2021年12月投产, 将与公司原有己二酸板块配合形成尼龙66及尼龙6两条互补且完整的产业链。根据山东省发改委项目公示, 公司新增项目还包括依托甲醇的成本优势设计12万吨/年PBAT可降解塑料及5万吨NMP。公司荆州新基地一期项目总投资不少于人民币100亿元。环评报告显示其合成气综合利用项目为C1产业链, 包括合成氨、尿素、醋酸、DMF等产品。荆州煤化工基地位于华中地区, 交通运输便捷, 肥料市场需求较大, 项目综合优势比较明显。目前该项目各项要素条件相继落实, 项目建设逐步启动。荆州新基地建成有望大幅提升公司盈利, 保障公司长期成长空间。

估值

- 产品价格上涨以及新项目顺利投产, 上调公司盈利预测。预计2021-2023年公司EPS分别为3.33元(原1.991元)、3.63元(原2.178元)、3.82元(原2.930元), 当前股价对应的PE为11.1倍、10.2倍、9.7倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济形势变化; 公司新项目投产不及预期; 化工化肥产品价格大幅下跌。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	14,190	13,115	23,123	23,542	24,840
变动(%)	(1)	(8)	76	2	6
净利润(人民币 百万)	2,453	1,798	7,046	7,682	8,079
全面摊薄每股收益(人民币)	1.072	0.786	3.332	3.633	3.820
变动(%)	(24.9)	(26.7)	323.8	9.0	5.2
原先全面摊薄每股收益(人民币)			1.991	2.178	2.930
调整幅度(%)			67	67	30
全面摊薄市盈率(倍)	34.4	47.0	11.1	10.2	9.7
价格/每股现金流量(倍)	22.6	28.2	10.4	7.9	7.1
每股现金流量(人民币)	1.63	1.31	3.55	4.65	5.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.9	24.3	8.0	7.0	6.3
每股股息(人民币)	0.249	0.213	0.833	0.908	0.955
股息率(%)	0.7	0.6	2.3	2.5	2.6

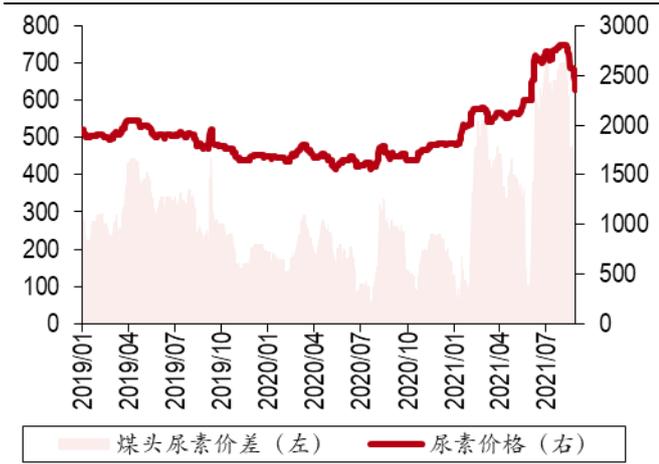
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

2021 年化工化肥行业景气向上

根据百川盈孚数据，公司主要产品中，2021 年上半年尿素价格较同比增长 28%，己二酸价格同比涨幅 40%，DMF 价格同比涨幅 111%，醋酸价格同比涨幅 171%，丁辛醇同比涨幅均超过 100%。

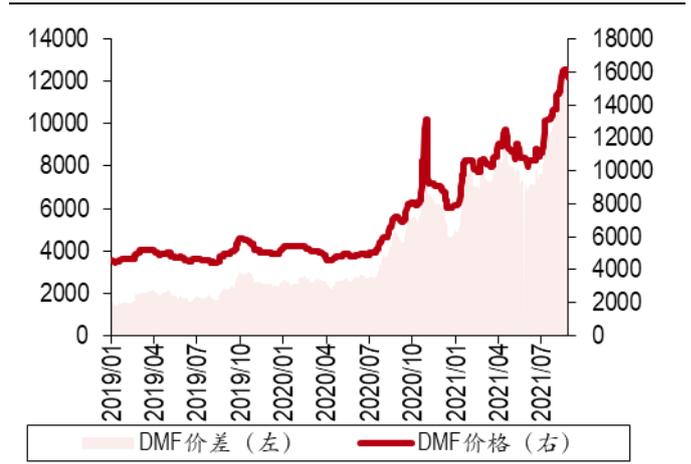
而 2021 年 7-8 月大部分产品价格依然表现坚挺。尿素价格较上半年均价仍有 24% 涨幅，DMF 进入 3 季度以来均价达到 13935 元/吨，较 2021 年上半年均价 10679 元/吨上涨 30%。另外，己二酸及丁辛醇价格同样有 10-30% 不等涨幅。

图表 1. 尿素价格及价差变化 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 2. DMF 价格及价差变化 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 3. 公司财务报告摘要

(百万元)	1H2021	1H2020	同比增长(%)
一、营业总收入	116.12	59.93	93.76
二、营业总成本	71.45	49.59	44.08
其中：营业成本	68.04	46.39	46.67
营业税金及附加	0.50	0.50	0.00
销售费用	0.23	0.21	9.52
管理费用	0.87	0.63	38.10
研发费用	1.34	1.35	(0.74)
财务费用	0.48	0.52	(7.69)
资产减值损失	(0.02)	(0.03)	(33.33)
三、其他经营收益	0.01	0.04	(75.00)
公允价值变动收益	0.01	(0.07)	(114.29)
投资收益	0.08	0.27	(70.37)
四、营业利润	44.73	10.56	323.58
加：营业外收入	0.01	0.10	(90.00)
减：营业外支出	0.00	0.03	(100.00)
五、利润总额	44.74	10.63	320.88
减：所得税	6.73	1.59	323.27
六、净利润	38.01	9.04	320.46
减：少数股东损益	0.00	0.00	--
七、归属母公司净利润	38.01	9.04	320.46
EPS(元)	1.80	0.56	223.38

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	14,190	13,115	23,123	23,542	24,840
销售成本	(10,333)	(10,411)	(13,494)	(13,143)	(13,947)
经营费用	306	530	271	614	953
息税折旧前利润	4,163	3,234	9,900	11,013	11,846
折旧及摊销	(1,298)	(1,309)	(1,543)	(1,893)	(2,285)
经营利润(息税前利润)	2,865	1,925	8,357	9,121	9,562
净利息收入/(费用)	(154)	(106)	(113)	(129)	(103)
其他收益/(损失)	58	40	50	50	50
税前利润	2,896	2,123	8,294	9,042	9,509
所得税	(443)	(325)	(1,247)	(1,360)	(1,430)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,453	1,798	7,046	7,682	8,079
核心净利润	2,453	1,798	7,046	7,682	8,079
每股收益(人民币)	1.072	0.786	3.332	3.633	3.820
核心每股收益(人民币)	1.072	0.786	3.332	3.633	3.820
每股股息(人民币)	0.249	0.213	0.833	0.908	0.955
收入增长(%)	(1)	(8)	76	2	6
息税前利润增长(%)	(14)	(33)	334	9	5
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(22)	206	11	8
每股收益增长(%)	(25)	(27)	324	9	5
核心每股收益增长(%)	(25)	(27)	324	9	5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	715	1,066	1,850	3,479	5,737
应收帐款	34	23	1,651	679	567
库存	332	273	467	434	637
其他流动资产	130	202	227	191	253
流动资产总计	3,491	3,267	6,074	6,688	9,178
固定资产	12,467	14,721	19,719	24,169	28,429
无形资产	1,070	1,238	1,307	1,373	1,437
其他长期资产	1,106	1,279	620	701	820
长期资产总计	14,643	17,239	21,646	26,243	30,686
总资产	18,187	20,549	27,754	32,956	39,881
应付帐款	824	1,458	1,503	1,381	1,680
短期债务	0	530	877	800	800
其他流动负债	1,610	1,725	1,881	1,522	2,088
流动负债总计	2,434	3,714	4,262	3,703	4,568
长期借款	1,504	1,175	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	18	12	16	16	16
股本	2,115	2,115	2,115	2,115	2,115
储备	12,659	13,897	19,181	24,943	31,002
股东权益	14,774	16,011	21,296	27,057	33,117
少数股东权益	0	180	180	180	180
总负债及权益	18,187	20,549	27,754	32,956	39,881
每股帐面价值(人民币)	6.46	7.00	10.07	12.79	15.66
每股有形资产(人民币)	5.99	6.46	9.45	12.15	14.98
每股净负债/(现金)(人民币)	0.35	0.28	0.49	(0.32)	(1.39)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,896	2,123	8,294	9,042	9,509
折旧与摊销	1,298	1,309	1,543	1,893	2,285
净利息费用	154	106	113	129	103
运营资本变动	(377)	(257)	(1,021)	301	992
税金	(443)	(324)	(1,247)	(1,360)	(1,430)
其他经营现金流	207	38	(176)	(168)	(457)
经营活动产生的现金流	3,736	2,995	7,506	9,836	11,001
购买固定资产净值	375	168	6,600	6,400	6,600
投资减少/增加	42	47	45	45	45
其他投资现金流	(2,430)	(2,481)	(13,200)	(12,800)	(13,200)
投资活动产生的现金流	(2,014)	(2,266)	(6,555)	(6,355)	(6,555)
净增权益	(569)	(488)	(1,762)	(1,920)	(2,020)
净增债务	(1,784)	5	1,164	198	(65)
支付股息	569	488	1,762	1,920	2,020
其他融资现金流	(506)	(376)	(1,332)	(2,050)	(2,122)
融资活动产生的现金流	(2,291)	(371)	(168)	(1,852)	(2,187)
现金变动	(568)	358	784	1,629	2,259
期初现金	1,283	715	1,066	1,850	3,479
公司自由现金流	1,722	729	951	3,481	4,446
权益自由现金流	92	840	2,229	3,808	4,484

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.3	24.7	42.8	46.8	47.7
息税前利润率(%)	20.2	14.7	36.1	38.7	38.5
税前利润率(%)	20.4	16.2	35.9	38.4	38.3
净利率(%)	17.3	13.7	30.5	32.6	32.5
流动性					
流动比率(倍)	1.4	0.9	1.4	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	18.5	18.1	73.7	70.6	93.1
净权益负债率(%)	5.3	3.9	4.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	0.8	1.3	1.7	1.9
估值					
市盈率(倍)	34.4	47.0	11.1	10.2	9.7
核心业务市盈率(倍)	34.4	47.0	11.1	10.2	9.7
市净率(倍)	5.7	5.3	3.7	2.9	2.4
价格/现金流(倍)	22.6	28.2	10.4	7.9	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.9	24.3	8.0	7.0	6.3
周转率					
存货周转天数	15.7	10.6	10.0	12.5	14.0
应收帐款周转天数	14.6	0.8	13.2	18.1	9.2
应付帐款周转天数	30.8	31.8	23.4	22.4	22.5
回报率					
股息支付率(%)	23.2	27.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	17.9	11.7	37.8	31.8	26.9
资产收益率(%)	13.2	8.4	29.4	25.5	22.3
已运用资本收益率(%)	3.9	2.6	8.3	7.1	6.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371