

华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.65 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	21.09
总市值(亿元)	689.54
年内股价最高最低(元)	40.45/25.61
沪深 300 指数	4914
上证指数	3623



相关报告

- 1.《检修影响产量, 煤价影响成本盈利略有调整-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.10.28
- 2.《新项目投产运行, 新材料布局构建良好基础-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.10.10
- 3.《多产品共振盈利表现优异, 新材料延伸发展-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.8.31
- 4.《产品价格明显提升, 公司弹性有效释放-【国金化工】华鲁恒升公司...》, 2021.7.6
- 5.《产品盈利大幅提升, 公司兼具稳健和成长属性-【国金化工】华鲁恒...》, 2021.4.18

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyirong@gjzq.com.cn

股票激励计划实施, 彰显公司持续发展信心

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	24,261	25,892	27,203
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	84.99%	6.72%	5.06%
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796
归母净利润增长率	-18.76%	-26.69%	305.28%	1.33%	5.57%
摊薄每股收益(元)	1.508	1.106	3.451	3.497	3.691
每股经营性现金流净额	2.30	1.83	4.23	4.36	4.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.24%	11.63%	33.22%	25.93%	22.07%
P/E	13.18	33.74	9.46	9.34	8.84
P/B	2.27	3.92	3.14	2.42	1.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 12月22日, 公司发布限制性股票激励计划, 计划向包括董事、高管以及公司核心技术、经营、管理和技能骨干人员在内的 190 人授予 1060 万股, 预留 260 万股, 授予价格为每股 17.93 元, 约占公司总股本 0.625%。

分析

- 公司股权激励计划持续推进, 有利于公司在未来项目建设过程中, 持续提升员工积极性。今年以来, 公司持续进行新项目规划和建设, 投建了有机胺项目、己内酰胺项目、DMC 项目等, 未来预计还将建设并投产尼龙 6 项目, 可降解塑料、尼龙 66, 新能源材料等系列项目, 并且在原有基地的基础上, 更是需要在湖北进行第二基地的建设, 不仅需要公司进一步提升科研人员的培养和激励, 还需要继续发扬现有的运营管理优势。公司过去一直在推进股权激励计划, 此次股权激励计划的推出将有望持续提升公司的员工积极性, 为公司持续布局新项目, 提升公司业绩提供动力。
- 针对营收和税前分红为基准, 彰显了公司持续发展的信心。股权激励计划的考核标准, 以 2020 年数据为基准, 2022-2024 年的营业收入同比增长不低于 80%、85%、160%, 意味着 2022-2024 年营收将达到 236 亿元、243 亿元、341 亿元, 整体数值保持较高水平, 根据今年前三季度整体营收达到 182 亿元, 意味着在现在价格高位的状态下, 明年的整体营收基本可以保持今年前三季度平均单季度水平, 若 2022 年可以达标, 意味着公司的新增项目可以在一定程度上对抗部分产品价格下行压力, 彰显了公司对于未来长期业绩中枢明显上行的信心。
- 公司的利基产品盈利中枢上移, 预计未来将有望受益于业绩和估值的双重提升。今年公司尿素、醋酸、有机胺盈利良好, 未来受到行业格局优化的影响预计将持续位于良好盈利水平, 周期波动减弱, 同时公司破除了成长限制, 预计将实现业绩、估值的双向提升。

投资建议

- 公司现阶段在煤炭成本提升的状态下, 前期高盈利的产品利润空间或将有一定的压缩, 但预期整体仍将位于较好的盈利水平, 未来新材料产品相继落地, 下调 2021-2023 年归母净利润 5%、5%、7%, 预测分别为 72.88、73.85、77.96 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 冬季能耗管控及环保治理影响行业整体供给; 第二基地建设进度不达预期; 政策变动影响; 原材料及产品大幅波动风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,357	14,190	13,115	24,261	25,892	27,203
增长率		-1.2%	-7.6%	85.0%	6.7%	5.1%
主营业务成本	-9,980	-10,239	-10,312	-14,574	-16,075	-16,941
%销售收入	69.5%	72.2%	78.6%	60.1%	62.1%	62.3%
毛利	4,376	3,951	2,803	9,688	9,817	10,262
%销售收入	30.5%	27.8%	21.4%	39.9%	37.9%	37.7%
营业税金及附加	-98	-93	-99	-170	-181	-190
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-261	-372	-43	-80	-83	-84
%销售收入	1.8%	2.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-141	-156	-177	-303	-324	-340
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-68	-332	-284	-534	-570	-571
%销售收入	0.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	3,808	2,998	2,200	8,601	8,660	9,076
%销售收入	26.5%	21.1%	16.8%	35.4%	33.4%	33.4%
财务费用	-177	-154	-106	-48	4	65
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-76	-5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	-9	0	0	0
投资收益	12	42	47	51	53	59
%税前利润	0.3%	1.4%	2.2%	0.6%	0.6%	0.6%
营业利润	3,569	2,899	2,127	8,603	8,717	9,201
营业利润率	24.9%	20.4%	16.2%	35.5%	33.7%	33.8%
营业外收支	-3	-2	-4	2	2	4
税前利润	3,565	2,896	2,123	8,605	8,719	9,204
利润率	24.8%	20.4%	16.2%	35.5%	33.7%	33.8%
所得税	-546	-443	-325	-1,317	-1,334	-1,408
所得税率	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	3,020	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,020	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796
净利率	21.0%	17.3%	13.7%	30.0%	28.5%	28.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,020	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,297	1,302	1,298	1,305	1,669	2,253
非经营收益	180	122	86	37	26	19
营运资金变动	-556	-142	-208	307	128	51
经营活动现金净流	3,941	3,735	2,975	8,938	9,209	10,119
资本开支	-1,287	-1,856	-2,595	-4,743	-7,840	-3,888
投资	-1,080	-200	280	0	0	0
其他	12	42	50	51	53	59
投资活动现金净流	-2,356	-2,014	-2,266	-4,692	-7,787	-3,829
股权募资	55	0	180	26	0	0
债权募资	-632	-1,784	2	-561	100	65
其他	-477	-507	-559	-944	-926	-1,032
筹资活动现金净流	-1,055	-2,291	-377	-1,479	-826	-967
现金净流量	530	-570	332	2,766	596	5,323

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,283	715	1,066	3,833	4,428	9,751
应收款项	1,103	968	462	962	1,027	1,079
存货	557	332	273	439	484	511
其他流动资产	1,373	1,477	1,465	1,344	1,363	1,424
流动资产	4,317	3,491	3,267	6,578	7,303	12,765
%总资产	23.1%	19.2%	15.9%	24.1%	21.4%	30.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13,186	12,467	14,721	17,921	23,851	25,319
%总资产	70.7%	68.5%	71.6%	65.6%	69.7%	61.3%
无形资产	761	1,123	1,282	1,493	1,682	1,830
非流动资产	14,340	14,697	17,282	20,730	26,903	28,541
%总资产	76.9%	80.8%	84.1%	75.9%	78.6%	69.1%
资产总计	18,657	18,187	20,549	27,308	34,206	41,307
短期借款	1,608	914	1,248	698	798	863
应付款项	1,667	896	1,663	1,752	1,932	2,036
其他流动负债	702	624	803	1,566	1,643	1,729
流动负债	3,978	2,434	3,714	4,016	4,373	4,628
长期贷款	2,594	1,504	1,175	1,175	1,175	1,175
其他长期负债	17	18	12	0	0	0
负债	6,589	3,956	4,901	5,190	5,548	5,803
普通股股东权益	12,068	14,231	15,469	21,938	28,478	35,324
其中：股本	1,627	1,627	1,627	2,112	2,112	2,112
未分配利润	7,645	9,773	11,003	17,447	23,987	30,833
少数股东权益	0	0	180	180	180	180
负债股东权益合计	18,657	18,187	20,549	27,308	34,206	41,307

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.864	1.508	1.106	3.451	3.497	3.691
每股净资产	7.448	8.749	9.509	10.388	13.484	16.726
每股经营现金净流	2.432	2.296	1.829	4.232	4.360	4.791
每股股利	0.150	0.200	0.200	0.400	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	25.02%	17.24%	11.63%	33.22%	25.93%	22.07%
总资产收益率	16.19%	13.49%	8.75%	26.69%	21.59%	18.87%
投入资本收益率	19.82%	15.25%	10.31%	30.36%	23.95%	20.48%
增长率						
主营业务收入增长率	37.94%	-1.16%	-7.58%	84.99%	6.72%	5.06%
EBIT增长率	137.11%	-21.27%	-26.63%	291.02%	0.69%	4.81%
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-26.69%	305.28%	1.33%	5.57%
总资产增长率	16.45%	-2.52%	12.99%	32.89%	25.26%	20.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	17.5	15.8	10.7	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	53.0	42.6	40.4	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	330.1	306.9	313.1	180.0	214.5	257.4
偿债能力						
净负债/股东权益	24.19%	2.88%	2.25%	-13.40%	-12.07%	-24.55%
EBIT利息保障倍数	21.6	19.4	20.7	178.7	-2,116.3	-138.9
资产负债率	35.32%	21.75%	23.85%	19.01%	16.22%	14.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	13	53	69	149
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-28	买入	26.00	N/A
2	2020-11-03	买入	29.13	N/A
3	2021-03-29	买入	35.00	N/A
4	2021-04-18	买入	36.00	N/A
5	2021-07-06	买入	31.45	N/A
6	2021-08-31	买入	36.92	N/A
7	2021-10-10	买入	33.57	N/A
8	2021-10-28	买入	31.87	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402