

三季报点评：原材料成本压力有望缓解，未来新材料项目比例提升

买入（维持）

2021年10月28日

证券分析师 柳强

执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

证券分析师 贺顺利

执业证号：S0600521080007

hesl@dwzq.com.cn

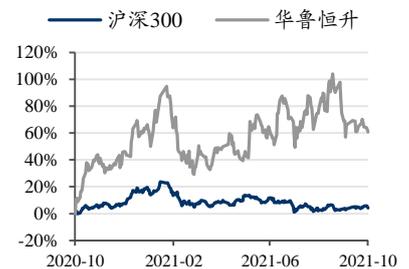
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,115	21,400	28,056	27,622
同比（%）	-7.6%	63.2%	31.1%	-1.5%
归母净利润（百万元）	1,798	7,432	7,646	7,356
同比（%）	-26.7%	313.2%	2.9%	-3.8%
每股收益（元/股）	0.85	3.52	3.62	3.48
P/E（倍）	37.43	9.06	8.80	9.15

事件：公司发布2021年第三季度报告：前三季度实现营业收入182.35亿元，同比+101.64%；归母净利润56.12亿元，同比+334.84%；其中第三季度单季营业收入66.22亿元，同比+117.13%，环比+0.2%；归母净利润18.11亿元，同比+368.49%，环比-18.63%。

投资要点

- **业绩同比保持高增，符合市场预期：**2020Q1-2021Q3，公司单季度分别实现归母净利润4.3亿元、4.74亿元、3.86亿元、5.08亿元、15.76亿元、22.25亿元、18.11亿元，符合市场预期。我们分析主要原因在于：（1）主要产品量价齐升：肥料销量51.54万吨，同比-6%，环比-17%，售价2,002元/吨，同比53%；有机胺销量14.09万吨，同比+22%，环比-8%，售价11,085.88元/吨，同比96%；己二酸销量12.88万吨，同比+152%，环比+11%，售价9,347.83元/吨，同比76%；醋酸销量14.85万吨，同比+20%，环比-3%，售价5,703.70元/吨，同比149%；多元醇销量11.49万吨，同比-25%，环比-33%，售价9,190.60元/吨，同比144%。（2）8月份公司检修及停开车时间20天左右，影响公司营业收入约4亿元。（3）原材料价格大幅上涨，本期煤炭价格550-1140元/吨，煤炭价格同比大幅上涨。随着10月中旬煤炭有效增产及电厂煤耗降低，供需紧张有望逐步缓解。第三季度毛利率36.49%，环比-5.78pct。
- **碳酸二甲酯增产提质项目与己内酰胺装置打通：**2021年第三季度新增资本支出9.35亿元，在建工程达到41.56亿元，固定资产达到120.71亿元，在建工程/固定资产实现34.43%。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。随着技改项目陆续完成并投产，整套装置将具备联产30万吨/年优质碳酸二甲酯的能力。酰胺及尼龙新材料项目己内酰胺及配套装置已打通流程，可年产己内酰胺30万吨、硫铵48万吨，进入试生产阶段生产出合格产品。另外20万吨尼龙6切片等生产装置目前处于在建状态，计划2022年上半年投产。
- **德州基地高端化，荆州基地持续扩产：**公司德州生产基地储备多个新材料项目：尼龙66高端新材料项目、12万吨/年PBAT可降解塑料项目、高端溶剂项目实现产业链延伸与附加值提升。公司荆州基地首批布局2个项目：（1）投资59.24亿元的园区气体动力平台项目，达产后将形成销售收入52亿元、年均利润总额7亿元。（2）投资56.04亿元的合成气综合利用项目，建设100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF，建设期约36个月，达产后将形成销售收入59.68亿元，年均利润总额6.26亿元。
- **盈利预测与投资评级：**鉴于公司业绩同比保持高增长，我们维持此前预测，预计公司2021~2023年归母净利润分别为74.32亿元、76.46亿元、73.56亿元，EPS分别为3.52元、3.62元和3.48元，对应PE分别为9.06X、8.80X和9.15X。考虑公司受益本轮主营产品景气周期，“十四五”多个项目促成长，开辟第二增长曲线，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格波动、原料价格波动、新项目进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.87
一年最低/最高价	18.88/41.28
市净率(倍)	3.59
流通A股市值(百万元)	67219.30

基础数据

每股净资产(元)	9.75
资产负债率(%)	23.14
总股本(百万股)	2111.91
流通A股(百万股)	2109.17

相关研究

- 1、《华鲁恒升（600426）：碳酸二甲酯与己内酰胺项目投产，新材料转型加速推进》2021-10-10
- 2、《华鲁恒升（600426）：战略清晰，脚踏实地，开辟第二增长曲线》2021-08-12
- 3、《华鲁恒升（600426）：2021一季报点评：业绩大超市场预期，涨价助推单季度业绩创新高》2021-04-19

华鲁恒升三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,267	4,414	8,828	15,464	营业收入	13,115	21,400	28,056	27,622
现金	1,066	1,898	6,073	12,961	减:营业成本	10,312	11,581	17,665	17,665
应收账款	23	68	52	66	营业税金及附加	99	151	197	195
存货	273	406	630	406	营业费用	43	352	449	428
其他流动资产	1,904	2,042	2,073	2,031	管理费用	461	538	766	842
非流动资产	17,282	23,844	28,521	26,050	研发费用	284	266	436	504
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	106	35	-14	-152
固定资产	11,250	17,468	22,076	22,970	资产减值损失	10	0	0	0
在建工程	3,472	3,680	3,619	2,893	加:投资净收益	47	25	31	36
无形资产	1,238	1,391	1,538	1,719	其他收益	6	3	4	5
其他非流动资产	1,322	1,306	1,288	1,269	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	20,549	28,259	37,350	41,514	营业利润	2,127	8,773	9,029	8,687
流动负债	3,714	3,427	5,289	3,571	加:营业外净收支	-4	-5	-4	-4
短期借款	530	530	530	530	利润总额	2,123	8,767	9,026	8,683
应付账款	1,458	1,150	2,805	1,158	减:所得税费用	325	1,336	1,380	1,327
其他流动负债	1,725	1,746	1,953	1,883	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,186	1,752	1,863	970	归属母公司净利润	1,798	7,432	7,646	7,356
长期借款	1,175	1,740	1,851	959	EBIT	2,201	8,803	8,998	8,476
其他非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	3,509	10,170	10,992	10,781
负债合计	4,901	5,178	7,152	4,541	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	180	180	180	180	每股收益(元)	0.85	3.52	3.62	3.48
归属母公司股东权益	15,469	22,900	30,017	36,792	每股净资产(元)	7.32	10.61	13.98	17.19
负债和股东权益	20,549	28,259	37,350	41,514	发行在外股份(百万股)	1627	2112	2112	2112
					ROIC(%)	12.8%	35.6%	31.6%	31.0%
					ROE(%)	11.5%	32.9%	25.7%	20.2%
					毛利率(%)	21.4%	45.9%	37.0%	36.0%
					销售净利率(%)	13.7%	34.7%	27.3%	26.6%
					资产负债率(%)	23.8%	18.3%	19.1%	10.9%
					收入增长率(%)	-7.6%	63.2%	31.1%	-1.5%
					净利润增长率(%)	-26.7%	313.2%	2.9%	-3.8%
					P/E	37.43	9.06	8.80	9.15
					P/B	4.35	3.00	2.28	1.85
					EV/EBITDA	19.36	6.63	5.77	5.16

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>