

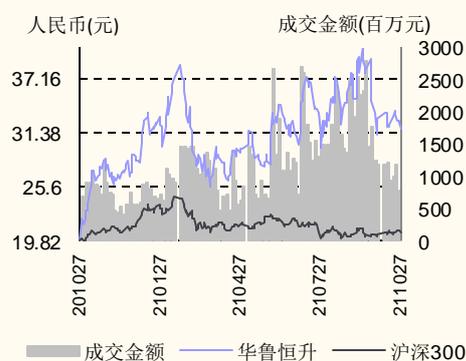
# 华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 31.87 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)	673.07
年内股价最高最低(元)	40.45/19.84
沪深 300 指数	4898
上证指数	3562



## 相关报告

- 1.《新项目投产运行,新材料布局构建良好基础-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.10.10
- 2.《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...》, 2021.8.31
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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...》, 2021.2.20

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  
yangyiyong@gjzq.com.cn

## 检修影响产量,煤价影响成本盈利略有调整

### 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	7,642	7,788	8,371
归母净利润增长率	-18.76%	-26.69%	324.95%	1.90%	7.49%
摊薄每股收益(元)	1.508	1.106	4.698	4.787	5.146
每股经营性现金流净额	2.30	1.83	5.71	5.78	6.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.24%	11.63%	33.82%	26.12%	22.25%
P/E	13.18	33.74	6.78	6.66	6.19
P/B	2.27	3.92	2.29	1.74	1.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩

- 10月27日,公司发布三季报,前三季度实现营收 182.35 亿元,同比增长 102%,归母净利润 56.12 亿元,同比增长 335%,三季度实现营收 66.22 亿元,同比增长 117%,归母净利润 18.11 亿元,同比增长 368%。

### 分析

- 常规性检修影响产品销量,涨价趋势下营收环比基本持平。三季度公司按照计划进行一套煤气化装置检修,影响 20 多天的装置运行,产品产量有所下行,其中化肥和多元醇的销售量分别环比下行约 17%、33%,其他产品包括有机胺和醋酸也有小幅下滑,但受到产品价格整体攀升的影响,公司的整体营收水平基本保持相对平稳,但原材料煤炭价格大幅提升,整体产品的原材料成本大幅上行,同时开工下行,整体的单位固定成本也略有提升,公司三季度整体产品毛利率约为 36.49%,环比下行约 5.8%。整体来看,今年以来,公司的主要原材料煤炭价格接近翻倍增长,但是公司整体盈利能力保持良好水平,一方面公司继续贯彻自身的成本优化要求,另一方面,公司的主要利基产品在国家能耗管控等政策的限制下,逐步形成较强的政策壁垒,在原材料价格大幅上行的状态下,可以通过整体的供需格局的好转向下游进行价格传导,预测未来,即使原材料价格有较大回调,在能耗管控的背景下,现有产品的盈利空间的整体下行压力也相对有限。
- 利基产品第二季度近似高度“复制”,现有基地持续进行新材料领域的延伸。我们前期将公司的主要产品分为煤气化提供主要原材料成本的“利基产品”和同石化关联度较高的产业链关键产品。而公司很好的把握了两类产品的行业特点,利用利基产品尿素、合成氨、醋酸等行业壁垒前瞻性布局第二基地,逐步稳定盈利,夯实基础利润水平;而在产业链关键产品方面,不断丰富产品种类建设包括像草酸、尼龙系列、DMC 系列、可降解材料系列产品,扩展产业链布局方向,形成材料类延伸,不断提升未来的可发展空间。

### 投资建议

- 公司现阶段在煤炭成本提升的状态下,前期高盈利的产品利润空间或将有一定的压缩,但预期整体仍将位于较好的盈利水平,未来新材料产品相继落地,预测公司 2021-2023 年归母净利润 76.42、77.88、83.71 亿元,对应 PE 分别为 6.8、6.7、6.2 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
<b>主营业务收入</b>	<b>14,357</b>	<b>14,190</b>	<b>13,115</b>	<b>24,261</b>	<b>25,692</b>	<b>27,203</b>
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	-14,203	-15,535	-16,451
%销售收入	69.5%	72.2%	78.6%	58.5%	60.5%	60.5%
毛利	4,376	3,951	2,803	10,058	10,157	10,752
%销售收入	30.5%	27.8%	21.4%	41.5%	39.5%	39.5%
营业税金及附加	-98	-93	-99	-170	-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	-80	-82	-84
%销售收入	1.8%	2.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-141	-156	-177	-291	-308	-326
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-68	-332	-284	-534	-565	-571
%销售收入	0.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	3,808	2,998	2,200	8,983	9,021	9,579
%销售收入	26.5%	21.1%	16.8%	37.0%	35.1%	35.2%
财务费用	-177	-154	-106	-23	105	232
%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%	0.6%	0.6%	0.6%
营业利润	3,569	2,899	2,127	9,018	9,186	9,878
营业利润率	24.9%	20.4%	16.2%	37.2%	35.8%	36.3%
营业外收支	-3	-2	-4	5	8	5
税前利润	3,565	2,896	2,123	9,023	9,194	9,883
利润率	24.8%	20.4%	16.2%	37.2%	35.8%	36.3%
所得税	-546	-443	-325	-1,380	-1,407	-1,512
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	7,642	7,788	8,371
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,020</b>	<b>2,453</b>	<b>1,798</b>	<b>7,642</b>	<b>7,788</b>	<b>8,371</b>
净利率	21.0%	17.3%	13.7%	31.5%	30.3%	30.8%

**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	7,642	7,788	8,371
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	119	68
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,941</b>	<b>3,735</b>	<b>2,975</b>	<b>9,291</b>	<b>9,396</b>	<b>10,279</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,356</b>	<b>-2,014</b>	<b>-2,266</b>	<b>-2,189</b>	<b>-3,327</b>	<b>-2,806</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,055</b>	<b>-2,291</b>	<b>-377</b>	<b>-1,873</b>	<b>-651</b>	<b>-651</b>
<b>现金净流量</b>	<b>530</b>	<b>-570</b>	<b>332</b>	<b>5,230</b>	<b>5,418</b>	<b>6,823</b>

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	6,296	11,714	18,537
应收款项	1,103	968	462	962	1,019	1,079
存货	557	332	273	428	468	496
其他流动资产	1,373	1,477	1,465	1,339	1,356	1,418
流动资产	4,317	3,491	3,267	9,025	14,558	21,530
%总资产	23.1%	19.2%	15.9%	33.1%	42.0%	50.4%
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%	61.4%	53.2%	45.3%
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%	66.9%	58.0%	49.6%
<b>资产总计</b>	<b>18,657</b>	<b>18,187</b>	<b>20,549</b>	<b>27,250</b>	<b>34,701</b>	<b>42,720</b>
短期借款	1,608	914	1,248	0	0	0
应付款项	1,667	896	1,663	1,708	1,867	1,977
其他流动负债	702	624	803	1,591	1,664	1,772
流动负债	3,978	2,434	3,714	3,299	3,532	3,749
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
<b>负债</b>	<b>6,589</b>	<b>3,956</b>	<b>4,901</b>	<b>4,474</b>	<b>4,706</b>	<b>4,924</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>12,068</b>	<b>14,231</b>	<b>15,469</b>	<b>22,596</b>	<b>29,814</b>	<b>37,616</b>
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	18,076	25,294	33,096
少数股东权益	0	0	180	180	180	180
<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,657</b>	<b>18,187</b>	<b>20,549</b>	<b>27,250</b>	<b>34,701</b>	<b>42,720</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.864	1.508	1.106	4.698	4.787	5.146
每股净资产	7.448	8.749	9.509	13.891	18.329	23.125
每股经营现金净流	2.432	2.296	1.829	5.712	5.776	6.319
每股股利	0.150	0.200	0.200	0.350	0.350	0.350
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.02%	17.24%	11.63%	33.82%	26.12%	22.25%
总资产收益率	16.19%	13.49%	8.75%	28.05%	22.44%	19.59%
投入资本收益率	19.82%	15.25%	10.31%	31.77%	24.51%	20.82%
<b>增长率</b>						
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%	308.42%	0.42%	6.19%
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-26.69%	324.95%	1.90%	7.49%
总资产增长率	16.45%	-2.52%	12.99%	32.61%	27.34%	23.11%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	24.19%	2.88%	2.25%	-26.89%	-38.49%	-48.59%
EBIT利息保障倍数	21.6	19.4	20.7	397.0	-85.9	-41.3
资产负债率	35.32%	21.75%	23.85%	16.42%	13.56%	11.53%

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	1	17	46	55	128
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.02	1.02	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	2020-08-12	买入	25.57	N/A
2	2020-10-28	买入	26.00	N/A
3	2020-11-03	买入	29.13	N/A
4	2021-03-29	买入	35.00	N/A
5	2021-04-18	买入	36.00	N/A
6	2021-07-06	买入	31.45	N/A
7	2021-08-31	买入	36.92	N/A
8	2021-10-10	买入	33.57	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