

Q3 维持高景气 新材料未来可期

——华鲁恒升 (600426.SH)

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2021 年三季报: 今年前三季度实现营收 182 亿元, 归母净利润 56 亿元, 分别同比增加 102%和 335%; 2021 年 Q3 单季实现 66 亿元营收 (同比+117.1%, 环比+0.2%)、18.1 元净利 (同比+368.5%, 环比-18.6%)。公司 2021Q3 单季度毛利率 36.5% (同比+16.5 pct, 环比-5.8 pct)。

投资摘要:

Q3 业绩同比延续高增长, 检修影响部分主营产品产量环比下降。公司 Q3 单季度实现营收、归母净利润同比增加 117.1%、368.5%。单季度, 公司 5 大业务板块产量: 肥料 (同比-4.1%, 环比-15.7%)、有机胺 (同比+39.2%, 环比-4.7%)、己二酸及中间品 (同比+191.4%, 环比+11.7%)、醋酸及衍生品 (同比+20.8%, 环比-4.1%)、多元醇 (同比-24.2%, 环比-30.2%)。有机胺与己二酸因新增产能投放, 产量同比大幅提升, 而部分主营产品产量环比下滑, 受到三季度部分装置检修 20 天影响, 影响公司营业收入约 4 亿元。公司 Q3 单季度毛利率 36.5%, 环比-5.8 pct, 主要受到原材料煤炭价格上涨明显。

主营产品价格继续环比上涨, 四季度仍将延续景气。单季度, 公司 5 大业务板块销售均价: 肥料 2002 元/吨, 环比+14.4%; 有机胺 11086 元/吨, 环比+29.04%; 己二酸及中间品 9345 元/吨, 环比+5.6%; 醋酸及衍生品 5704 元/吨, 环比-13.40%、多元醇 9191 元/吨, 环比+33.97%。当前原材料煤炭、纯苯、丙烯价格较 2021Q3 均价仍有所上涨, 但随着国内 Q4 煤炭新产能释放, 预计煤炭价格逐步回落, 有助于缓解公司成本压力。

新增项目规划陆续兑现, 公司未来成长空间可期。公司积极切入新能源、新材料领域, 德州基地 30 万吨乙二醇车间碳酸酯改造联产 DMC 项目、30 万吨己内酰胺装置已于 10 月初投放, 与己内酰胺配套的 20 万吨/年尼龙 6 切片等项目预计 2022 年上半年投产。此外, 据德州市发改委项目立项情况公示, 公司 PA66 高端新材料项目、12 万吨/年 PBAT 可降解塑料项目、高端溶剂项目立项; 荆州第二基地项目审批落地, 一期气体动力平台项目、合成气综合利用项目将形成 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、30 万吨/年混甲胺、DMF 产能。建成投产后, 预计年均实现营业收入 111.68 亿元, 利润总额 13.26 亿元。

投资建议: 我们预计 2021-2023 年营收为 237.3、282.4、319.3 亿元, 归母净利润分别为 70.97、85.8 和 106.17 亿元, 对应 EPS 分别为 3.36、4.06 和 5.02 元, PE 分别为 8.53 倍、7.06 倍、5.7 倍, 维持对公司买入评级。风险提示: 在建项目投产不及预期, 化工品价格下跌。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,190.48	13,114.96	23,728.36	28,243.18	31,931.62
增长率 (%)	-1.16%	-7.58%	80.93%	19.03%	13.06%
归母净利润 (百万)	2,453.03	1,798.38	7,097.03	8,583.00	10,616.99
增长率 (%)	-18.76%	-26.69%	294.64%	20.94%	23.70%
净资产收益率 (%)	17.24%	11.63%	33.75%	31.68%	30.69%
每股收益(元)	1.51	1.11	3.36	4.06	5.03
PE	19.02	25.93	8.53	7.06	5.70
PB	3.28	3.02	2.88	2.24	1.75

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入 (维持)

2021 年 11 月 17 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.11.17

总市值/流通市值 (亿元)	606/605
总股本 (亿股)	21.12
资产负债率 (%)	23.14
每股净资产 (元)	9.75
收盘价 (元)	28.68
一年内最低价/最高价 (元)	24.75/52.58

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《华鲁恒升 (600426.SH) 中报业绩点评: 21H1 业绩增长亮眼 步入成长窗口期: 华鲁恒升 (600426.SH) 中报业绩点评》2021-08-31
- 2、《公司点评 (600426.SH 华鲁恒升): DMC 项目驱动新成长: 华鲁恒升 (600426.SH)》2021-07-14
- 3、《华鲁恒升 (600426.SH) 中报业绩预增点评: 景气度持续兑现 业绩维持高速增长: 华鲁恒升 (600426.SH) 中报业绩预增点评》2021-07-05

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
营业收入	14190	13115	23728	28243	31932	流动资产合计	3491	3267	9049	15587	23314		
营业成本	10239	10312	14380	17048	18246	货币资金	715	1066	6620	12960	20521		
营业税金及附加	93	99	179	213	240	应收账款	34	23	42	50	56		
营业费用	372	43	78	93	105	其他应收款	0	0	0	0	0		
管理费用	156	177	321	382	431	预付款项	130	202	304	423	552		
研发费用	332	284	312	344	378	存货	332	273	381	452	484		
财务费用	154	106	82	33	-1	其他流动资产	53	258	258	258	258		
资产减值损失	-3.91	-10.23	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	14697	17282	16902	16518	16126		
公允价值变动收益	13.49	-9.35	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0	0	0	0	0		
投资净收益	41.73	46.93	0.00	0.00	0.00	固定资产	11924.31	11249.73	12522.12	12996.29	13080.19		
营业利润	2899	2127	8378	10132	12533	无形资产	1070	1238	1115	1003	903		
营业外收入	0.57	11.19	0.00	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	2.99	15.17	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1091	1271	1271	1271	1271		
利润总额	2896	2123	8378	10132	12533	资产总计	18187	20549	25951	32105	39440		
所得税	443	325	1281	1549	1916	流动负债合计	2434	3714	3453	3494	3287		
净利润	2453	1798	7097	8583	10617	短期借款	0	530	0	0	0		
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	824	1458	2006	2378	2545		
归属母公司净利润	2453	1798	7097	8583	10617	预收款项	357	0	-278	-609	-984		
EBITDA	5392	4743	9208	10956	13330	一年内到期的非流动负债	914	718	718	718	718		
EPS (元)	1.51	1.11	3.36	4.06	5.03	非流动负债合计	1522	1186	1292	1337	1374		
主要财务比率						长期借款	1504	1175	1175	1175	1175		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	3956	4901	4745	4831	4661		
营业收入增长	-1.16%	-7.58%	80.93%	19.03%	13.06%	少数股东权益	0	180	180	180	180		
营业利润增长	-18.77%	-26.63%	293.87%	20.94%	23.70%	实收资本(或股本)	1627	1627	2112	2112	2112		
归属于母公司净利润增长	294.64%	20.94%	294.64%	20.94%	23.70%	资本公积	2073	2080	2080	2080	2080		
获利能力						未分配利润	9773	11003	13239	15943	19288		
毛利率(%)	27.84%	21.37%	39.40%	39.64%	42.86%	归属母公司股东权益合计	14231	15469	21026	27094	34600		
净利率(%)	17.29%	13.71%	29.91%	30.39%	33.25%	负债和所有者权益	18187	20549	25951	32105	39440		
总资产净利润(%)	13.49%	8.75%	27.35%	26.73%	26.92%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	17.24%	11.63%	33.75%	31.68%	30.69%	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
偿债能力						经营活动现金流	3736	2995	7972	9253	11043		
资产负债率(%)	22%	24%	18%	15%	12%	净利润	2453	1798	7097	8583	10617		
流动比率	0.88	2.62	4.46	7.09		折旧摊销	2338.93	2509.83	0.00	679.25	697.82		
速动比率	0.81	2.51	4.33	6.95		财务费用	154	106	82	33	-1		
营运能力						应付帐款减少	0	0	-19	-8	-6		
总资产周转率	0.77	0.68	1.02	0.97	0.89	预收帐款增加	0	0	-278	-331	-374		
应收账款周转率	491	457	734	619	605	投资活动现金流	-2014	-2266	-373	-410	-410		
应付账款周转率	11.87	11.49	13.70	12.89	12.97	公允价值变动收益	13	-9	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.11	3.36	4.06	5.03	投资收益	42	47	0	0	0		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.35	0.22	2.63	3.00	3.58	筹资活动现金流	-2291	-371	-2045	-2503	-3073		
每股净资产(最新摊薄)	8.75	9.51	9.96	12.83	16.38	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0		
P/E	19.02	25.93	8.53	7.06	5.70	普通股增加	0	0	485	0	0		
P/B	3.28	3.02	2.88	2.24	1.75	资本公积增加	10	7	0	0	0		
EV/EBITDA	8.97	10.12	6.06	4.52	3.15	现金净增加额	-568	358	5554	6340	7561		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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口头承诺均为无效。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

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本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。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上