

# 华鲁恒升 (600426.SH)

## 新能源多项目推进, 产品升级显成效

### 核心观点:

- 华鲁恒升发布 2021 年度业绩快报公告。2021 年度公司实现营业收入 266.47 亿元, 同比增长 103.18%; 实现归属于上市公司股东的净利润 72.54 亿元, 同比增长 303.45%; 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 72.20 亿元, 同比增长 309.30%; 基本每股收益 3.432 元, 同比增长 303.76%。
- 原油价格持续上行, “煤头” 化工品成本优势显现。截止 2 月 25 日, 布伦特油以及 WTI 结算价均已突破 90 美元/桶, 为 2015 年以来的新高水平。2020 年下半年以来, 在 OPEC+ 等主要产油国合力减产的推动下, 全球原油进入主动去库存, 当前时间美国商业原油库存等多个库存指标已降至五年均值以下。OPEC+ 部分国家实际闲置产能或耗尽, 短期进一步提升产量的难度较大。“油头” DMC、乙二醇等化工品成本大幅抬高, 华鲁恒升上述“煤头”产品成本优势有望进一步扩大。
- 产品结构优化, 新能源、新材料战略卓有成效。(1) 新能源: 公司已成功研发电子级的碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯产品, 30 万吨碳酸二甲酯 (DMC)、草酸等项目顺利也投产;(2) 新材料: PA6、PA66 等多项目稳步推进。公司从原材料提供商向产品解决方案供应商的角色切换。
- 第二基地稳步推进, 获得宝贵的发展机遇。“双碳”政策下, 化工周期品行业进入门槛整体抬升, 周期品价格波动幅度有望收敛, 当前 DMF、醋酸、己二酸等价格高位企稳, 公司未来利润中枢有望逐步抬升。
- 盈利预测及投资建议。预计 2021-2023 年华鲁恒升 EPS 分别为 3.43、3.65 和 4.08 元/股的预测, 维持 2021 年业绩 15 倍 PE 估值的观点不变, 对应合理价值 51.52 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。需求大幅下滑; 产能建设进度低于预期; 生产经营事故; 行业产能无序扩张; 原材料价格大幅波动等。

### 盈利预测:

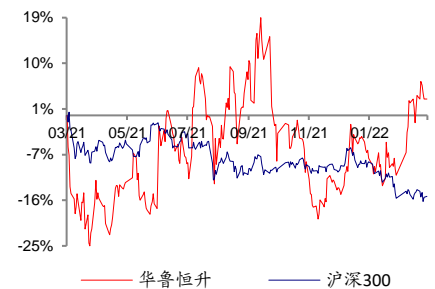
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,190	13,115	26,647	28,766	33,913
增长率 (%)	-1.2	-7.6	103.2	8.0	17.9
EBITDA (百万元)	4,296	3,508	9,735	10,148	11,130
归母净利润 (百万元)	2,453	1,798	7,254	7,700	8,621
增长率 (%)	-18.8	-26.7	303.4	6.1	12.0
EPS (元/股)	1.51	1.11	3.43	3.65	4.08
市盈率 (P/E)	13.18	33.74	10.24	9.65	8.62
ROE (%)	17.2	11.6	29.1	21.7	17.9
EV/EBITDA	7.92	17.68	7.27	6.46	5.38

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	35.17 元
合理价值	51.52 元
前次评级	买入
报告日期	2022-03-01

### 相对市场表现



分析师: 邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

分析师: 何雄



SAC 执证号: S0260520050004



SFC CE No. BQW866



021-38003591

分析师: 吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070

wuxr@gf.com.cn

请注意, 邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

- 华鲁恒升 (600426.SH): DMC 2022-01-18
- 龙头新能源材料品类稳健扩张
- 张
- 华鲁恒升 (600426.SH): 第三期激励计划公布, 定下营收高增长目标 2021-12-23
- 华鲁恒升 (600426.SH): 克服原材料涨价等影响, 业绩同比延续高增长 2021-10-28

请务必阅读末页的免责声明

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,491</b>	<b>3,267</b>	<b>8,689</b>	<b>13,638</b>	<b>19,708</b>
货币资金	715	1,066	5,297	10,391	15,939
应收及预付	164	225	992	629	824
存货	332	273	498	516	643
其他流动资产	2,280	1,702	1,902	2,102	2,302
<b>非流动资产</b>	<b>14,697</b>	<b>17,282</b>	<b>21,984</b>	<b>27,977</b>	<b>35,124</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,932	11,250	12,975	15,995	20,168
在建工程	535	3,472	6,472	9,472	12,472
无形资产	1,070	1,238	1,216	1,192	1,168
其他长期资产	1,159	1,322	1,320	1,318	1,316
<b>资产总计</b>	<b>18,187</b>	<b>20,549</b>	<b>30,673</b>	<b>41,614</b>	<b>54,832</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,434</b>	<b>3,714</b>	<b>4,454</b>	<b>4,957</b>	<b>5,717</b>
短期借款	0	530	0	0	0
应付及预收	1,181	1,458	2,210	2,508	2,977
其他流动负债	1,253	1,725	2,244	2,450	2,740
<b>非流动负债</b>	<b>1,522</b>	<b>1,186</b>	<b>1,086</b>	<b>986</b>	<b>886</b>
长期借款	1,504	1,175	1,075	975	875
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>3,956</b>	<b>4,901</b>	<b>5,541</b>	<b>5,944</b>	<b>6,604</b>
股本	1,627	1,627	2,112	2,112	2,112
资本公积	2,073	2,080	2,080	2,080	2,080
留存收益	10,586	11,817	20,814	31,352	43,905
归属母公司股东权益	14,231	15,469	24,951	35,489	48,042
少数股东权益	0	180	181	182	187
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,187</b>	<b>20,549</b>	<b>30,673</b>	<b>41,614</b>	<b>54,832</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,736</b>	<b>2,995</b>	<b>8,560</b>	<b>9,534</b>	<b>10,028</b>
净利润	2,453	1,798	7,255	7,701	8,626
折旧摊销	1,298	1,309	1,231	1,227	1,229
营运资金变动	-142	-208	79	648	237
其它	127	96	-5	-42	-64
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,014</b>	<b>-2,266</b>	<b>-3,277</b>	<b>-3,343</b>	<b>-3,281</b>
资本支出	-1,856	-2,595	-3,344	-3,431	-3,385
投资变动	-200	280	0	0	0
其他	42	50	67	88	104
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,291</b>	<b>-371</b>	<b>-1,051</b>	<b>-1,097</b>	<b>-1,198</b>
银行借款	0	919	-630	-100	-100
股权融资	0	180	485	0	0
其他	-2,291	-1,470	-906	-997	-1,098
<b>现金净增加额</b>	<b>-569</b>	<b>352</b>	<b>4,231</b>	<b>5,094</b>	<b>5,548</b>
期初现金余额	1,283	715	1,066	5,297	10,391
期末现金余额	715	1,066	5,297	10,391	15,939

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-1.2%	-7.6%	103.2%	8.0%	17.9%
营业利润增长	-18.8%	-26.6%	302.6%	6.1%	12.0%
归母净利润增长	-18.8%	-26.7%	303.4%	6.1%	12.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.8%	21.4%	36.6%	35.9%	33.9%
净利率	17.3%	13.7%	27.2%	26.8%	25.4%
ROE	17.2%	11.6%	29.1%	21.7%	17.9%
ROIC	15.2%	10.3%	26.8%	20.2%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.8%	23.8%	18.1%	14.3%	12.0%
净负债比率	27.8%	31.3%	22.0%	16.7%	13.7%
流动比率	1.43	0.88	1.95	2.75	3.45
速动比率	1.24	0.75	1.78	2.58	3.27
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.78	0.64	0.87	0.69	0.62
应收账款周转率	412.11	569.94	516.40	490.39	523.54
存货周转率	42.79	47.96	53.54	55.75	52.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.51	1.11	3.43	3.65	4.08
每股经营现金流	2.30	1.84	4.05	4.51	4.75
每股净资产	8.75	9.51	11.81	16.80	22.75
<b>估值比率</b>					
P/E	13.18	33.74	10.24	9.65	8.62
P/B	2.27	3.92	2.98	2.09	1.55
EV/EBITDA	7.92	17.68	7.27	6.46	5.38

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>14,190</b>	<b>13,115</b>	<b>26,647</b>	<b>28,766</b>	<b>33,913</b>
营业成本	10,239	10,312	16,898	18,440	22,408
营业税金及附加	93	99	186	202	244
销售费用	372	43	93	101	115
管理费用	156	177	400	431	505
研发费用	332	284	565	670	739
财务费用	154	106	13	-72	-156
资产减值损失	-4	-10	0	0	0
公允价值变动收益	13	-9	0	0	0
投资净收益	42	47	65	86	102
<b>营业利润</b>	<b>2,899</b>	<b>2,127</b>	<b>8,564</b>	<b>9,090</b>	<b>10,180</b>
营业外收支	-2	-4	1	2	4
<b>利润总额</b>	<b>2,896</b>	<b>2,123</b>	<b>8,565</b>	<b>9,092</b>	<b>10,184</b>
所得税	443	325	1,311	1,391	1,558
<b>净利润</b>	<b>2,453</b>	<b>1,798</b>	<b>7,255</b>	<b>7,701</b>	<b>8,626</b>
少数股东损益	0	0	1	1	5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,453</b>	<b>1,798</b>	<b>7,254</b>	<b>7,700</b>	<b>8,621</b>
EBITDA	4,296	3,508	9,735	10,148	11,130
EPS (元)	1.51	1.11	3.43	3.65	4.08

## 广发基础化工行业研究小组

何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。  
邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。  
吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。  
郭 齐 坤：高级研究员，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。  
丁 续：同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。