

华鲁恒升（600426）：盈利能力保持较高水平，新项目布局有望带来新增量

2021年10月28日

强烈推荐/维持

华鲁恒升 公司报告

华鲁恒升发布 2021 年 3 季报：公司 1~3 季度实现营业收入 182.35 亿元，YoY+101.64%，归母净利润 56.12 亿元，YoY+334.84%。公司第 3 季度实现营业收入 66.22 亿元，YoY+117.13%，归母净利润 18.11 亿元，YoY+368.49%。

公司依托洁净煤气化技术，持续提高资源综合利用能力，充分发挥“一头多线”的循环经济柔性多联产经营模式，根据各产品市场情况，及时切换生产运行模式，实现了生产装置长周期满负荷高效运行，主导产品满产满销，公司盈利能力显著提升。

从收入端来看，主要产品价格上行，公司 3 季度业绩继续大幅上涨。受益化工产品价格普遍上涨，及部分产品新产能投产贡献增量，前 3 季度公司肥料、有机胺、己二酸及中间体、醋酸及衍生物、多元醇的**销售收入**分别为 30.87 亿元、39.55 亿元、27.49 亿元、25.07 亿元、32.87 亿元，分别同比增长 24%、158%、225%、160%、87%。**价格方面**，受益原料带动化工行业产品普遍上涨，公司上述产品销售均价分别同比上涨 32%、75%、58%、152%、94%。**产销量方面**，有机胺、己二酸及中间体受益新产能释放，销量分别同比增长 47%、106%，但受到 3 季度部分装置检修 20 多天影响，产量环比有所下滑。

从利润端来看，原材料涨价拖累毛利率单季环比水平，但期间费用管控能力强使整体盈利保持较高水平。**原料方面**，公司主要原料煤炭、苯市场价格环比上涨，尤其是煤炭价格环比大幅上涨 30%，导致公司 3 季度单季毛利率虽同比提升 17 个百分点、但环比下滑 5.8 个百分点。**期间费用方面**，公司费用管控能力较好，公司前 3 季度单季期间费用率仅为 2.9%，同比下降 1.55 个百分点。**利润率方面**，公司盈利能力保持较高水平，前 3 季度净利率为 30.78%，同比增加 16.5 个百分点，ROE 为 30.98%，同比增加 22.2 个百分点，证明了公司“一头多线”降本增效的能力。

“双基地”布局明确公司“十四五”成长路径。公司核心竞争力——生产成本管控能力没有发生明显变化，在化工行业整体景气提升背景下保持了较强的盈利能力。目前公司进入了新一轮成长周期，公司一方面在德州基地不断实施新项目建设、老项目技改升级，并储备了新能源、可降解塑料等后续项目，延伸产业链条；另一方面，公司抓住良机布局荆州第二基地，目前各项目前置条件相继落实，项目建设逐步启动，新基地的项目建设对公司中长期发展具有重要意义，打开了公司成长空间。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。基于 3 季报数据，我们对公司盈利预测相应调整，我们预测公司 2021~2023 年净利润分别为 70.49、76.68 和 85.39 亿元，对应 EPS 分别为 3.34、3.63 和 4.04 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动。

公司简介：

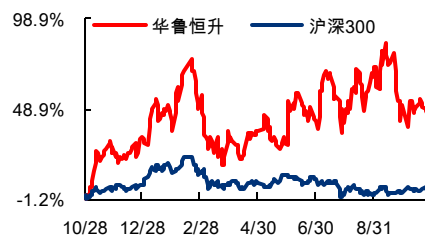
华鲁恒升是多业联产的现代化工企业，主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间体等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局，推动传统产能改造升级，积极发展合成气下游深加工项目，与石油化工下游产业链融合，打造高端新材料板块。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52 周股价区间（元）	40.45-28.27
总市值（亿元）	673.07
流通市值（亿元）	672.19
总股本/流通 A 股（万股）	211,191/211,191
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.17

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	22,105	24,354	26,876
增长率(%)	-1.16%	-7.58%	68.55%	10.17%	10.36%
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	7,049	7,668	8,539
增长率(%)	-18.76%	-26.69%	291.94%	8.79%	11.36%
净资产收益率(%)	17.24%	11.63%	32.00%	27.60%	24.94%
每股收益(元)	1.16	0.85	3.34	3.63	4.04
PE	26	36	9	8	8
PB	4.51	4.15	2.91	2.31	1.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	3491	3267	10594	16751	23787	营业收入	14190	13115	22105	24354	26876
货币资金	715	1066	8326	14482	21532	营业成本	10239	10312	12743	14262	15736
应收账款	34	23	39	43	47	营业税金及附加	93	99	166	183	202
其他应收款	0	0	-60	-133	-221	营业费用	372	43	73	80	88
预付款项	130	202	250	280	309	管理费用	156	177	299	329	363
存货	332	273	338	378	417	财务费用	154	106	61	-41	-137
其他流动资产	2280	1702	1702	1702	1702	资产减值损失	4	10	4	2	2
非流动资产合计	14697	17282	16930	16522	16059	公允价值变动收益	13	-9	-9	-9	-9
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	42	47	47	47	47
固定资产	12467	14721	14406	14035	13606	营业利润	2899	2127	8324	9056	10084
无形资产	1070	1238	1209	1180	1151	营业外收入	1	11	11	11	11
其他非流动资产	1159	1322	1314	1308	1302	营业外支出	3	15	15	15	15
资产总计	18187	20549	27524	33273	39846	利润总额	2896	2123	8321	9052	10080
流动负债合计	2434	3714	4458	4781	5224	所得税	443	325	1272	1384	1541
短期借款	0	530	530	530	530	净利润	2453	1798	7049	7668	8539
应付账款	824	1458	1907	2134	2355	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	357	0	0	0	0	归属母公司净利润	2453	1798	7049	7668	8539
一年内到期的非流动负债	914	718	718	718	718	EBITDA	4349	3538	9734	10418	11406
非流动负债合计	1522	1186	857	528	198	EPS（元）	1.16	0.85	3.34	3.63	4.04
长期借款	1504	1175	845	516	187	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
负债合计	3956	4901	5315	5309	5423	成长能力					
少数股东权益	0	180	180	180	180	营业收入增长	-1%	-8%	69%	10%	10%
实收资本（或股本）	1627	1627	2112	2112	2112	营业利润增长	-19%	-27%	291%	9%	11%
资本公积	2073	2080	1595	1595	1595	归属于母公司净利润增长	-19%	-27%	292%	9%	11%
未分配利润	9773	11003	16859	21848	27452	获利能力					
归属母公司股东权益合计	14231	15469	22029	27785	34243	毛利率(%)	28%	21%	42%	41%	41%
负债和所有者权益	18187	20549	27524	33273	39846	净利率(%)	17%	14%	32%	31%	32%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	13%	9%	26%	23%	21%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	17%	12%	32%	28%	25%
经营活动现金流	3736	2995	9139	9356	10324	偿债能力					
净利润	2453	1798	7049	7668	8539	资产负债率(%)	22%	24%	19%	16%	14%
折旧摊销	1298	1309	1352	1407	1464	流动比率	1.43	0.88	2.38	3.50	4.55
财务费用	154	106	61	-41	-137	速动比率	1.30	0.81	2.30	3.42	4.47
应收账款减少	-11	11	-16	-4	-4	营运能力					
预收账款增加	54	-357	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.68	0.92	0.80	0.74
投资活动现金流	-2014	-2266	-1000	-1000	-1000	应收账款周转率	490.92	456.61	715.42	597.53	598.00
公允价值变动收益	13	-9	-9	-9	-9	应付账款周转率	11.87	11.49	13.14	12.05	11.97
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	42	47	47	47	47	每股收益(最新摊薄)	1.16	0.85	3.34	3.63	4.04
筹资活动现金流	-2291	-371	-879	-2201	-2273	每股净现金流(最新摊薄)	-0.35	0.22	3.44	2.91	3.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.74	7.32	10.43	13.16	16.21
长期借款增加	-1090	-329	-329	-329	-329	估值比率					
普通股增加	0	0	485	0	0	P/E	26.17	35.70	9.11	8.37	7.52
资本公积增加	10	7	-485	0	0	P/B	4.51	4.15	2.91	2.31	1.87
现金净增加额	-569	352	7260	6156	7051	EV/EBITDA	11.76	14.36	5.96	4.94	3.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	华鲁恒升(600426)：核心竞争力持续，看好长期成长空间	2021-03-29
行业深度报告	钛白粉行业报告：海外钛白粉大厂式微，国产龙头进攻	2021-01-29
行业普通报告	陶瓷材料行业报告：国产工艺突破技术瓶颈，新应用场景带来广阔发展空间	2021-01-28
行业深度报告	[东兴化工]钛白粉行业研究跟踪框架之四：从钛原料涨价理解本轮钛白粉行情	2020-11-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

8 年化工行业研究经验。曾就职于中金公司研究部，从业期间获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526