

600426.SH
买入

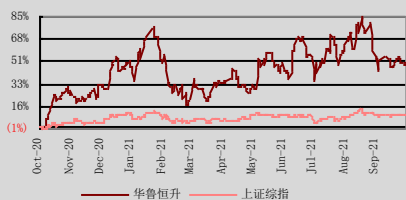
原评级: 买入

市场价格: 人民币 31.87

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 华鲁恒升三季报点评及调整预测

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.9	(4.7)	1.5	60.7
相对上证指数	11.2	(4.1)	(3.9)	51.2

发行股数(百万)	2,115
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	67,394
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,410
净负债比率(%) (2021E)	3
主要股东(%)	
山东华鲁恒升集团有限公司	32

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年10月27日收市价为标准

相关研究报告

《华鲁恒升: 化工化肥量价齐升, 新材料布局蓄势待发》20210901

《华鲁恒升: 化肥化工量价齐升, 新基地保障成长》20210419

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

(8610)66229353

Haitao.Wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

联系人: 曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S130012012004

华鲁恒升

新材料项目陆续投产, 未来发展可期

2021年前三季度公司主营化工及化肥行业维持高景气度, 价格大幅上涨, 配合新增产能释放, 量价齐升。新项目陆续投产及规划保障中长期成长性。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2021年三季度业绩符合预期。**公司发布公告, 2021年前三季度实现营业收入182.35亿元, 同比增长101.64%; 实现归属上市公司股东净利润56.12亿元, 同比增长334.84%; 扣非后归母净利润55.96亿元, 同比增长345.21%。其中, 三季度营收及归母净利润分别是66.22亿元(YOY117.13%)及18.11亿元(YOY368.49%)。前三季度综合销售毛利率达到39.62%。公司第三季度净利润环比第二季度下滑18.6%, 除原材料价格上涨影响之外, 公司8月6日开始对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修20天, 预计影响收入约4亿元。
- **前三季度受益于化工品景气周期, 营收显著增加。**分业务来看, 公司2021年前三季度肥料收入30.87亿元, 同比增长24%, 主要受益于尿素价格上涨。有机胺收入同比大幅增长158%至39.55亿元, 产销量增速均在50%左右, 报告期内公司年产10万吨DMF项目验收。己二酸及中间品收入27.49亿元, 同比增长达到225%, 主要是因为2021年2月19日公司精己二酸项目投产, 己二酸产能翻倍。醋酸及衍生品收入大增160%至25.07亿元, 主要是因为醋酸前三季度均价同比涨幅也达到了168%。公司多元醇21年前三季度收入32.87亿元, 同比增长87%。
- **新材料项目陆续投产, 发展进入新阶段。**公司10月9日发布公告, 碳酸二甲酯(DMC)增产提质系列技改项目已经投产, 预计整套装置(原50万吨乙二醇产能)具备联产30万吨/年优质DMC的能力。DMC下游主要用于锂电池电解液、PC等产品。另外, 公司另一新材料项目酰胺及尼龙6切片中, 己内酰胺30万吨级硫酸铵48万吨装置也已经打通流程, 进入试生产阶段。该项目以苯和氢气为原料, 主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置, 配套建设双氧水、硫酸装置。20万吨尼龙6切片等生产装置目前处于在建状态, 预计2022年上半年投产。未来, 根据山东省发改委项目公示, 公司新增项目还包括依托甲醇的成本优势设计12万吨/年PBAT可降解塑料及5万吨NMP。
- **荆州新基地保障成长。**公司荆州新基地一期项目总投资不少于人民币100亿元。环评报告显示其合成气综合利用项目为C1产业链, 包括合成氨、尿素、醋酸、DMF等产品。荆州煤化工基地位于华中地区, 交通运输便捷, 肥料市场需求较大, 项目综合优势比较明显。目前该项目各项要素条件相继落实, 项目建设逐步启动。荆州新基地建成有望大幅提升公司盈利, 保障公司长期成长空间。

估值

- 产品价格上涨以及新项目顺利投产, 上调公司盈利预测。预计2021-2023年公司EPS分别为3.59元(原3.33元)、3.77元(原3.63元)、3.96元(原3.82元), 当前股价对应的PE为8.9倍、8.5倍、8.1倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济形势变化; 公司新项目投产不及预期; 化工化肥产品价格大幅下跌。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	14,190	13,115	23,783	23,878	25,194
变动(%)	(1)	(8)	81	0	6
净利润(人民币 百万)	2,453	1,798	7,581	7,961	8,369
全面摊薄每股收益(人民币)	1.072	0.786	3.585	3.765	3.958
变动(%)	(24.9)	(26.7)	356.0	5.0	5.1
原全面摊薄每股收益(人民币)			3.33	3.63	3.82
变化幅度(%)			7.7	3.7	3.6
全面摊薄市盈率(倍)	29.7	40.5	8.9	8.5	8.1
价格/每股现金流量(倍)	19.5	24.3	8.4	6.7	6.0
每股现金流量(人民币)	1.63	1.31	3.78	4.78	5.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	21.0	6.5	5.8	5.2
每股股息(人民币)	0.249	0.213	0.896	0.941	0.989
股息率(%)	0.8	0.7	2.8	3.0	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 3.公司财务报告摘要

(百万元)	2021 前三季度	2020 前三季度	同比增长(%)
一、营业总收入	182.35	90.43	101.65
二、营业总成本	116.41	75.59	54.00
其中：营业成本	110.11	70.79	55.54
营业税金及附加	0.95	0.74	28.38
销售费用	0.39	0.33	18.18
管理费用	1.62	1.16	39.66
研发费用	2.67	1.79	49.16
财务费用	0.67	0.78	(14.10)
资产减值损失	-0.05	-0.06	(16.67)
三、其他经营收益	0.01	0.04	(75.00)
公允价值变动收益	0.00	-0.08	(100.00)
投资收益	0.17	0.38	(55.26)
四、营业利润	66.03	15.13	336.42
加：营业外收入	0.01	0.11	(90.91)
减：营业外支出	0.00	0.06	(100.00)
五、利润总额	66.04	15.18	335.05
减：所得税	9.93	2.28	335.53
六、净利润	56.11	12.91	334.62
减：少数股东损益	-0.01	--	--
七、归属母公司净利润	56.12	12.91	334.70
EPS(元)	2.66	0.79	235.06

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	14,190	13,115	23,783	23,878	25,194
销售成本	(10,333)	(10,411)	(13,499)	(13,146)	(13,949)
经营费用	306	530	235	596	934
息税折旧前利润	4,163	3,234	10,519	11,329	12,179
折旧及摊销	(1,298)	(1,309)	(1,543)	(1,893)	(2,285)
经营利润(息税前利润)	2,865	1,925	8,976	9,436	9,894
净利息收入/(费用)	(154)	(106)	(104)	(116)	(94)
其他收益/(损失)	58	40	50	50	50
税前利润	2,896	2,123	8,923	9,371	9,851
所得税	(443)	(325)	(1,342)	(1,409)	(1,482)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,453	1,798	7,581	7,961	8,369
核心净利润	2,453	1,798	7,581	7,961	8,369
每股收益(人民币)	1.072	0.786	3.585	3.765	3.958
核心每股收益(人民币)	1.072	0.786	3.585	3.765	3.958
每股股息(人民币)	0.249	0.213	0.896	0.941	0.989
收入增长(%)	(1)	(8)	81	0	6
息税前利润增长(%)	(14)	(33)	366	5	5
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(22)	225	8	8
每股收益增长(%)	(25)	(27)	356	5	5
核心每股收益增长(%)	(25)	(27)	356	5	5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,896	2,123	8,923	9,371	9,851
折旧与摊销	1,298	1,309	1,543	1,893	2,285
净利息费用	154	106	104	116	94
运营资本变动	(377)	(257)	(1,050)	313	1,017
税金	(443)	(324)	(1,342)	(1,409)	(1,482)
其他经营现金流	207	38	(176)	(168)	(457)
经营活动产生的现金流	3,736	2,995	8,001	10,115	11,307
购买固定资产净值	375	168	6,600	6,400	6,600
投资减少/增加	42	47	45	45	45
其他投资现金流	(2,430)	(2,481)	(13,200)	(12,800)	(13,200)
投资活动产生的现金流	(2,014)	(2,266)	(6,555)	(6,355)	(6,555)
净增权益	(569)	(488)	(1,895)	(1,990)	(2,092)
净增债务	(1,784)	5	846	516	(65)
支付股息	569	488	1,895	1,990	2,092
其他融资现金流	(506)	(376)	(1,456)	(2,106)	(2,186)
融资活动产生的现金流	(2,291)	(371)	(610)	(1,590)	(2,251)
现金变动	(568)	358	836	2,170	2,501
期初现金	1,283	715	1,066	1,903	4,073
公司自由现金流	1,722	729	1,446	3,760	4,752
权益自由现金流	92	840	2,396	4,392	4,781

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	715	1,066	1,903	4,073	6,574
应收帐款	34	23	1,699	687	577
库存	332	273	467	434	637
其他流动资产	130	202	227	191	253
流动资产总计	3,491	3,267	6,174	7,289	10,025
固定资产	12,467	14,721	19,719	24,169	28,429
无形资产	1,070	1,238	1,307	1,373	1,437
其他长期资产	1,106	1,279	620	701	820
长期资产总计	14,643	17,239	21,646	26,243	30,686
总资产	18,187	20,549	27,855	33,558	40,728
应付帐款	824	1,458	1,503	1,381	1,680
短期债务	0	530	559	800	800
其他流动负债	1,610	1,725	1,899	1,513	2,107
流动负债总计	2,434	3,714	3,962	3,694	4,587
长期借款	1,504	1,175	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	18	12	16	16	16
股本	2,115	2,115	2,115	2,115	2,115
储备	12,659	13,897	19,582	25,553	31,830
股东权益	14,774	16,011	21,697	27,668	33,945
少数股东权益	0	180	180	180	180
总负债及权益	18,187	20,549	27,855	33,558	40,728
每股帐面价值(人民币)	6.46	7.00	10.26	13.08	16.05
每股有形资产(人民币)	5.99	6.46	9.64	12.43	15.37
每股净负债/(现金)(人民币)	0.35	0.28	0.31	(0.60)	(1.78)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.3	24.7	44.2	47.4	48.3
息税前利润率(%)	20.2	14.7	37.7	39.5	39.3
税前利润率(%)	20.4	16.2	37.5	39.2	39.1
净利率(%)	17.3	13.7	31.9	33.3	33.2
流动性					
流动比率(倍)	1.4	0.9	1.6	2.0	2.2
利息覆盖率(倍)	18.5	18.1	86.7	81.6	105.5
净权益负债率(%)	5.3	3.9	3.0	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	0.8	1.4	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	29.7	40.5	8.9	8.5	8.1
核心业务市盈率(倍)	29.7	40.6	8.9	8.5	8.1
市净率(倍)	4.9	4.6	3.1	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	19.5	24.3	8.4	6.7	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	21.0	6.5	5.8	5.2
周转率					
存货周转天数	15.7	10.6	10.0	12.5	14.0
应收帐款周转天数	14.6	0.8	13.2	18.2	9.2
应付帐款周转天数	30.8	31.8	22.7	22.0	22.2
回报率					
股息支付率(%)	23.2	27.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	17.9	11.7	40.2	32.3	27.2
资产收益率(%)	13.2	8.4	31.5	26.1	22.6
已运用资本收益率(%)	3.9	2.6	9.0	7.2	6.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371