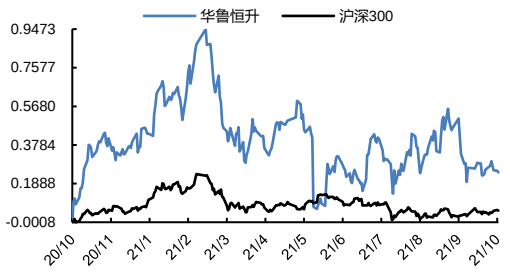
研究所
证券分析师： 李永磊 S0350521080004
15120081690 liyl03@ghzq.com.cn
证券分析师： 董伯骏 S0350521080009
15210959531 dongbj@ghzq.com.cn

盈利同比保持高增，DMC 投产将助力业绩提升

——华鲁恒升（600426）三季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
华鲁恒升	-6.7%	-3.1%	30.1%
沪深 300	1.0%	-0.6%	4.4%

市场数据	2021/10/26
当前价格（元）	32.35
52 周价格区间（元）	25.97-52.58
总市值（百万）	68,320.44
流通市值（百万）	68,231.70
总股本（万股）	211,191.47
流通股本（万股）	210,917.16
日均成交额（百万）	772.79
近一月换手（%）	1.30

《规划建设高端溶剂项目，继续加码电解液溶剂（买入）*氮肥*董伯骏，李永磊》——2021-09-30

《半年度业绩创新高，持续加码新材料（买入）*氮肥*董伯骏，李永磊》——2021-08-31

事件:

10 月 26 日晚间，公司发布三季报：2021 年前三季度公司实现营业收入 182.35 亿元，同比增长 101.64%；归母净利润 56.12 亿元，同比增长 334.84%；基本每股收益 2.657 元，同比增长 335.57%。其中 2021 年第三季度，公司实现营业收入 66.22 亿元，同比增长 117.13%；归母净利润 18.11 亿元，同比增长 368.49%；基本每股收益 0.859 元，同比增长 260.86%。

投资要点:

■ **行业景气度延续，Q3 公司盈利同比保持高增**

2021 年第三季度，公司实现营业收入 66.22 亿元，同比增长 117.13%，环比增长 0.20%；实现归母净利润 18.11 亿元，同比增长 368.49%，环比下降 18.63%；毛利率/净利率分别为 32.1% / 27.34%，同比+16.5 / +14.67 pct，环比-5.77 / -6.33 pct。公司三季度业绩同比仍延续了大幅上涨的态势，主要原因是公司多数产品价格价差仍处于高位，但环比有小幅下降，主要是由于三季度公司主要原材料煤炭、苯、丙烯等价格上涨速度较快，且面临供应紧张，公司产品销量有所下滑，毛利率也有所降低。分产品来看，公司三季度肥料销量 51.54 万吨（同比-5.74%，环比-17.39%），实现营收 10.32 亿元（同比+44.13%，环比-5.49%）；有机胺销量 14.09 万吨（同比+21.57%，环比-7.67%），实现营收 15.62 亿元（同比+138.84%，环比+19.15%）；己二酸及中间品销量 9.44 万吨（同比+84.38%，环比-18.34%），实现营收 12.04 亿元（同比+342.65%，环比+17.69%）；醋酸及衍生品销量 14.85 万吨（同比+20.34%，环比-3.07%），实现营收 8.47 亿元（同比+199.29%，环比-16.06%）；多元醇销量 11.49 万吨（同比-25.15%，环比-33.31%），实现营收 10.56 亿元（同比+82.7%，环比-10.66%）。

■ **30 万吨/年碳酸二甲酯装置投产，将助力公司业绩进一步提升**

2021 年 10 月 9 日，公司公告其碳酸二甲酯增产提质系列技改项目正式投产。碳酸二甲酯为公司生产乙二醇的衍生产品，公司通过中试实验，自主研发了乙二醇生产线联产碳酸二甲酯的新工艺和新型催化技术，产品质量和收率大幅提升。为丰富产品结构，提高整体

盈利能力，在完成中试实验的基础上，公司对年产 50 万吨乙二醇生产装置实施了增产提质系列技术改造，总计投资 3.2 亿元。随着技改项目陆续完成并投产，公司整套装置具备联产 30 万吨/年优质碳酸二甲酯的能力。目前公司碳酸二甲酯装置运行稳定，产品已送样下游客户进行电池级认证，未来公司有望直接进入电解液溶剂市场，分享新能源行业发展红利。

表 1：公司分产品营收情况

产品/项目		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
肥料	销量（万吨）	57.51	64.87	64.53	68.01	69.63	63.16	54.68	63.45	61.86	62.39	51.54
	营收（亿元）	8.21	10.04	9.29	9.18	9.45	8.33	7.16	8.55	9.63	10.92	10.32
有机胺	销量（万吨）	8.55	8.88	10.42	11.16	7.77	10.27	11.59	13.38	14.3	15.26	14.09
	营收（亿元）	4.19	4.41	5.12	5.52	3.78	5.01	6.54	9.08	10.82	13.11	15.62
己二酸及中间品	销量（万吨）	5.85	5.56	5.36	5.54	3.81	6.12	5.12	5.54	6.49	11.56	9.44
	营收（亿元）	4.33	4.07	3.97	4.04	2.53	3.22	2.72	3.36	5.22	10.23	12.04
醋酸及衍生品	销量（万吨）	15.23	15.62	14.58	16.48	14.79	15.54	12.34	15.7	13.83	15.32	14.85
	营收（亿元）	4.25	3.84	4.1	4.34	3.41	3.41	2.83	4.59	6.51	10.09	8.47
多元醇	销量（万吨）	17.37	15.68	17.35	17.27	14.63	17.22	15.35	17.42	16.86	17.23	11.49
	营收（亿元）	8.52	7.04	7.85	7.99	6.1	5.69	5.78	7.87	10.49	11.82	10.56
其他产品	销量（万吨）											
	营收（亿元）	6.03	5.93	5.02	4.73	4.32	4.68	5.47	7.27	7.36	9.92	9.21
营业收入（亿元）		35.53	35.33	35.35	35.8	29.59	30.34	30.5	40.72	50.03	66.09	66.22
营业成本（亿元）		25.31	24.67	25.69	26.72	21.57	24.82	24.4	32.33	29.89	38.15	42.06
毛利率		29%	30%	27%	25%	27%	18%	20%	21%	40%	42%	36%
毛利润（亿元）		10.22	10.66	9.66	9.08	8.02	5.52	6.10	8.39	20.14	27.94	24.16
净利率		18%	19%	17%	15%	15%	16%	13%	12%	31.50%	33.67%	27.35%
净利润（亿元）		6.42	6.67	6.03	5.41	4.3	4.74	3.86	5.08	15.76	22.25	18.11

资料来源：wind，国海证券研究所

表 2：公司重点在建项目

项目名称	建设内容	预计投产时间
酰胺及尼龙新材料项目（尼龙部分）	20万吨/年尼龙6切片装置	预计2022年投产
荆州基地园区气体动力平台项目	100万吨/年尿素生产装置；100万吨/年醋酸生产装置；15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置	建设期36个月，预计2023年底投产
荆州基地合成气综合利用项目		建设期36个月，预计2023年底投产
尼龙66高端新材料项目	36万吨/年硝酸装置；20万吨/年己二酸装置；4.2万吨/年己二胺装置；两套4万吨/年尼龙66装置	预计2023年底投产
12万吨/年PBAT可降解塑料项目	10万吨/年乙炔装置；72万吨/年甲醛装置；30万吨/年BDO装置；12万吨/年PBAT装置；5万吨/年NMP装置	预计2023年底投产
高端溶剂项目	60万吨/年碳酸二甲酯装置；30万吨/年碳酸甲乙酯装置，副产5万吨/年碳酸二乙酯	预计2023年底投产

资料来源：wind，国海证券研究所

■ 产业布局速度加快，未来几年公司仍将保持快速成长

近两年来，公司产业布局明显提速，一方面抢抓时机果断布局荆州第二基地，奠定公司未来产能基础；另一方面德州基地不断实施扩能改造，并规划一系列高端项目，延伸产业链。目前公司荆州基地正在全面建设过程中，预计将于 2023 年底建成投产。德州基地酰胺及尼龙新材料项目中己内酰胺部分已经于 10 月初成功投产，尼龙部分预计将于 2022 年初投产。根据德州市发改委公示，公司目前在德州基地还规划了尼龙 66 高端新材料项目、12 万吨/年 PBAT 可降解塑料项目以及高端溶剂项目，这些项目的产品既包括尼龙 66、PBAT 等新材料，还包括 NMP、碳酸二甲酯、碳酸甲乙酯等光伏和锂电行业中大量使用的溶剂等化学品。随着这些项目的实施，公司未来成

长依然可期。

- **盈利预测和投资评级** 受能源紧张，煤价上涨以及开工率受限等影响，预计公司 2021/22/23 年归母净利相比前次预测值有所下降，分别为 77.71 亿元、89.95 亿元和 98.76 亿元，对应 PE 分别为 8.66、7.48 和 6.82 倍，考虑到公司 PE 仍处于较低水平，且随着新项目不断落地以及原材料紧张局面缓解，公司业绩仍将保持稳定增长，维持“买入”评级。

- **风险提示** 宏观经济风险；原料价格及供应风险；下游需求不及预期风险；项目建设风险；安全生产风险；汇率风险；产品研发和应用风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	13115	25278	29412	33546
增长率(%)	-8	93	16	14
归母净利润（百万元）	1798	7771	8995	9876
增长率(%)	-27	332	16	10
摊薄每股收益（元）	1.11	3.68	4.26	4.68
ROE(%)	12	33	27	23

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华鲁恒升盈利预测表

证券代码：	600426		股价：	32.35	投资评级：	买入		日期：	2021/10/26
财务指标	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**每股指标与估值**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	12%	33%	27%	23%	EPS	1.11	3.68	4.26	4.68
毛利率	21%	39%	39%	38%	BVPS	9.51	11.23	15.49	20.17
期间费率	2%	1%	2%	2%	**估值**				
销售净利率	14%	31%	31%	29%	P/E	33.73	8.66	7.48	6.82
成长能力					P/B	3.92	2.84	2.06	1.58
收入增长率	-8%	93%	16%	14%	P/S	3.95	2.66	2.29	2.01
利润增长率	-27%	332%	16%	10%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
总资产周转率	0.64	0.87	0.76	0.68	**营业收入**	**13115**	**25278**	**29412**	**33546**
应收账款周转率	569.94	510.85	508.12	518.41	营业成本	10312	15456	17837	20654
存货周转率	47.96	49.03	53.34	52.40	营业税金及附加	99	101	147	168
偿债能力					销售费用	43	51	59	67
资产负债率	24%	18%	15%	13%	管理费用	177	253	382	503
流动比	0.88	1.88	3.17	4.21	财务费用	106	0	0	0
速动比	0.75	1.68	2.98	4.02	其他费用/（-收入）	284	278	471	604
					营业利润	**2127**	**9143**	**10583**	**11619**
资产负债表（百万元）	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	营业外净收支	-4	0	0	0
现金及现金等价物	2070	5245	11905	19232	**利润总额**	**2123**	**9143**	**10583**	**11619**
应收款项	23	366	242	310	所得税费用	325	1371	1587	1743
存货净额	273	516	551	640	**净利润**	1798	7771	8995	9876
其他流动资产	900	1497	1783	1934	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	**3267**	**7624**	**14481**	**22116**	**归属于母公司净利润**	**1798**	**7771**	**8995**	**9876**
固定资产	11250	13605	14146	14871					
在建工程	3472	5042	6862	8785	**现金流量表（百万元）**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
无形资产及其他	2561	2886	3167	3444	**经营活动现金流**	**2995**	**8895**	**10800**	**11866**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1798	7771	8995	9876
资产总计	**20549**	**29157**	**38656**	**49215**	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	530	0	0	0	折旧摊销	1309	1425	1563	1679
应付款项	1458	1912	2183	2603	公允价值变动	9	0	0	0
预收帐款	0	301	299	304	营运资金变动	-208	-301	306	376
其他流动负债	1725	1852	2087	2346	**投资活动现金流**	**-2266**	**-5675**	**-4141**	**-4538**
流动负债合计	**3714**	**4065**	**4569**	**5252**	资本支出	-2595	-5675	-4204	-4603
长期借款及应付债券	1175	1175	1175	1175	长期投资	280	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12	其他	50	0	64	64
长期负债合计	**1186**	**1186**	**1186**	**1186**	**筹资活动现金流**	**-371**	**-45**	**0**	**0**
负债合计	**4901**	**5252**	**5756**	**6439**	债务融资	2	-530	0	0
股本	1627	2112	2112	2112	权益融资	180	485	0	0
股东权益	15649	23905	32901	42777	其它	-553	0	0	0
负债和股东权益总计	**20549**	**29157**	**38656**	**49215**	**现金净增加额**	**352**	**3174**	**6660**	**7328**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7 年化工实业工作经验，6 年半化工行业研究经验。
董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工行业资深分析师。2 年上市公司资本运作经验，三年半化工行业研究经验。
赵小燕，浙江大学化工学院博士，化工行业研究助理。1 年化工行业研究经验。
汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。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而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。