

## 公司研究

## 煤化工景气持续，DMC 技改如期投产

## ——华鲁恒升（600426.SH）2021年第三季度报告点评

## 要点

**事件：**10月27日，公司发布2021年第三季度报告。2021年前三季度，公司实现营业收入182.35亿元，同比+101.64%；实现归母净利润56.12亿元，同比+334.84%。其中2021Q3单季度实现营业收入66.22亿元，同比+117.13%，环比+0.2%；实现归母净利润18.11亿元，同比+368.49%，环比-18.63%。

## 点评：

**主营产品行情超预期景气推动营收上升，煤价上行盈利环比下滑。**受益于成本推动和供需错配，三季度公司主营煤化工产品价格持续上涨，呈现“淡季不淡”的特征。根据iFind数据，2021年前三季度，山东地区尿素均价2380元/吨，同比上涨39%；华东地区己二酸均价10673元/吨，同比上涨39%；公司DMF出厂均价11645元/吨，同比上涨106%；冰醋酸出厂均价6429元/吨，同比上涨153%。其中，Q3单季尿素均价2696元/吨，同比上涨60%，环比上涨14%；华东地区己二酸均价11455元/吨，同比上涨70%，环比上涨3%；公司DMF出厂均价13935元/吨，同比上涨117%，环比上涨23%；冰醋酸出厂均价6583元/吨，同比上涨156%，环比下降12%。原料成本的提高使公司盈利环比下降，2021年前三季度，国内动力煤现货均价925元/吨，同比上涨67%；Q3单季国内动力煤现货均价1146元/吨，同比上涨99%，环比上涨31%。

**己内酰胺和DMC技改项目如期投产，新材料、新能源布局持续推进。**2021年10月8日，公司公告酰胺及尼龙新材料项目己内酰胺及配套装置已打通流程，生产出合格产品，进入试生产阶段，达产后，可年产己内酰胺30万吨、硫铵48万吨。同日公司公告碳酸二甲酯（DMC）增产提质系列技改项目实施完毕，具备联产30万吨/年优质碳酸二甲酯的能力。公司已内酰胺、DMC技改项目投产进度符合预期，新材料、新能源方向的布局进一步深化，尼龙66、PBAT项目建设陆续启动，荆州基地建设正在进行，公司长期成长空间广阔。

**盈利预测、估值与评级：**公司主营业务超预期高景气，淡季不淡，因此我们上调对公司未来3年的盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为73.99亿（上调5.0%）/81.30亿（上调5.3%）/88.77亿（上调7.6%），折算EPS分别为3.50/3.85/4.20元/股。我们持续看好华鲁恒升的低成本优势和新材料、新能源转型空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤化工产品价格大幅波动、项目建设进度不及预期、新材料、新能源行业需求不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,190	13,115	24,242	26,058	27,728
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	84.85%	7.49%	6.41%
净利润（百万元）	2,453	1,798	7,399	8,130	8,877
净利润增长率	-18.76%	-26.69%	311.41%	9.89%	9.19%
EPS（元）	1.51	1.11	3.50	3.85	4.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.24%	11.63%	32.36%	27.91%	24.74%
P/E	21	29	9	8	8
P/B	3.6	3.4	2.9	2.3	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-27

## 买入（维持）

当前价：31.87元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

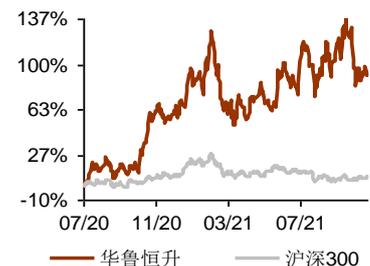
010-57378026

zhaond@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	21.12
总市值(亿元)	673.07
一年最低/最高(元)	18.88/41.28
近3月换手率	114.14%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.12	-1.59	18.34
绝对	-4.69	1.50	60.66

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩大幅增长，多点开花打开长期成长空间——华鲁恒升（600426.SH）2021年半年度业绩预增公告点评（2021-07-11）  
21年一季度业绩表现超预期，荆州基地助力公司未来成长——华鲁恒升（600426.SH）2021年一季报点评（2021-04-24）  
百亿项目方案出台，明确第二基地成长空间——华鲁恒升（600426.SH）投资项目公告点评（2021-01-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,190	13,115	24,242	26,058	27,728
营业成本	10,239	10,312	14,058	14,945	15,693
折旧和摊销	1,286	1,299	1,422	1,524	1,618
税金及附加	93	99	171	184	196
销售费用	372	43	357	384	409
管理费用	156	177	297	319	340
研发费用	332	284	546	587	624
财务费用	154	106	141	98	47
投资收益	42	47	47	47	47
营业利润	2,899	2,127	8,733	9,596	10,478
利润总额	2,896	2,123	8,735	9,599	10,481
所得税	443	325	1,336	1,468	1,603
净利润	2,453	1,798	7,399	8,130	8,877
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,453	1,798	7,399	8,130	8,877
EPS(元)	1.51	1.11	3.50	3.85	4.20

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,736	2,995	5,957	9,708	10,289
净利润	2,453	1,798	7,399	8,130	8,877
折旧摊销	1,286	1,299	1,422	1,524	1,618
净营运资金增加	-712	-1,303	3,691	117	315
其他	709	1,201	-6,555	-63	-521
投资活动产生现金流	-2,014	-2,266	-103	-1,973	-973
净资本支出	-1,856	-2,595	-2,020	-2,020	-1,020
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-158	330	1,917	47	47
融资活动现金流	-2,291	-371	21	-1,289	-1,836
股本变化	0	0	485	0	0
债务净变化	-1,784	5	136	667	333
无息负债变化	-849	940	561	-4	333
净现金流	-569	352	5,874	6,446	7,481

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	21.4%	42.0%	42.6%	43.4%
EBITDA 率	30.3%	26.9%	42.2%	42.9%	43.6%
EBIT 率	21.2%	16.9%	36.4%	37.0%	37.8%
税前净利润率	20.4%	16.2%	36.0%	36.8%	37.8%
归母净利润率	17.3%	13.7%	30.5%	31.2%	32.0%
ROA	13.5%	8.8%	25.8%	22.9%	20.6%
ROE (摊薄)	17.2%	11.6%	32.4%	27.9%	24.7%
经营性 ROIC	16.3%	11.1%	38.8%	41.2%	45.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	24%	20%	18%	16%
流动比率	1.43	0.88	3.40	5.14	6.71
速动比率	1.30	0.81	3.25	5.01	6.58
归母权益/有息债务	5.89	6.38	8.93	9.03	10.08
有形资产/有息债务	7.05	7.95	10.69	10.63	11.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	18,187	20,549	28,643	35,574	42,992
货币资金	715	1,066	6,941	13,387	20,868
交易性金融资产	1,293	1,004	1,004	1,004	1,004
应收账款	34	23	47	53	53
应收票据	0	0	607	218	309
其他应收款 (合计)	0	0	1	2	3
存货	332	273	543	486	514
其他流动资产	987	698	3,257	3,675	4,059
流动资产合计	3,491	3,267	12,633	19,067	27,083
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,924	11,250	11,446	11,592	11,308
在建工程	482	3,374	3,580	3,735	3,326
无形资产	1,070	1,238	1,233	1,229	1,224
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,091	1,271	-599	-599	-599
非流动资产合计	14,697	17,282	16,010	16,506	15,908
总负债	3,956	4,901	5,598	6,261	6,928
短期借款	0	530	0	0	0
应付账款	824	1,458	1,776	1,735	2,008
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	357	0	374	353	268
其他流动负债	0	50	50	50	50
流动负债合计	2,434	3,714	3,717	3,708	4,037
长期借款	1,504	1,175	1,841	2,508	2,841
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	11	40	44	48
非流动负债合计	1,522	1,186	1,882	2,553	2,891
股东权益	14,231	15,649	23,045	29,313	36,064
股本	1,627	1,627	2,112	2,112	2,112
公积金	2,886	2,893	3,136	3,136	3,136
未分配利润	9,773	11,003	17,671	23,939	30,690
归属母公司权益	14,231	15,469	22,865	29,132	35,883
少数股东权益	0	180	180	180	180

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.62%	0.33%	1.47%	1.47%	1.47%
管理费用率	1.10%	1.35%	1.23%	1.23%	1.23%
财务费用率	1.09%	0.81%	0.58%	0.38%	0.17%
研发费用率	2.34%	2.17%	2.25%	2.25%	2.25%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.35	0.30	0.88	1.01	1.08
每股经营现金流	2.30	1.84	2.82	4.60	4.87
每股净资产	8.75	9.51	10.83	13.79	16.99
每股销售收入	8.72	8.06	11.48	12.34	13.13

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	29	9	8	8
PB	3.6	3.4	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	12.4	15.2	6.2	5.2	4.2
股息率	1.1%	0.9%	2.8%	3.2%	3.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE