

华鲁恒升 (600426.SH) 检修致业绩环比回落, 新材料项目不断加码成长可期

2021年10月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

张晓锋 (联系人)

龚道琳 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

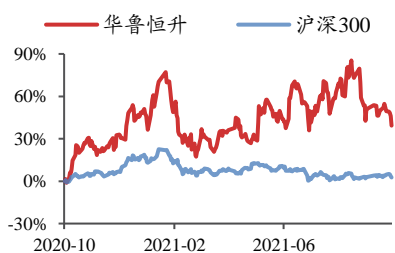
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790120080059

证书编号: S0790120010015

日期	2021/10/28
当前股价(元)	30.40
一年最高最低(元)	52.58/25.97
总市值(亿元)	642.02
流通市值(亿元)	641.19
总股本(亿股)	21.12
流通股本(亿股)	21.09
近3个月换手率(%)	114.87

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-新材料项目落地, 煤化工巨头大举进军高端溶剂领域》-2021.10.10

《公司信息更新报告-单季度业绩再创新高, 煤化工龙头进军电新材料》-2021.8.31

《公司信息更新报告-化工东风不息, 煤化工龙头业绩绚烂绽放》-2021.7.5

● 检修致业绩环比回落, 项目不断加码成长可期, 维持“买入”评级

根据公司公告, 2021年1-9月, 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%。对应Q3单季度, 公司实现营业收入66.22亿元, 同比+117.13%; 实现归母净利润18.11亿元, 同比+368.49%, 环比-18.63%, 公司Q3检修及原料价格上涨, 业绩环比回落。未来公司将继续加码建设高端溶剂项目, 荆州第二基地已开工建设, 未来有望再造一个德州基地, 成长可期。我们维持2021-2023年盈利预测, 预计公司归母净利润分别为70.08、66.91和69.53亿元, 对应EPS分别为3.31、3.16和3.29元, 当前股价对应PE分别为9.2、9.6、9.2倍, 维持“买入”评级。

● 2021年Q3主营产品盈利水平仍然较高, 检修致业绩环比下滑

2021年Q3, 产品价格持续高位, 公司单季盈利依旧高位。根据百川盈孚数据, Q3各产品均价和环比变动幅度分别为: 尿素2,619(+4.9%)、乙二醇5,337(+7.1%)、辛醇16,865(+14.6%)、醋酸6,415(-14.4%)、DMF14,307(+28.1%)、己二酸10,745(+5.4%)元/吨。2021年Q3煤炭供需关系紧张, 煤价同比大幅上涨。但公司主要的主营产品价格环比上涨, 产品盈利水平仍然较高。公司于2021年8月对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修, 检修及停车时间近20天, 预计影响公司营业收入约4亿元, 致公司业绩环比下滑。

● 公司持续加码电新材料, 新建荆州第二基地, 未来成长可期

根据德州市发改委, 公司计划在德州化工园区投资10.31亿元建设高端溶剂项目, 以草酸二甲酯为原料建设60万吨/年碳酸二甲酯装置, 预计于2023年底前建设完成。未来随着新能源市场快速发展, 电解液溶剂需求将大幅增长, 我们坚定看好公司将充分受益并成长为高端溶剂龙头。在“两碳”背景下, 我们坚定看好未来煤化工将实现长期高盈利, 公司作为存量煤化工龙头价值有望重估。公司将依托荆州基地及高端溶剂等新材料项目建设, 实现穿越周期的利润水平增长。

● **风险提示:** 项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	21,992	25,342	25,754
YOY(%)	-1.2	-7.6	67.7	15.2	1.6
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	7,008	6,691	6,953
YOY(%)	-18.8	-26.7	289.7	-4.5	3.9
毛利率(%)	27.8	21.4	42.6	36.4	36.3
净利率(%)	17.3	13.7	31.9	26.4	27.0
ROE(%)	17.2	11.5	31.6	23.6	20.0
EPS(摊薄/元)	1.16	0.85	3.31	3.16	3.29
P/E(倍)	26.2	35.7	9.2	9.6	9.2
P/B(倍)	4.5	4.2	2.9	2.3	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3491	3267	2733	7721	14283
现金	715	1066	135	5217	11657
应收票据及应收账款	34	23	73	38	75
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	130	202	355	287	365
存货	332	273	468	478	484
其他流动资产	2280	1702	1702	1702	1702
非流动资产	14697	17282	25618	27284	25690
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11932	11250	19141	21063	19915
无形资产	1070	1238	1391	1538	1719
其他非流动资产	1694	4794	5087	4683	4057
资产总计	18187	20549	28351	35006	39973
流动负债	2434	3714	3731	4518	3858
短期借款	0	530	530	530	530
应付票据及应付账款	824	1458	1338	2229	1399
其他流动负债	1610	1725	1863	1758	1929
非流动负债	1522	1186	1963	1669	926
长期借款	1504	1175	1951	1658	914
其他非流动负债	18	12	12	12	12
负债合计	3956	4901	5694	6187	4784
少数股东权益	0	180	180	180	180
股本	1627	1627	2115	2115	2115
资本公积	2073	2080	2080	2080	2080
留存收益	10586	11817	17405	22735	28107
归属母公司股东权益	14231	15469	22476	28638	35009
负债和股东权益	18187	20549	28351	35006	39973

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3736	2995	8389	9583	8263
净利润	2453	1798	7008	6691	6953
折旧摊销	1298	1309	1444	2032	2257
财务费用	154	106	114	62	-127
投资损失	-42	-47	-25	-31	-36
营运资金变动	-141	-207	-150	831	-782
其他经营现金流	13	35	-1	-1	-2
投资活动现金流	-2014	-2266	-9754	-3666	-624
资本支出	1856	2616	8336	1666	-1594
长期投资	-200	280	0	0	0
其他投资现金流	-358	630	-1418	-1999	-2219
筹资活动现金流	-2291	-371	433	-836	-1198
短期借款	-270	530	0	0	0
长期借款	-1090	-329	777	-294	-743
普通股增加	0	0	488	0	0
资本公积增加	10	7	0	0	0
其他筹资现金流	-940	-579	-832	-542	-455
现金净增加额	-569	352	-931	5082	6441

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14190	13115	21992	25342	25754
营业成本	10239	10312	12634	16119	16393
营业税金及附加	93	99	156	178	182
营业费用	372	43	440	558	567
管理费用	156	177	145	253	258
研发费用	332	284	257	304	309
财务费用	154	106	114	62	-127
资产减值损失	-4	-10	0	0	0
其他收益	5	6	0	0	0
公允价值变动收益	13	-9	1	1	2
投资净收益	42	47	25	31	36
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2899	2127	8272	7902	8211
营业外收入	1	11	4	4	5
营业外支出	3	15	9	8	9
利润总额	2896	2123	8267	7898	8207
所得税	443	325	1260	1207	1254
净利润	2453	1798	7008	6691	6953
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2453	1798	7008	6691	6953
EBITDA	4272	3509	9777	9941	10285
EPS(元)	1.16	0.85	3.31	3.16	3.29

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-1.2	-7.6	67.7	15.2	1.6
营业利润(%)	-18.8	-26.6	288.9	-4.5	3.9
归属于母公司净利润(%)	-18.8	-26.7	289.7	-4.5	3.9
获利能力					
毛利率(%)	27.8	21.4	42.6	36.4	36.3
净利率(%)	17.3	13.7	31.9	26.4	27.0
ROE(%)	17.2	11.5	31.6	23.6	20.0
ROIC(%)	15.1	10.4	28.3	21.7	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	21.8	23.8	20.1	17.7	12.0
净负债比率(%)	12.1	8.7	12.8	-8.8	-27.9
流动比率	1.4	0.9	0.7	1.7	3.7
速动比率	0.8	0.6	0.3	1.4	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
应收账款周转率	25.0	456.6	456.6	456.6	456.6
应付账款周转率	8.6	9.0	9.0	9.0	9.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.85	3.31	3.16	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	1.42	3.97	4.53	3.91
每股净资产(最新摊薄)	6.73	7.31	10.40	13.31	16.32
估值比率					
P/E	26.2	35.7	9.2	9.6	9.2
P/B	4.5	4.2	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	15.1	18.5	6.8	6.1	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn