

核心产品量价齐升，新材料项目陆续投产

华鲁恒升(600426)

评级:	买入	股票代码:	600426
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	52.58/27.21
目标价格:		总市值(亿)	595.77
最新收盘价:	28.21	自由流通市值(亿)	595.00
		自由流通股数(百万)	2,109.17

事件概述

2021年10月28日，公司发布2021年三季报，前三季度公司实现营业收入182.35亿元，同比增长101.64%；归属于上市公司股东的净利润56.12亿元，同比增长334.84%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润55.96亿元，同比增加345.21%。

分析判断:

► 利用煤气化平台生产更多高价值、高盈利产品，是业绩大增主因

公司前三季度收入与净利同比大幅增长，主要因产品量价齐升。自去年以来，公司持续提升己二酸及环己酮的生产能力，并于今年10月完成了己内酰胺的生产。三季度己二酸相关产品的产量达到19.58万吨，同比增长290%。与此同时，己二酸的价格同比翻倍，环己酮和己内酰胺的价格也近乎翻倍的增长。DMF是公司有机胺的核心产品，同比去年三季度价格上涨超120%，公司有机胺的产量也同比增长40%。三季度受碳酸二甲酯装置改造影响，公司多元醇等产品的产量同比下降24%。

► 新材料项目陆续取得进展，打开未来发展空间

2020年9月，公司开始对年产50万吨乙二醇生产装置进行改造，生产乙二醇并联产碳酸二甲酯，目前已具备30万吨/年优质碳酸二甲酯的生产能力。2021年10月，公司碳酸二甲酯产品达到电子级标准，完成了韩国、日本等客户的送样工作。

2021年10月9日，公司以苯和氢气为原料生产酰胺及尼龙项目进入试生产阶段，具备了年产己内酰胺30万吨的生产能力。公司预计2022年上半年，20万吨尼龙6切片项目也将投产。

投资建议

我们维持盈利预测，预计公司2021-2023年公司营业收入分别为246.91/237.65/266.74亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为73.16/68.07/82.88亿元，EPS分别为3.46/3.22/3.92元，对应2021年11月8日收盘价28.21元，PE分别为8/9/7倍。公司利用柔性煤气化平台，提高高价值、高盈利产品的产量，公司新材料项目也陆续投产，碳酸二甲酯达到电子级标准，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，产品价格大幅波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	24,691	23,765	26,674
YoY (%)	-1.2%	-7.6%	88.3%	-3.7%	12.2%
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	7,316	6,807	8,288
YoY (%)	-18.8%	-26.7%	306.8%	-7.0%	21.8%
毛利率 (%)	27.8%	21.4%	40.1%	38.5%	41.4%
每股收益 (元)	1.16	0.85	3.46	3.22	3.92
ROE	17.2%	11.6%	29.2%	20.0%	18.6%
市盈率	24.29	33.13	8.14	8.75	7.19

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

分析师：白竣天

邮箱：baijt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,115	24,691	23,765	26,674	净利润	1,798	7,317	6,808	8,288
YoY (%)	-7.6%	88.3%	-3.7%	12.2%	折旧和摊销	1,309	1,621	1,957	2,287
营业成本	10,312	14,792	14,613	15,626	营运资金变动	-208	126	276	105
营业税金及附加	99	173	167	192	经营活动现金流	2,995	9,073	9,030	10,660
销售费用	43	270	199	246	资本开支	-2,595	-6,342	-6,502	-6,502
管理费用	177	283	285	329	投资	280	0	0	0
财务费用	106	47	17	-9	投资活动现金流	-2,266	-6,356	-6,451	-6,552
研发费用	284.03	555.79	524.81	594.75	股权募资	180	485	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	919	-530	0	0
投资收益	47	60	71	80	筹资活动现金流	-371	-593	-659	-859
营业利润	2,127	8,639	8,038	9,786	现金净流量	352	2,123	1,920	3,250
营业外收支	-4	-2	-2	-2	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润总额	2,123	8,637	8,036	9,784	成长能力（%）				
所得税	325	1,320	1,229	1,496	营业收入增长率	-7.6%	88.3%	-3.7%	12.2%
净利润	1,798	7,317	6,808	8,288	净利润增长率	-26.7%	306.8%	-7.0%	21.8%
归属于母公司净利润	1,798	7,316	6,807	8,288	盈利能力（%）				
YoY (%)	-26.7%	306.8%	-7.0%	21.8%	毛利率	21.4%	40.1%	38.5%	41.4%
每股收益	0.85	3.46	3.22	3.92	净利率	13.7%	29.6%	28.6%	31.1%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	8.8%	24.1%	17.3%	16.5%
货币资金	1,066	3,190	5,110	8,360	净资产收益率 ROE	11.6%	29.2%	20.0%	18.6%
预付款项	202	256	264	279	偿债能力（%）				
存货	273	493	452	484	流动比率	0.88	1.53	1.93	2.64
其他流动资产	1,725	2,060	1,898	1,948	速动比率	0.75	1.34	1.75	2.45
流动资产合计	3,267	5,999	7,724	11,071	现金比率	0.29	0.81	1.28	1.99
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	23.8%	16.8%	13.2%	10.7%
固定资产	11,250	17,212	23,589	30,035	经营效率（%）				
无形资产	1,238	1,211	1,184	1,157	总资产周转率	0.64	0.81	0.60	0.53
非流动资产合计	17,282	24,332	31,601	39,151	每股指标（元）				
资产合计	20,549	30,331	39,325	50,222	每股收益	0.85	3.46	3.22	3.92
短期借款	530	0	0	0	每股净资产	7.32	11.86	16.08	21.14
应付账款及票据	1,458	1,791	1,869	1,963	每股经营现金流	1.42	4.30	4.28	5.05
其他流动负债	1,725	2,127	2,130	2,238	每股股利	0.30	0.23	0.28	0.38
流动负债合计	3,714	3,918	3,999	4,201	估值分析				
长期借款	1,175	1,175	1,175	1,175	PE	33.13	8.14	8.75	7.19
其他长期负债	12	12	12	12	PB	5.09	2.38	1.75	1.33
非流动负债合计	1,186	1,186	1,186	1,186					
负债合计	4,901	5,105	5,185	5,387					
股本	1,627	2,112	2,112	2,112					
少数股东权益	180	180	181	181					
股东权益合计	15,649	25,227	34,140	44,834					
负债和股东权益合计	20,549	30,331	39,325	50,222					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

白竣天：华西证券研究所化工行业分析师，理学硕士，五年实业经验，证券行业从业经验五年。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。