

华鲁恒升 (600426)

证券研究报告

2021年09月02日

二季度再创佳绩，成长属性仍被低估

事件：华鲁恒升发布 2021 年中报，上半年实现营业收入 116.12 亿元，同比增长 93.76%；实现归母净利润 38.01 亿元，同比增长 320.46%；其中二季度实现收入 66.09 亿元，同比增长 117.82%，环比增长 32.09%，实现归母净利润 22.25 亿元，同比增长 368.97%，环比增长 41.19%，单季度收入、利润体量继续创历史新高。

收入、利润体量同比、环比继续大幅增长，持续创新高。华鲁恒升二季度收入、利润实现较大幅度增长，二季度毛利率达到 42.26%，较一季度提升 2.00PCT，净利润率达到了 33.67%，较一季度继续提升 2.17PCT，均创历史新高。盈利上行主要得益于收入体量的快速增长，成本上行并未影响毛利的持续扩大。

华鲁恒升收入上行主要得益于各个板块产品价格上行和销量的增长。据我们测算，产品价格上涨贡献近 57% 的收入上涨，而量增贡献剩余 43%。其中肥料、有机胺、己二酸、醋酸、多元醇五个板块量价齐升，己二酸及中间品领域增量明显，精己二酸项目一季度投产后爬坡放量；产品价格方面，二季度主要产品均价快速上行，五个板块均价上涨均超过 10%。

二季度价格水平高位稳中继续上行，未来盈利预期良好。根据我们跟踪的华鲁恒升主要产品价格走势，二季度产品均价仍维持较高水平，除乙二醇价格小幅下滑外，其余主要产品价格均出现不同程度的上涨，其中尿素、DMF、己二酸、醋酸和乙二醇二季度均价较一季度环比上涨 12.3%、9.40%、11.20%、43.40%和-1.8%，醋酸价格二季度创历史较高水平，较一季度涨幅明显。主要原材料烟煤价格二季度较一季度出现明显上行，上涨 15.0%，动力煤价格上涨 17.0%，纯苯、丙烯价格持续上行，分别上涨 36.3%和 5.5%，虽整体原材料价格上行明显，但产品价格上行更加显著。三季度除醋酸价格明显回调外，产品价格持续上行，部分产品已创新高，虽原材料价格上行明显，但整体盈利水平仍然保持高位，盈利预期良好。

优秀的经营状况，高强度资本开支，未来精细化产品规划，未来成长高度可期。公司二季度实现经营活动现金流净额 11.72 亿元，持续稳定的经营活动现金流也为资本开支打下了基础。资本开支方面，上半年 DMF 和精己二酸项目投产，尼龙项目接近尾声，德州基地尼龙 66 和可降解塑料已进入规划，荆州基地未来成长可期，公司精细化化工方向发展为提升投资回报创造良好基础，成长性被严重低估。

盈利预测及投资建议：因产品价格持续上行，我们上调公司盈利预期，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 62.90、68.49 和 71.15 亿元（前值 45.36、51.02 和 54.14 亿元），对应 2021-2023 年 EPS 分别为 2.97、3.24、3.36 元/股，继续给予 2021 年 18 倍估值，上调目标价至 53.51 元，（前值 50.18 元，转增股本前目标价），维持“买入”评级。

风险提示：项目建设不及预期，产品价格大幅下行，安全生产问题

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190.48	13,114.96	23,151.24	25,106.83	27,199.33
增长率(%)	(1.16)	(7.58)	76.53	8.45	8.33
EBITDA(百万元)	4,674.51	3,829.92	8,450.67	9,067.44	9,417.08
净利润(百万元)	2,453.03	1,798.38	6,289.80	6,848.55	7,115.23
增长率(%)	(18.76)	(26.69)	249.75	8.88	3.89
EPS(元/股)	1.16	0.85	2.97	3.24	3.36
市盈率(P/E)	31.40	42.83	12.24	11.25	10.82
市净率(P/B)	5.41	4.98	3.66	2.90	2.39
市销率(P/S)	5.43	5.87	3.33	3.07	2.83
EV/EBITDA	6.75	15.64	8.77	7.85	7.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.65 元
目标价格	53.51 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,114.66
流通 A 股股本(百万股)	2,109.17
A 股总市值(百万元)	79,616.86
流通 A 股市值(百万元)	79,410.31
每股净资产(元)	8.88
资产负债率(%)	23.43
一年内最高/最低(元)	52.58/23.28

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

郭建奇 联系人
guojianqi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华鲁恒升-季报点评:一季度景气兑现,经营良好为长期成长打下坚实基础》2021-04-19
- 《华鲁恒升-年报点评报告:乘风破浪会有时,直挂云帆济沧海》2021-03-29
- 《华鲁恒升-公司深度研究:第二基地打开成长空间,后浪更比前浪高》2020-12-09

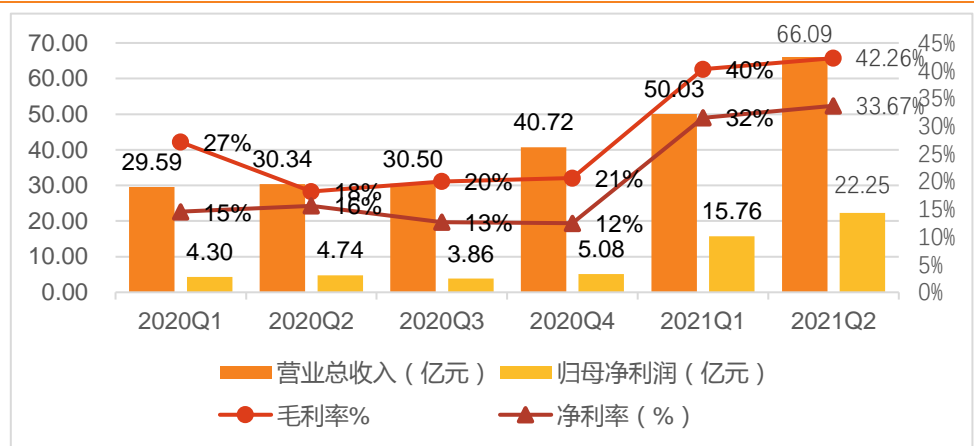
1. 产品价格高景气，盈利创历史新高

收入、利润体量大幅增长主要得益于疫情后大宗商品景气周期上行，带动产品价格二季度持续上行，并在高位稳定，成本端虽受原材料价格上行影响，但收入上涨幅度大于成，毛利环比继续扩大。

1.1. 收入环比持续上行，成本抬升不影响毛利快速上行

华鲁恒升 2021 年二季度实现营业收入 66.09 亿元，同比增长 117.82%，环比增长 32.09%，实现归母净利润 22.25 亿元，同比增长 368.97%，环比增长 41.19%，毛利率达到 42.26%，较一季度提升 2.00PCT，净利润率达到了 33.67%，较一季度继续提升 2.17PCT，均创历史新高。

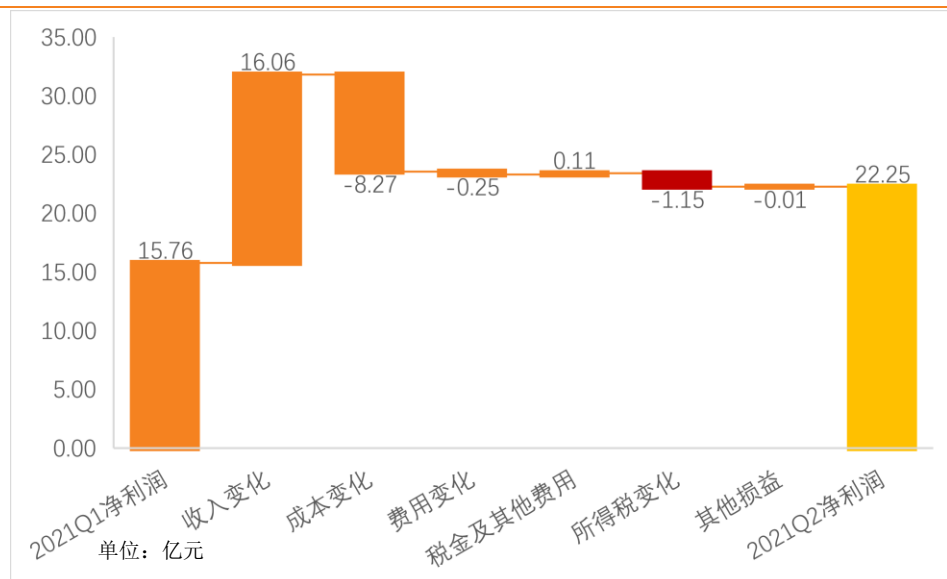
图 1：收入、利润、毛利率继续创新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

利润的提升主要得益于收入体量的快速增长。拆分来看，较一季度收入端贡献增量 16.06 亿元，成本端受原材料价格上行影响，环比增加 8.27 亿元，费用环比增加 0.25 亿元。收入快速增长大于成本负面影响，费用基本持平。

图 2：利润增长受到收入、成本和费用三重影响



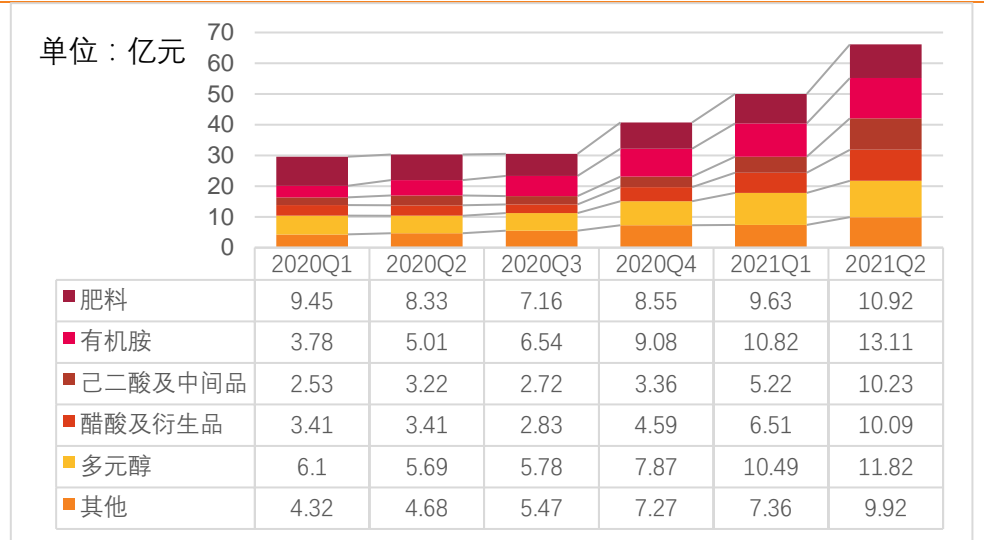
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 产品价格和销量增长均有突出贡献

华鲁恒升收入上行主要得益于各个板块产品价格上行和销量的增长。根据我们测算，产品价格上涨贡献了接近 57% 的收入上涨，而量增贡献了接近 43% 的增长。其中肥料、有

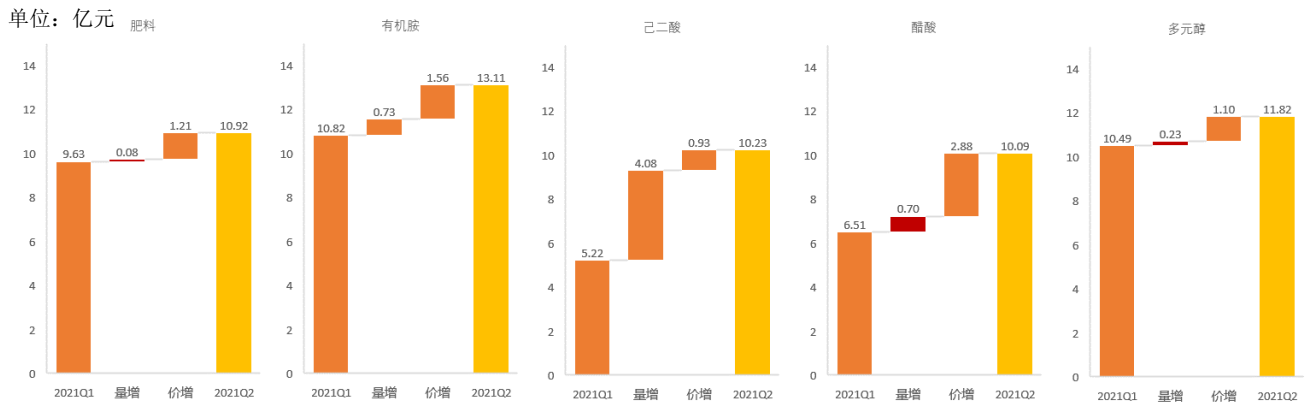
机胺、己二酸、醋酸、多元醇板块收入分别环比增长 13.40%、21.16%、95.98%、54.99%和 12.68%，涨价贡献收入增长分别为 1.21、1.56、0.93、2.88 和 1.10 亿元，量增贡献收入增长分别为 0.08、0.73、4.08、0.70 和 0.23 亿元，己二酸及中间品领域增量明显。另外公司其他主营业务及其他板块实现收入 9.92 亿元，较一季度 7.36 亿元增长 34.78%，维持较高收入体量水平的基础上环比快速增长。

图 3：各板块收入均出现明显增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

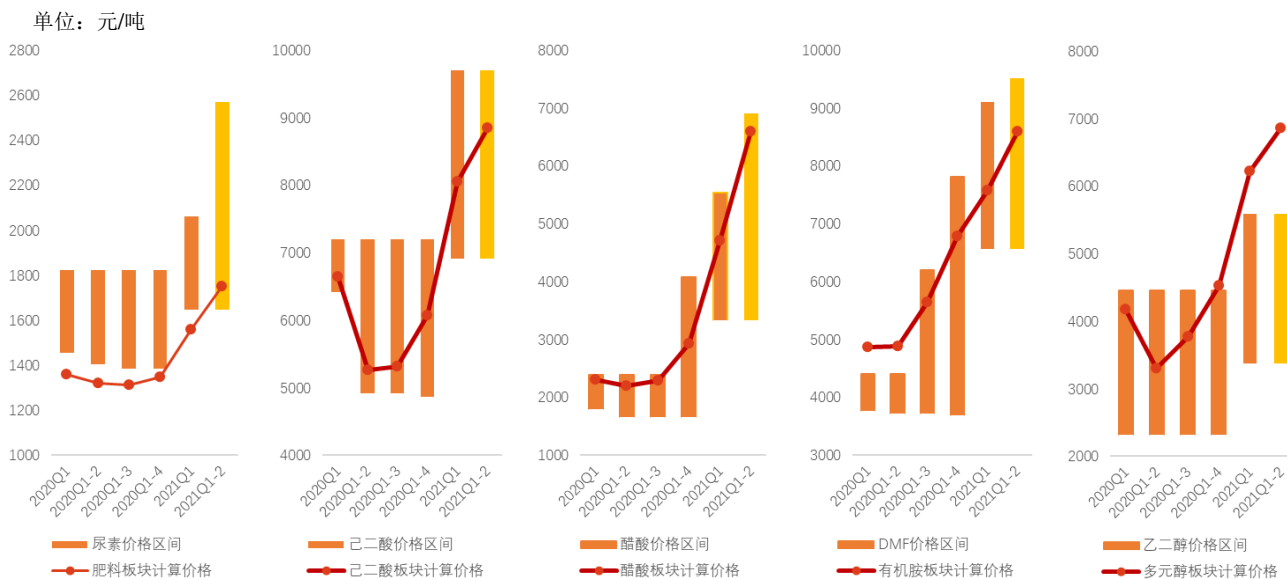
图 4：华鲁各板块产品价格上行和销量增加分别贡献增量



资料来源：Wind，天风证券研究所

二季度产品价格高位持续上行，肥料、有机胺、己二酸及中间体、醋酸及衍生品和多元醇五个板块实现平均销售价格分别环比上涨 12.43%、13.54%、10.03%、39.92%和 10.26%，而季度主要产品价格销售区间也实现明显上移，各板块产品价格高位持续上行为收入增长贡献明显。

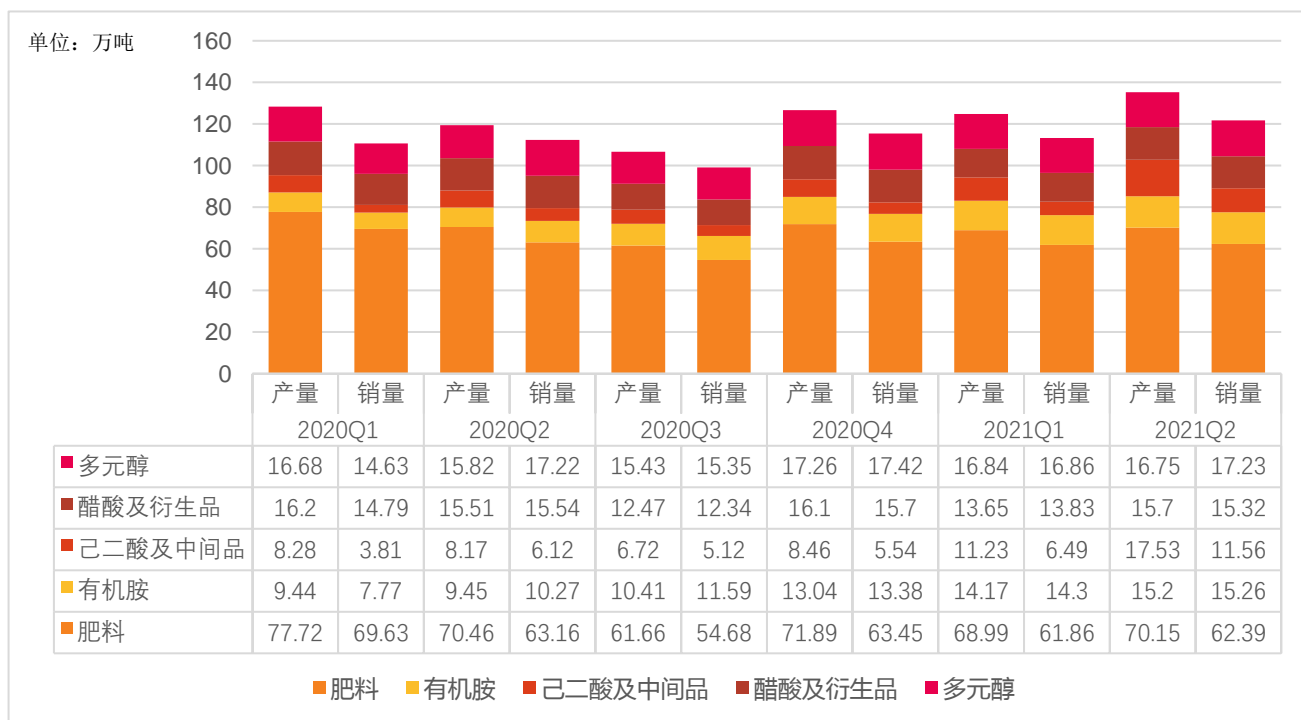
图 5：板块均价及产品价格区间一季度明显上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

二季度产品产销环比上行，精己二酸投产后持续爬坡带动己二酸及中间体板块销量明显增长。根据华鲁公告内容，肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品和多元醇板块实现产量/销量分别为 70.15/62.39、15.20/15.26、17.53/11.56、15.70/15.32 和 16.75/17.23 万吨，多元醇产量小幅下滑，己二酸及中间品和有机胺板块产销快速增长外，其余板块产销均较二季度小幅上涨，其中 16.66 万吨/年精己二酸项目于 2 月 19 日公告投产，贡献己二酸板块主要增量。

图 6：一季度产销稳定，己二酸产销明显上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

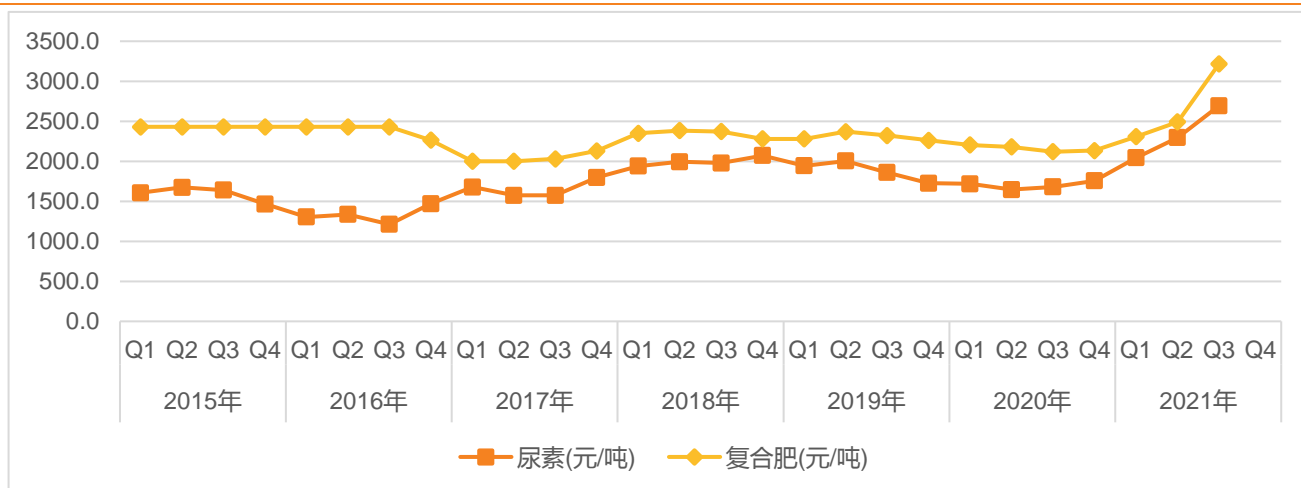
1.3. 二季度产品价格高位稳中持续上行，未来盈利预期稳定

二季度价格水平高位稳中继续上行，未来盈利预期良好。根据我们跟踪的华鲁恒升主要产品价格走势，二季度产品均价仍维持较高水平，除乙二醇价格小幅下滑外，其余主要

产品价格均出现不同幅度的上涨，其中尿素、DMF、己二酸、醋酸和乙二醇二季度均价较一季度环比上涨 12.3%、9.40%、11.20%、43.40%和-1.8%，醋酸价格二季度创历史较高水平，较一季度涨幅明显。主要原材料烟煤价格二季度较一季度出现明显上行，上涨 15.0%，动力煤价格上涨 17.0%，纯苯、丙烯价格持续上行，分别上涨 36.3%和 5.5%，虽整体原材料价格上行明显，但产品价格上行更加显著。

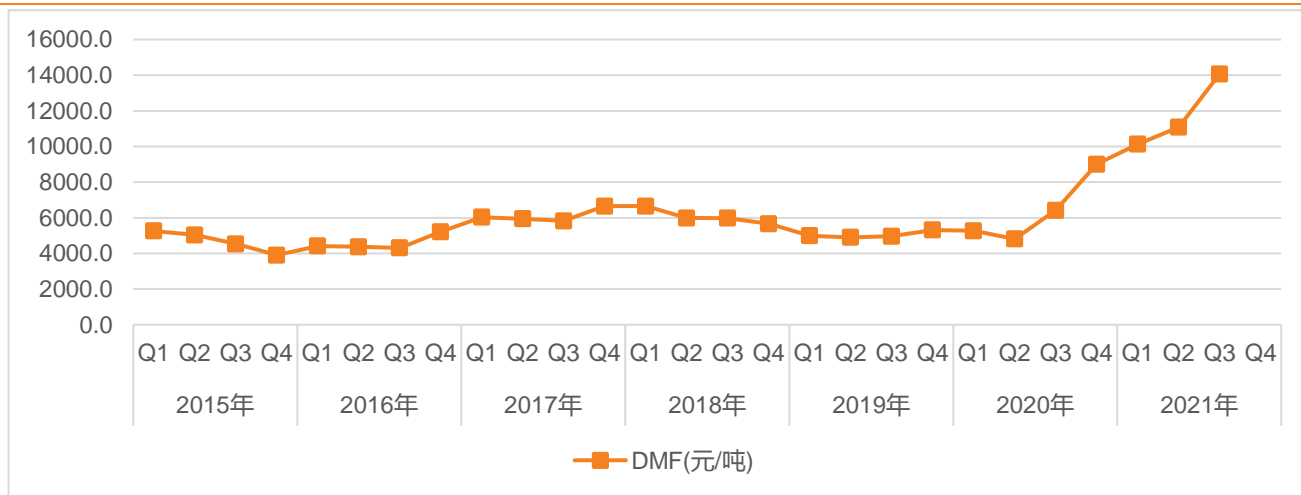
就三季度而言，截止到 8 月 27 日，尿素、DMF 产品价格继续快速上行，醋酸价格出现明显回调，己二酸和乙二醇小幅上涨，尿素、DMF、己二酸、醋酸和乙二醇截止到目前三季度均价较而季度环比增长 17.3%、27.0%、5.9%、-18.6%和 5.3%。原材料方面，三季度截止到目前烟煤、动力煤价格分别环比上涨 13.8%和 20.8%，上行较为明显，纯苯价格上涨 6.3%，而丙烯价格较二季度下行 5.1%。整体而言三季度有望维持较高的盈利能力。

图 7：尿素价格高位上涨



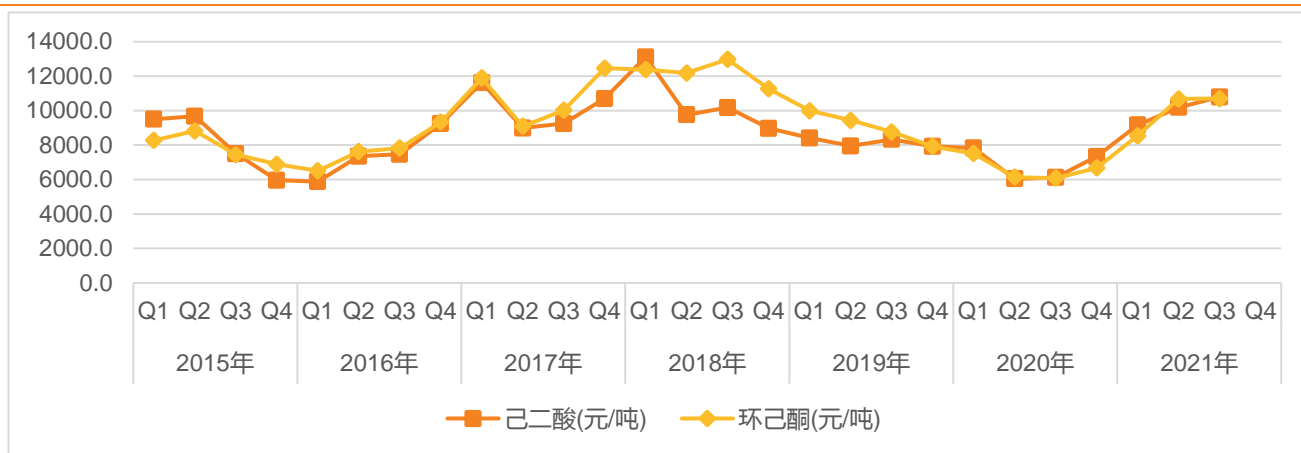
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 8：DMF 价格持续上行



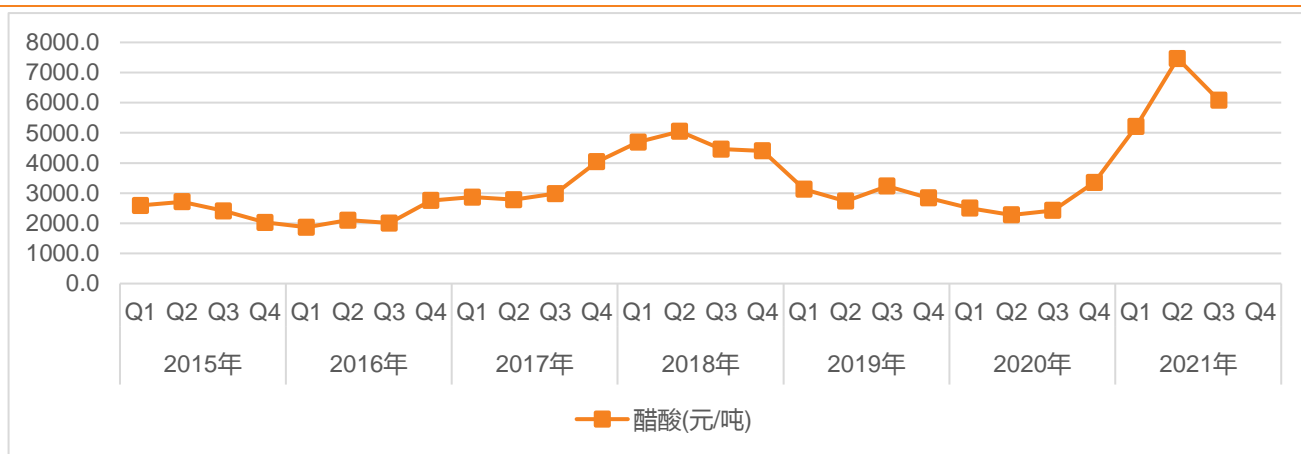
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 9：己二酸价格持续上行



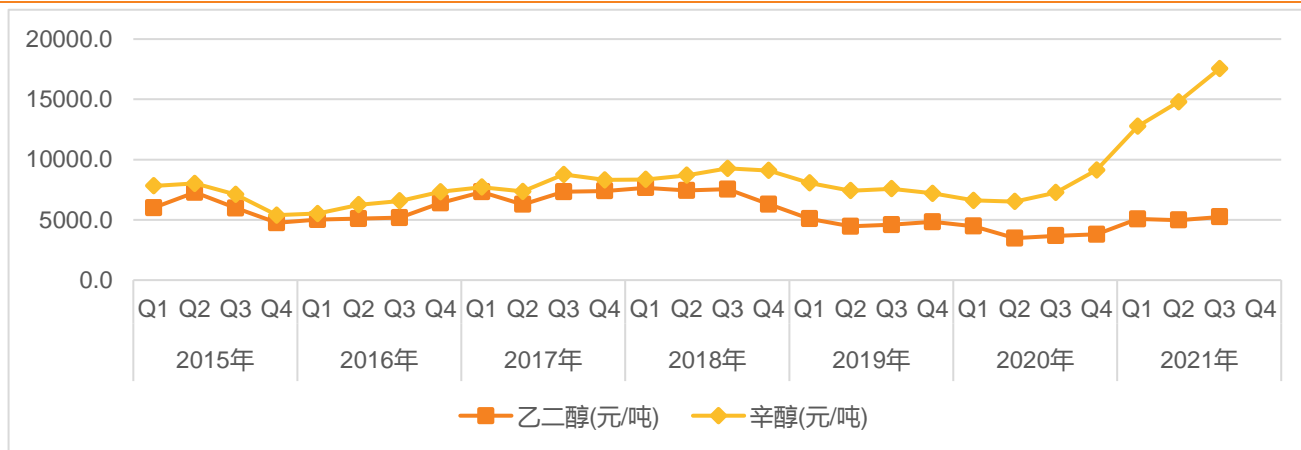
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 4：醋酸价格持续上行



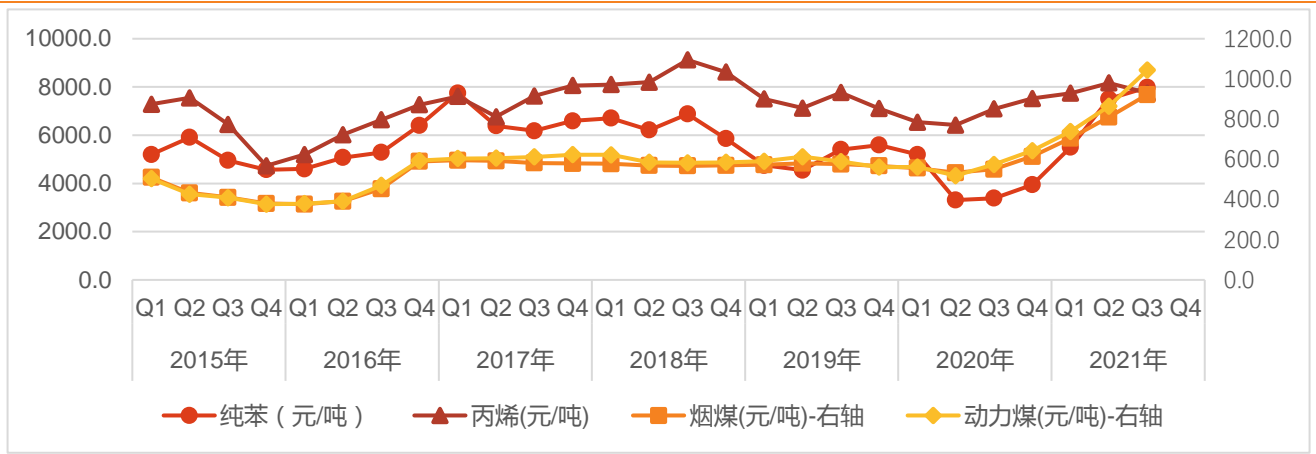
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 10：乙二醇价格高位企稳



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 11：烟煤价格企稳略降，其余原材料上行可控



资料来源: Wind, 百川资讯, 天风证券研究所

2. 优秀的经营状况，高强度资本开支，未来精细化产品规划

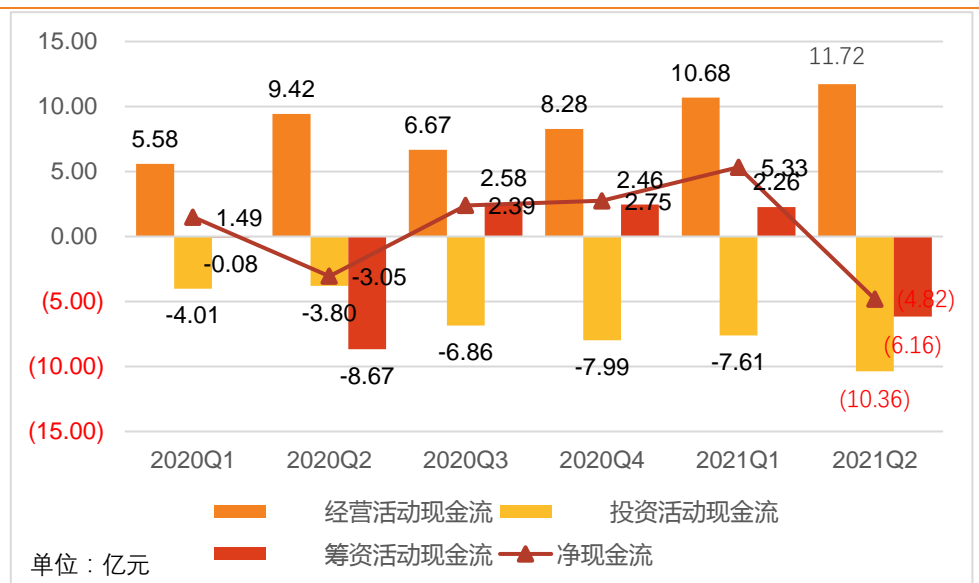
2.1. 现金流水平持优秀，资本开支持续

公司二季度实现经营活动现金流净额 11.72 亿元，持续稳定的经营活动现金流也为资本开支打下了基础，自 2020Q2 大幅偿还债务以来，净现金流连续三个季度实现增长，并为公司提供了连续三个季度接近 7 亿元的投资活动现金流出，而二季度经营活动净流入更是创新高，为公司超过 10 亿的投资活动和接近 5 亿的筹资活动债务偿还提供了基础。

德州基地方面，上半年实现了 10 万吨 DMF 和精己二酸项目的投产，精己二酸项目在一季度一次性开车成功并转固，30 万吨/年酰胺和尼龙材料持续投入，目前已完成项目进度的 80%。除此之外，根据德州市发改委发布的立项公告，华鲁恒升将分别投资 31 亿和 44 亿用于建设尼龙 66 高端新材料项目和 12 万吨可降解塑料 PBAT 项目，成为德州基地长期成长发展的优质项目，向下游精细化工的投资也会成为公司未来提升投资回报率趋势。

除德州基地投资外，我们在 20201209 发布的深度报告：《华鲁恒升-公司深度研究:第二基地打开成长空间，后浪更比前浪高》中深度分析了未来 3-5 年华鲁恒升荆州基地的建设和回报情况，持续多年的良好现金流水平也为公司成长提供了坚实的基石。

图 12：一季度现金流水平更上一层楼，维持高强度资本开支水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

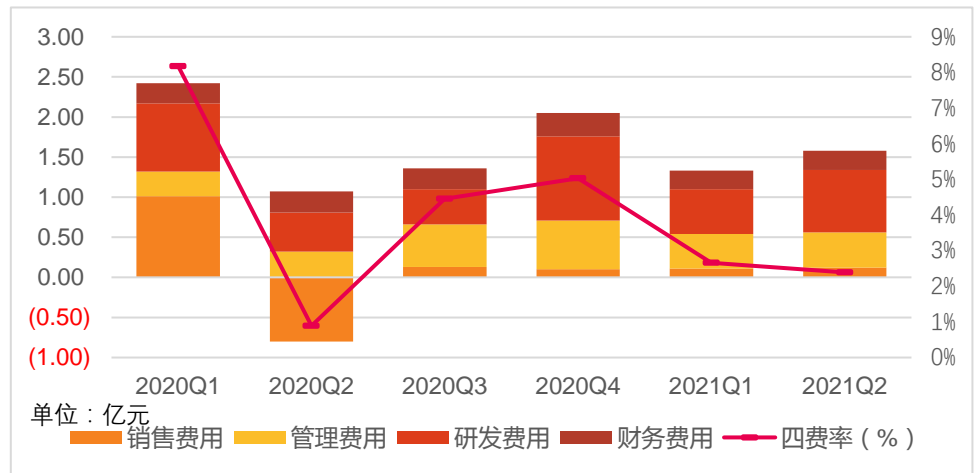
2.2. 费用率较一季度继续下行

2020 年履行新会计准则，将“销售费用”中的运费、装卸费及出口港杂费转入“合同履约成本”，而可比的 2020 年四季度费用可以看出，上半年实现四费率的大幅下行，一季

度/二季度四费率分别为 2.66%和 2.39%，较四季度明显减少。

而二季度随着收入体量的增长，四项费用绝对值增长 0.25 亿元，但费用率较一季度环比减少 0.27PCT，费用率下行明显。

图 13：新会计准则下四费率仍然保持下降

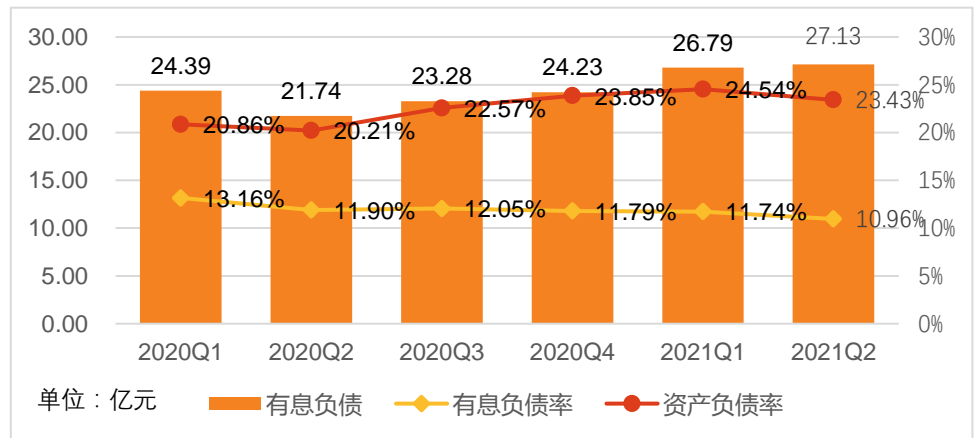


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 有息负债率持续下降，资产负债率低位稳定

公司在现金流良好的情况下，去年二季度大额偿还部分有息负债，实现了有息负债率的快速下行，而随着整体资产负债表的扩容，二季度有息负债率维持在 10.96% 的低位水平，资产负债率二季度为 23.43%，较一季度环比下行明显，较历史水平仍处于低位，未来投入更加从容。

图 14：资产负债率稳定，有息负债率持续下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	714.58	1,066.35	3,264.55	5,672.97	11,103.29
应收票据及应收账款	34.43	23.01	1,596.66	646.34	754.08
预付账款	129.86	202.39	227.60	258.73	277.73
存货	331.62	273.43	856.99	334.20	1,032.37
其他	2,280.14	1,701.81	1,728.82	1,903.64	1,777.95
流动资产合计	3,490.64	3,266.99	7,674.61	8,815.87	14,945.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,931.97	11,249.73	12,266.33	11,580.28	10,982.00
在建工程	535.05	3,471.67	4,530.17	8,274.27	11,906.04
无形资产	1,070.16	1,238.41	1,209.33	1,180.26	1,151.19
其他	1,159.43	1,322.50	960.72	1,129.27	1,119.57
非流动资产合计	14,696.61	17,282.30	18,966.56	22,164.08	25,158.79
资产总计	18,187.25	20,549.29	26,641.16	30,979.95	40,104.21
短期借款	0.00	530.30	100.00	100.00	1,500.00
应付票据及应付账款	823.86	1,458.37	2,029.46	1,677.69	2,358.24
其他	1,609.89	1,725.47	2,472.66	1,684.73	2,637.02
流动负债合计	2,433.76	3,714.14	4,602.12	3,462.42	6,495.26
长期借款	1,504.16	1,174.76	800.00	800.00	1,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.14	11.67	15.68	15.17	14.17
非流动负债合计	1,522.30	1,186.43	815.68	815.17	1,214.17
负债合计	3,956.06	4,900.58	5,417.80	4,277.58	7,709.43
少数股东权益	0.00	180.10	180.21	180.38	180.60
股本	1,626.66	1,626.66	2,114.66	2,114.66	2,114.66
资本公积	2,072.86	2,080.08	2,080.08	2,080.08	2,080.08
留存收益	12,659.22	13,896.65	18,928.49	24,407.33	30,099.51
其他	(2,127.56)	(2,134.78)	(2,080.08)	(2,080.08)	(2,080.08)
股东权益合计	14,231.19	15,648.71	21,223.36	26,702.36	32,394.78
负债和股东权益总计	18,187.25	20,549.29	26,641.16	30,979.95	40,104.21

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,453.03	1,798.47	6,289.80	6,848.55	7,115.23
折旧摊销	1,297.72	1,308.52	953.97	971.03	995.58
财务费用	172.20	115.73	67.19	7.39	17.61
投资损失	(41.73)	(46.93)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(769.49)	439.51	(1,035.68)	329.72	864.88
其它	624.30	(620.52)	(238.15)	255.46	(90.55)
经营活动现金流	3,736.04	2,994.78	6,037.13	8,412.15	8,902.76
资本支出	940.77	3,727.61	2,995.99	4,000.52	4,000.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,954.61)	(5,993.22)	(5,519.47)	(8,511.10)	(7,819.45)
投资活动现金流	(2,013.84)	(2,265.61)	(2,523.47)	(4,510.58)	(3,818.45)
债权融资	2,418.07	2,422.98	1,889.98	1,773.93	3,560.61
股权融资	(118.93)	(99.10)	475.50	(7.39)	(17.61)
其他	(4,589.69)	(2,694.85)	(3,680.94)	(3,259.69)	(3,196.98)
筹资活动现金流	(2,290.55)	(370.97)	(1,315.46)	(1,493.14)	346.02
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(568.35)	358.20	2,198.19	2,408.42	5,430.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,190.48	13,114.96	23,151.24	25,106.83	27,199.33
营业成本	10,239.50	10,312.46	14,040.19	15,813.27	17,194.67
营业税金及附加	93.45	98.71	161.81	176.60	195.38
营业费用	371.89	43.04	416.72	397.43	336.46
管理费用	156.13	177.18	265.07	300.96	334.97
研发费用	331.53	284.03	532.48	577.46	625.58
财务费用	154.47	106.32	67.19	7.39	17.61
资产减值损失	(3.91)	(10.23)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	13.49	(9.35)	(238.26)	255.29	(90.77)
投资净收益	41.73	46.93	0.00	0.00	0.00
其他	(106.69)	(61.13)	476.53	(510.58)	181.55
营业利润	2,898.89	2,127.01	7,429.51	8,089.02	8,403.88
营业外收入	0.57	11.19	4.20	5.32	6.90
营业外支出	2.99	15.17	7.48	8.55	10.40
利润总额	2,896.46	2,123.03	7,426.23	8,085.79	8,400.38
所得税	443.43	324.56	1,136.31	1,237.08	1,284.93
净利润	2,453.03	1,798.47	6,289.92	6,848.71	7,115.46
少数股东损益	0.00	0.10	0.11	0.16	0.23
归属于母公司净利润	2,453.03	1,798.38	6,289.80	6,848.55	7,115.23
每股收益(元)	1.16	0.85	2.97	3.24	3.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.16%	-7.58%	76.53%	8.45%	8.33%
营业利润	-18.77%	-26.63%	249.29%	8.88%	3.89%
归属于母公司净利润	-18.76%	-26.69%	249.75%	8.88%	3.89%
获利能力					
毛利率	27.84%	21.37%	39.35%	37.02%	36.78%
净利率	17.29%	13.71%	27.17%	27.28%	26.16%
ROE	17.24%	11.63%	29.89%	25.82%	22.09%
ROIC	17.80%	14.03%	43.26%	37.84%	34.54%
偿债能力					
资产负债率	21.75%	23.85%	20.34%	13.81%	19.22%
净负债率	11.97%	8.67%	-6.48%	-14.60%	-23.28%
流动比率	1.43	0.88	1.67	2.55	2.30
速动比率	1.30	0.81	1.48	2.45	2.14
营运能力					
应收账款周转率	24.96	456.61	28.59	22.39	38.84
存货周转率	31.93	43.35	40.96	42.15	39.81
总资产周转率	0.77	0.68	0.98	0.87	0.77
每股指标(元)					
每股收益	1.16	0.85	2.97	3.24	3.36
每股经营现金流	1.77	1.42	2.85	3.98	4.21
每股净资产	6.73	7.31	9.95	12.54	15.23
估值比率					
市盈率	31.40	42.83	12.24	11.25	10.82
市净率	5.41	4.98	3.66	2.90	2.39
EV/EBITDA	6.75	15.64	8.77	7.85	7.18
EV/EBIT	9.32	23.66	9.88	8.79	8.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com