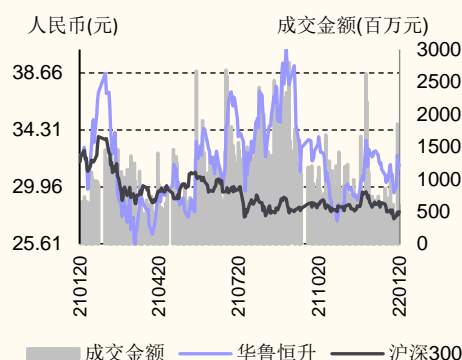


市场价格 (人民币): 31.67 元

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)	668.84
年内股价最高最低(元)	40.45/25.61
沪深 300 指数	4824
上证指数	3555



相关报告

- 《股票激励计划实施, 彰显公司持续发展信心-【国金化工】华鲁恒升...》, 2021.12.22
- 《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
- 《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
- 《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...》, 2021.09.24
- 《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

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

新材料研发成功, 项目有望加速落地

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	9.06	8.58
P/B	2.27	3.92	3.14	2.35	1.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 18 日发布公告, 公司新产品碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯研发成功, 试验装置已经打通工艺流程, 产品质量已达到电子级的标准。

分析

- 自我研发驱动能力, 有效带动项目落地。**公司 2021 年四季度已经实现了碳酸二甲酯 30 万吨产线量化生产, 规模优势突出, 成本优势显著。公司多年来在煤化工领域进行布局, 借助煤气化平台实现成本优势, 但是多年的积累中, 不仅具备不断优化改进的能力, 在新品的技术创新上也逐步累积, 此次的碳酸甲乙酯、碳酸二乙酯以及前期量产的碳酸二甲酯产品体现了公司的自我研发驱动能力, 为公司未来进一步在新能源领域进行项目布局提供基础。
- 公司项目建设效率高, 碳酸二甲酯二期项目有望逐步落地。**公司多年来发展稳健, 每一个项目建设都稳扎稳打, 通过小规模产线或者试验线进行中试研发和技术攻关, 成功后将迅速进行规模放大和产能提升, 无论是醋酸、碳酸二甲酯、乙二醇等产品都实现了良好的工程化放大, 同时大幅优化了规模化的生产成本, 此次新产品研发成功, 是公司中试线的成功, 实现了技术的打通和品质的保证, 有望为公司德州新项目的建设提供良好的基础, 扩充产品品类, 提供多元化产品, 同时加速二期项目的落地, 形成业绩增量。
- 股权激励继续执行, 公司抵御风险能力进一步提升, 突破成长限制。**公司今年继续推行股权激励计划, 持续提升公司发展动力, 作为领先的煤化工企业, 公司的优势逐步被认可, 同时伴随着碳中和的管控, 公司部分产品的周期属性也有望逐步减弱, 行业的格局优化有望逐步稳定行业利润, 而公司的优势是在行业盈利的基础获得更高的个体优势利润空间, 从而支撑公司持续获得更高的产品盈利能力。一直困扰公司成长空间限制也不断突破, 产业链延伸及第二基地的建设为公司持续提供成长性, 同时丰富公司的产品体系。

投资建议

- 四季度部分煤化工产品价格出现一定程度的回调, 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, 未来新材料及第二基地将带动公司业绩提升, 预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 72.88、73.85、77.96 亿元, EPS 分别为 3.45、3.50、3.69 元, 对应 PE 分别为 9.5、9.1、8.6 倍, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,357	14,190	13,115	24,261	25,892	27,203	货币资金	1,283	715	1,066	3,833	4,428	9,751
增长率	-1.2%	-7.6%	85.0%	6.7%	5.1%		应收款项	1,103	968	462	962	1,027	1,079
主营业务成本	-9,980	-10,239	-10,312	-14,574	-16,075	-16,941	存货	557	332	273	439	484	511
%销售收入	69.5%	72.2%	78.6%	60.1%	62.1%	62.3%	其他流动资产	1,373	1,477	1,465	1,344	1,363	1,424
毛利	4,376	3,951	2,803	9,688	9,817	10,262	流动资产	4,317	3,491	3,267	6,578	7,303	12,765
%销售收入	30.5%	27.8%	21.4%	39.9%	37.9%	37.7%	%总资产	23.1%	19.2%	15.9%	24.1%	21.4%	30.9%
营业税金及附加	-98	-93	-99	-170	-181	-190	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	13,186	12,467	14,721	17,921	23,851	25,319
销售费用	-261	-372	-43	-80	-83	-84	%总资产	70.7%	68.5%	71.6%	65.6%	69.7%	61.3%
%销售收入	1.8%	2.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	761	1,123	1,282	1,493	1,682	1,830
管理费用	-141	-156	-177	-303	-324	-340	非流动资产	14,340	14,697	17,282	20,730	26,903	28,541
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	76.9%	80.8%	84.1%	75.9%	78.6%	69.1%
研发费用	-68	-332	-284	-534	-570	-571	资产总计	18,657	18,187	20,549	27,308	34,206	41,307
%销售收入	0.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	短期借款	1,608	914	1,248	698	798	863
息税前利润 (EBIT)	3,808	2,998	2,200	8,601	8,660	9,076	应付款项	1,667	896	1,663	1,752	1,932	2,036
%销售收入	26.5%	21.1%	16.8%	35.4%	33.4%	33.4%	其他流动负债	702	624	803	1,566	1,643	1,729
财务费用	-177	-154	-106	-48	4	65	流动负债	3,978	2,434	3,714	4,016	4,373	4,628
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	0.2%	0.0%	-0.2%	长期贷款	2,594	1,504	1,175	1,175	1,175	1,175
资产减值损失	-76	-5	10	0	0	0	其他长期负债	17	18	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	-9	0	0	0	负债	6,589	3,956	4,901	5,190	5,548	5,803
投资收益	12	42	47	51	53	59	普通股股东权益	12,068	14,231	15,469	21,938	28,478	35,324
%税前利润	0.3%	1.4%	2.2%	0.6%	0.6%	0.6%	其中：股本	1,627	1,627	1,627	2,112	2,112	2,112
营业利润	3,569	2,899	2,127	8,603	8,717	9,201	未分配利润	7,645	9,773	11,003	17,447	23,987	30,833
营业利润率	24.9%	20.4%	16.2%	35.5%	33.7%	33.8%	少数股东权益	0	0	180	180	180	180
营业外收支	-3	-2	-4	2	2	4	负债股东权益合计	18,657	18,187	20,549	27,308	34,206	41,307
税前利润	3,565	2,896	2,123	8,605	8,719	9,204	比率分析						
利润率	24.8%	20.4%	16.2%	35.5%	33.7%	33.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-546	-443	-325	-1,317	-1,334	-1,408	每股指标						
所得税率	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	1.864	1.508	1.106	3.451	3.497	3.691
净利润	3,020	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796	每股净资产	7.448	8.749	9.509	10.388	13.484	16.726
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.432	2.296	1.829	4.232	4.360	4.791
归属于母公司的净利润	3,020	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796	每股股利	0.150	0.200	0.200	0.400	0.400	0.450
净利率	21.0%	17.3%	13.7%	30.0%	28.5%	28.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.02%	17.24%	11.63%	33.22%	25.93%	22.07%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	16.19%	13.49%	8.75%	26.69%	21.59%	18.87%
净利润	3,020	2,453	1,798	7,288	7,385	7,796	投入资本收益率	19.82%	15.25%	10.31%	30.36%	23.95%	20.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,297	1,302	1,298	1,305	1,669	2,253	主营业务收入增长率	37.94%	-1.16%	-7.58%	84.99%	6.72%	5.06%
非经营收益	180	122	86	37	26	19	EBIT 增长率	137.11%	-21.27%	-26.63%	291.02%	0.69%	4.81%
营运资金变动	-556	-142	-208	307	128	51	净利润增长率	147.10%	-18.76%	-26.69%	305.28%	1.33%	5.57%
经营活动现金净流	3,941	3,735	2,975	8,938	9,209	10,119	总资产增长率	16.45%	-2.52%	12.99%	32.89%	25.26%	20.76%
资本开支	-1,287	-1,856	-2,595	-4,743	-7,840	-3,888	资产管理能力						
投资	-1,080	-200	280	0	0	0	应收账款周转天数	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
其他	12	42	50	51	53	59	存货周转天数	17.5	15.8	10.7	11.0	11.0	11.0
投资活动现金净流	-2,356	-2,014	-2,266	-4,692	-7,787	-3,829	应付账款周转天数	53.0	42.6	40.4	40.0	40.0	40.0
股权募资	55	0	180	26	0	0	固定资产周转天数	330.1	306.9	313.1	180.0	214.5	257.4
债权募资	-632	-1,784	2	-561	100	65	偿债能力						
其他	-477	-507	-559	-944	-926	-1,032	净负债/股东权益	24.19%	2.88%	2.25%	-13.40%	-12.07%	-24.55%
筹资活动现金净流	-1,055	-2,291	-377	-1,479	-826	-967	EBIT 利息保障倍数	21.6	19.4	20.7	178.7	-2,116.3	-138.9
现金净流量	530	-570	332	2,766	596	5,323	资产负债率	35.32%	21.75%	23.85%	19.01%	16.22%	14.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	21	34	74	133
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.05	1.03	1.01	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。

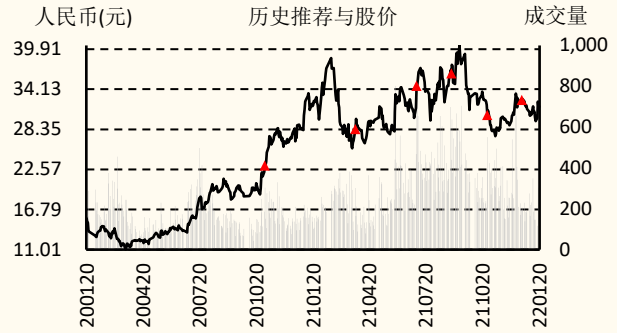
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-11-03	买入	29.13	N/A
2	2021-03-29	买入	35.00	N/A
3	2021-04-18	买入	36.00	N/A
4	2021-07-06	买入	31.45	N/A
5	2021-08-31	买入	36.92	N/A
6	2021-10-10	买入	33.57	N/A
7	2021-10-28	买入	31.87	N/A
8	2021-12-23	买入	32.65	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