

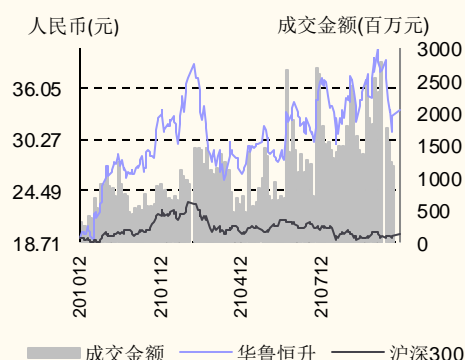
# 华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.57 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	21.09
总市值(亿元)	708.97
年内股价最高最低(元)	40.45/18.97
沪深 300 指数	4930
上证指数	3592



## 相关报告

- 1.《多产品共振盈利表现优异,新材料延伸发展-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.8.24
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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...》, 2020.11.2

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  
yangyirong@gjzq.com.cn

## 新项目投产运行,新材料布局构建良好基础

### 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	24,261	25,692	27,203
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	84.99%	5.90%	5.88%
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	7,914	8,096	8,704
归母净利润增长率	-18.76%	-26.69%	340.06%	2.31%	7.50%
摊薄每股收益(元)	1.508	1.106	4.865	4.977	5.351
每股经营性现金流净额	2.30	1.83	5.88	5.96	6.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.24%	11.63%	34.61%	26.64%	22.59%
P/E	13.18	33.74	6.90	6.74	6.27
P/B	2.27	3.92	2.39	1.80	1.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 10月9日,公司发布公告,30万吨/年己内酰胺项目进入试生产,碳酸二甲酯增产提质系列技改项目完成。

### 分析

- **酰胺及尼龙新材料项目逐步投产,进一步优化产业链结构。**公司布局建设己二酸项目、己内酰胺项目相继投产,使得公司在碳六产业链延伸基础上实现多产品布局和前段生产规模扩充,是公司原有生产经营理念的延伸,以相同的苯、合成气作为原料向下游延伸,扩充了同环节生产装置的规模,在不断优化工艺的基础上实现规模效应,同时通过扩充单一产业链下游多产品布局,可以进一步分散现有产业链的产品价格波动风险,稳定整体盈利。
- **碳酸二甲酯技改项目投产,为公司新材料领域布局打下良好基础。**公司的未来发展一方面将扩充公司现有的利基产品规模,进一步突出公司在前段煤气化平台布局领域的优势;另一方面,要借助现有的产业链基础,向新材料领域进行延伸发展,获得长期可持续发展空间。而此次的碳酸二甲酯项目即是公司向新材料领域延伸发展的重要一步,一方面借助公司在现有乙二醇产业链布局的基础,实现现有产线多类产品的高效利用,分散单一产品风险;另一方面,碳酸二甲酯可以助力公司逐步向新材料领域进行延伸,适应材料供应领域的生产、销售要求,为未来进一步扩充品类,提供良好的基础。对于碳酸二甲酯产品,公司保持了一贯的稳健风格,与乙二醇类似,通过前期相对小规模装置稳定生产工艺和装置,进一步改建扩大规模,降低生产成本,从而可以为保证装置高效稳定运行,产品高质量生产,同时借助前期装置积极布局客户渠道,为大规模装置投产打下基础。
- 此次公司两大装置相继投产运行,延续了公司有序稳健的发展风格,同时也为公司长期向材料端布局提供了良好的基础和过渡。

### 投资建议

- 利基产品方面,公司通过第二基地布局获得进一步发展;新材料领域,借助现有产业链不断实现技术突破,在持续保持稳健发展的风格下,公司有望一步一步扎实提升整体盈利能力和发展空间,上调公司 2021-2023 年盈利预测 5.1%、2.7%、1.4%,预测 2021-2023 年归母净利润分别为 79.14、80.96、87.01 亿元,对应 PE 为 6.9、6.7、6.3 倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

- 冬季能耗管控及环保治理影响行业整体供给;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	24,261	25,692	27,203
增长率		-1.2%	-7.6%	85.0%	5.9%	5.9%
主营业务成本	-9,980	-10,239	-10,312	-13,953	-15,210	-16,076
%销售收入	69.5%	72.2%	78.6%	57.5%	59.2%	59.1%
毛利	4,376	3,951	2,803	10,308	10,482	11,127
%销售收入	30.5%	27.8%	21.4%	42.5%	40.8%	40.9%
营业税金及附加	-98	-93	-99	-158	-180	-190
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-261	-372	-43	-73	-77	-82
%销售收入	1.8%	2.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-141	-156	-177	-267	-283	-299
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-68	-332	-284	-509	-565	-598
%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	9,301	9,377	9,957
%销售收入	26.5%	21.1%	16.8%	38.3%	36.5%	36.6%
财务费用	-177	-154	-106	-20	114	247
%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%	0.5%	0.6%	0.6%
营业利润	3,569	2,899	2,127	9,339	9,551	10,271
营业利润率	24.9%	20.4%	16.2%	38.5%	37.2%	37.8%
营业外收支	-3	-2	-4	5	8	5
税前利润	3,565	2,896	2,123	9,344	9,559	10,276
利润率	24.8%	20.4%	16.2%	38.5%	37.2%	37.8%
所得税	-546	-443	-325	-1,430	-1,463	-1,572
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	7,914	8,096	8,704
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	7,914	8,096	8,704
净利率	21.0%	17.3%	13.7%	32.6%	31.5%	32.0%

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	7,914	8,096	8,704
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	304	116	66
经营活动现金净流	3,941	3,735	2,975	9,563	9,702	10,611
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	5,501	5,724	7,154

来源：公司年报、国金证券研究所

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	6,568	12,292	19,446
应收账款	1,103	968	462	962	1,019	1,079
存货	557	332	273	421	458	484
其他流动资产	1,373	1,477	1,465	1,336	1,352	1,413
流动资产	4,317	3,491	3,267	9,286	15,122	22,423
%总资产	23.1%	19.2%	15.9%	33.8%	42.9%	51.4%
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%	60.8%	52.3%	44.4%
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%	66.2%	57.1%	48.6%
资产总计	18,657	18,187	20,549	27,511	35,265	43,613
短期借款	1,608	914	1,248	0	0	0
应付款项	1,667	896	1,663	1,677	1,828	1,932
其他流动负债	702	624	803	1,611	1,686	1,796
流动负债	3,978	2,434	3,714	3,288	3,515	3,728
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	4,463	4,689	4,903
普通股股东权益	12,068	14,231	15,469	22,868	30,395	38,529
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	18,348	25,875	34,009
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	27,511	35,265	43,613

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.864	1.508	1.106	4.865	4.977	5.351
每股净资产	7.448	8.749	9.509	14.058	18.686	23.686
每股经营现金净流	2.432	2.296	1.829	5.879	5.964	6.523
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%	34.61%	26.64%	22.59%
总资产收益率	16.19%	13.49%	8.75%	28.77%	22.96%	19.96%
投入资本收益率	19.82%	15.25%	10.31%	32.52%	25.02%	21.15%
增长率						
主营业务收入增长率	37.94%	-1.16%	-7.58%	84.99%	5.90%	5.88%
EBIT增长率	137.11%	-21.27%	-26.63%	322.87%	0.81%	6.18%
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-26.69%	340.06%	2.31%	7.50%
总资产增长率	16.45%	-2.52%	12.99%	33.88%	28.18%	23.67%
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	177.1	168.0	204.3
偿债能力						
净负债/股东权益	24.19%	2.88%	2.25%	-27.76%	-39.64%	-49.79%
EBIT利息保障倍数	21.6	19.4	20.7	469.3	-82.4	-40.3
资产负债率	35.32%	21.75%	23.85%	16.22%	13.30%	11.24%

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	6	38	54	144
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.04	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。

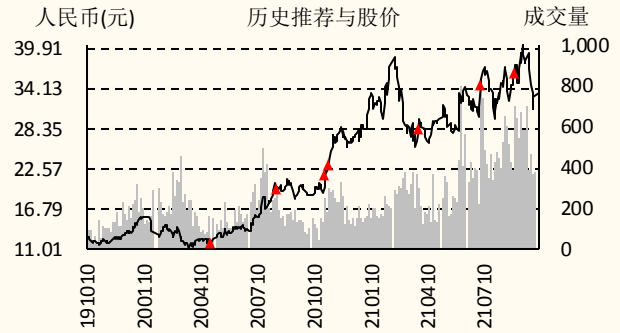
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-29	买入	16.15	N/A
2	2020-08-12	买入	25.57	N/A
3	2020-10-28	买入	26.00	N/A
4	2020-11-03	买入	29.13	N/A
5	2021-03-29	买入	35.00	N/A
6	2021-04-18	买入	36.00	N/A
7	2021-07-06	买入	31.45	N/A
8	2021-08-31	买入	36.92	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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供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