

华鲁恒升 (600426.SH)

克服原材料涨价等影响，业绩同比延续高增长

核心观点：

- 公司发布 2021 年三季报。2021 前三季度实现营收 182.35 亿元，YoY+101.64%；归母净利润 56.12 亿元，YoY+334.84%；扣非后归母净利润 55.96 亿元，YoY+345.21%；毛利率同比提高 17.91 个百分点至 39.62%。Q3 单季度实现营收 66.22 亿元，YoY+117.13%，创历史最好水平；实现归母净利润 18.11 亿元，YoY+368.49%，扣非后归母净利润 18.05 亿元，YoY+375.85%。华鲁恒升费用控制能力突出，期间费用率（含研发）仅 2.93%，同比下降 1.55 个百分点。
- 克服煤炭价格上涨等不利因素，盈利中枢有望保持上升趋势。Q3 煤炭、苯、丙烯等原材料较 Q2 价格均有提高，致 Q3 单季度毛利率环比下滑 5.77 个百分点到 36.49%。我们认为在煤炭价格高位回落、“双碳”政策限制新增产能、公司产品不断升级、第二基地逐步落地的背景下，华鲁恒升盈利中枢有望不断上移，单季度的业绩波动有望收敛。
- 从一体化、柔性生产角度出发，华鲁恒升战略布局 DMC（碳酸二甲酯）和尼龙，进军新能源、新材料领域。华鲁 30 万吨 DMC 已于月初投产，据百川资讯，截至 10 月 27 日，华东地区 DMC 市场报价在 13200-13800 元/吨，主流成交价为 13400 元/吨，仍处于历史较好水平。基于现有产品布局，公司低成本扩张（30 万吨 DMC 项目投资额仅为 3.2 亿元），DMC、己内酰胺、PA6 也共享合成气平台优势，新能源和新材料业务未来可期。
- 盈利预测与投资建议。预计 2021-2023 年华鲁恒升 EPS 分别为 3.33、3.36 和 3.80 元/股。参考可比公司估值，给予 2021 年业绩 15 倍 PE 估值，对应合理价值 49.95 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。原材料价格大幅波动；主营产品价格下跌；在建项目进度低于预期；重大环保、安全生产事故。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,190	13,115	21,144	21,053	27,288
增长率（%）	-1.2	-7.6	61.2	-0.4	29.6
EBITDA（百万元）	4,296	3,508	9,470	9,431	10,384
归母净利润（百万元）	2,453	1,798	7,026	7,099	8,022
增长率（%）	-18.8	-26.7	290.7	1.0	13.0
EPS（元/股）	1.51	1.11	3.33	3.36	3.80
市盈率（P/E）	13.18	33.74	9.58	9.48	8.39
ROE（%）	17.2	11.6	27.5	19.5	16.2
EV/EBITDA	7.92	17.68	6.74	6.23	5.05

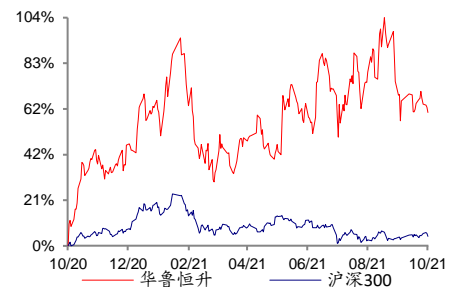
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	31.87 元
合理价值	49.95 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-28

相对市场表现



分析师：

邓先河



SAC 执证号：S0260521040006



dengxianhe@gf.com.cn

分析师：

何雄



SAC 执证号：S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师：

吴鑫然



SAC 执证号：S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意，邓先河、何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

华鲁恒升 (600426.SH):确立 DMC 龙头地位，新材料获关键进展	2021-10-10
华鲁恒升 (600426.SH):新材料项目推进，第二基地建设启动，成长提速	2021-08-31
华鲁恒升 (600426.SH):新能源、新材料、新基地，新阶段开启	2021-07-19

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,491	3,267	8,268	13,147	19,913
货币资金	715	1,066	5,254	10,284	16,490
应收及预付	164	225	762	430	641
存货	332	273	349	331	481
其他流动资产	2,280	1,702	1,902	2,102	2,302
非流动资产	14,697	17,282	21,984	27,977	35,124
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,932	11,250	12,975	15,995	20,168
在建工程	535	3,472	6,472	9,472	12,472
无形资产	1,070	1,238	1,216	1,192	1,168
其他长期资产	1,159	1,322	1,320	1,318	1,316
资产总计	18,187	20,549	30,251	41,124	55,037
流动负债	2,434	3,714	3,416	3,500	4,502
短期借款	0	530	0	0	0
应付及预收	1,181	1,458	1,582	1,625	2,242
其他流动负债	1,253	1,725	1,834	1,875	2,260
非流动负债	1,522	1,186	1,086	986	886
长期借款	1,504	1,175	1,075	975	875
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	12	12	12	12
负债合计	3,956	4,901	4,502	4,486	5,388
股本	1,627	1,627	2,112	2,112	2,112
资本公积	2,073	2,080	2,080	2,080	2,080
留存收益	10,586	11,817	21,431	32,319	45,330
归属母公司股东权益	14,231	15,469	25,569	36,456	49,467
少数股东权益	0	180	180	181	181
负债和股东权益	18,187	20,549	30,251	41,124	55,037

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,190	13,115	21,144	21,053	27,288
营业成本	10,239	10,312	11,858	11,827	16,736
营业税金及附加	93	99	148	148	196
销售费用	372	43	74	74	96
管理费用	156	177	317	316	409
研发费用	332	284	507	484	696
财务费用	154	106	0	-105	-219
资产减值损失	-4	-10	0	0	0
公允价值变动收益	13	-9	0	0	0
投资净收益	42	47	52	63	82
营业利润	2,899	2,127	8,298	8,380	9,467
营业外收支	-2	-4	-2	2	4
利润总额	2,896	2,123	8,296	8,382	9,471
所得税	443	325	1,269	1,282	1,449
净利润	2,453	1,798	7,027	7,099	8,023
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,453	1,798	7,026	7,099	8,022
EBITDA	4,296	3,508	9,470	9,431	10,384
EPS (元)	1.51	1.11	3.33	3.36	3.80

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,736	2,995	7,688	8,542	9,649
净利润	2,453	1,798	7,027	7,099	8,023
折旧摊销	1,298	1,309	1,231	1,227	1,229
营运资金变动	-142	-208	-581	235	442
其它	127	96	11	-19	-45
投资活动现金流	-2,014	-2,266	-3,294	-3,366	-3,301
资本支出	-1,856	-2,595	-3,347	-3,431	-3,385
投资变动	-200	280	0	0	0
其他	42	50	54	65	84
筹资活动现金流	-2,291	-371	-206	-146	-142
银行借款	0	919	-630	-100	-100
股权融资	0	180	485	0	0
其他	-2,291	-1,470	-61	-46	-42
现金净增加额	-569	352	4,188	5,030	6,206
期初现金余额	1,283	715	1,066	5,254	10,284
期末现金余额	715	1,066	5,254	10,284	16,490

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-1.2%	-7.6%	61.2%	-0.4%	29.6%
营业利润增长	-18.8%	-26.6%	290.1%	1.0%	13.0%
归母净利润增长	-18.8%	-26.7%	290.7%	1.0%	13.0%
获利能力					
毛利率	27.8%	21.4%	43.9%	43.8%	38.7%
净利率	17.3%	13.7%	33.2%	33.7%	29.4%
ROE	17.2%	11.6%	27.5%	19.5%	16.2%
ROIC	15.2%	10.3%	25.3%	18.1%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	21.8%	23.8%	14.9%	10.9%	9.8%
净负债比率	27.8%	31.3%	17.5%	12.2%	10.9%
流动比率	1.43	0.88	2.42	3.76	4.42
速动比率	1.24	0.75	2.26	3.60	4.25
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.64	0.70	0.51	0.50
应收账款周转率	412.11	569.94	516.40	490.39	523.54
存货周转率	42.79	47.96	60.54	63.61	56.78
每股指标 (元)					
每股收益	1.51	1.11	3.33	3.36	3.80
每股经营现金流	2.30	1.84	3.64	4.04	4.57
每股净资产	8.75	9.51	12.11	17.26	23.42
估值比率					
P/E	13.18	33.74	9.58	9.48	8.39
P/B	2.27	3.92	2.63	1.85	1.36
EV/EBITDA	7.92	17.68	6.74	6.23	5.05

广发基础化工行业研究小组

- 何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 齐 坤：研究助理，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁 续：研究助理，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。