

1-2月经营数据亮眼, 新项目助力公司成长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年 1-2 月主要经营数据, 实现营业总收入 53 亿元左右, 同比增长约 75%, 实现归属于上市公司股东的净利润 16 亿元左右, 同比增长约 110%。
- **主要产品景气高位, 原材料压力有所缓解。** 根据卓创资讯数据, 尿素、DMF、醋酸、己二酸、乙二醇、正丁醇、辛醇 2022 年年初以来均价环比去年四季度分别变动+4.6%、+4.2%、-26.7%、+6.6%、-5.6%、-7.1%、-1.2%, 产品景气仍然维持高位, 原材料的动力煤环比跌幅 23.5%, 公司原材料压力有所缓解。近日, 发改委发布关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知, 对主要产地煤炭出矿价格给出了指引, 有利于引导煤炭价格在合理区间运行, 公司 2022 年盈利稳定性增强。
- **新材料业务贡献增量, 期待全年业绩表现。** 公司已内酰胺及碳酸二甲酯产品于 2021 年 10 月成功投产, 为公司贡献可观的业绩增量。己内酰胺项目年产己内酰胺 30 万吨、硫铵 48 万吨, 后续 20 万吨尼龙 6 切片装置仍在建设, 预计 2022 年上半年投产; 碳酸二甲酯(DMC)项目年产碳酸二甲酯 30 万吨, 其中电子级产品纯度达到 4N, 可作为电解液溶剂使用。
- **DEC、EMC 研发取得突破, 高端溶剂蓄势待发。** 2022 年 1 月, 公司公告碳酸甲乙酯(DEC)和碳酸二乙酯(EMC)研发获得成功, 产品采用酯交换工艺, 试验装置已打通工艺流程, 产品质量达到电子级标准。此外, 根据德州市发改委公告, 公司高端溶剂项目已获发改委备案, 项目拟投资 10.3 亿元, 建设期为 2021-2023 年, 待项目落地公司将具备 DMC 60 万吨/年、DEC 30 万吨/年、EMC 5 万吨/年, 成为国内规模领先的电解液溶剂制造商。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.44 元、3.88 元、4.21 元, 鉴于公司煤化工技术优势巨大, 产业链充分延伸布局下游高附加值产品, 第二基地落户荆州异地复制低成本优势, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 新项目投产进度不及预期、原材料价格或大幅波动。

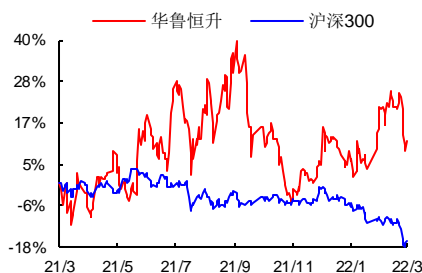
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13114.96	26647.00	30887.43	30933.82
增长率	-7.58%	103.18%	15.91%	0.15%
归属母公司净利润(百万元)	1798.38	7258.60	8186.25	8900.86
增长率	-26.69%	303.62%	12.78%	8.73%
每股收益 EPS(元)	0.85	3.44	3.88	4.21
净资产收益率 ROE	11.49%	32.27%	28.23%	24.72%
PE	38	9	8	8
PB	4.42	3.07	2.37	1.91

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 程磊
执业证号: S1250521090001
电话: 021-58351912
邮箱: chlei@swsc.com.cn
联系人: 孙人杰
电话: 18930233092
邮箱: srj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.12
流通 A 股(亿股)	21.09
52 周内股价区间(元)	27.36-41.48
总市值(亿元)	684.26
总资产(亿元)	286.53
每股净资产(元)	10.54

相关研究

1. 华鲁恒升(600426): 全年业绩符合预期, 新材料业务捷报频传 (2022-01-25)
2. 华鲁恒升(600426): 拟建 FA66、PBAT 项目, 加快布局新材料 (2021-08-06)
3. 华鲁恒升(600426): 业绩弹性显著, 未来产能扩张与产业链延伸并举 (2021-07-06)
4. 华鲁恒升(600426): Q4 业绩环比改善, 看好 2021 年业绩回升 (2021-03-29)

关键假设：

假设 1：酰胺及尼龙新材料项目以及碳酸二甲酯增产提质系列技改项目 2022、2023 年均为满产。

假设 2：因开工及投产时间具有较大不确定性，预测期内未考虑 PA66 项目、PBAT 项目以及高端溶剂项目。

假设 3：因建设周期较长，预测期内未考虑荆州基地。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
肥料	收入	3348.9	4448.8	5482.5	5227.5
	增速	-8.8%	32.8%	23.2%	-4.7%
	毛利率	26.7%	20.2%	28.0%	32.5%
有机胺	收入	2441.5	5712.0	6160.0	5880.0
	增速	26.9%	134.0%	7.8%	-4.5%
	毛利率	42.3%	59.2%	61.2%	62.0%
己二酸及中间品	收入	1183.4	3990.0	5104.0	5280.0
	增速	-27.9%	237.2%	27.9%	3.4%
	毛利率	2.6%	15.5%	25.0%	29.4%
醋酸及衍生品	收入	1424.5	3480.0	2520.0	2580.0
	增速	-13.8%	144.3%	-27.6%	2.4%
	毛利率	23.3%	57.5%	39.5%	44.9%
多元醇	收入	2543.6	4080.0	3870.0	3900.0
	增速	-19.0%	60.4%	-5.1%	0.8%
	毛利率	-3.2%	30.4%	24.1%	27.1%
其他主营	收入	1893.8	4643.0	7443.0	7743.0
	增速	4.3%	145.2%	60.3%	4.0%
	毛利率	29.3%	27.6%	27.0%	29.0%
其他业务	收入	279.3	293.3	307.9	323.3
	增速	-18.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	13115.0	26647.1	30887.4	30933.8
	增速	-7.6%	103.2%	15.9%	0.2%
	毛利率	21.4%	35.5%	34.2%	36.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13114.96	26647.00	30887.43	30933.82	净利润	1798.47	7258.99	8186.69	8901.35
营业成本	10312.46	17182.36	20168.79	19372.78	折旧与摊销	1308.52	2317.80	2645.80	2976.05
营业税金及附加	98.71	133.24	154.44	154.67	财务费用	106.32	106.59	123.55	123.74
销售费用	43.04	58.62	67.95	68.05	资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	177.18	626.20	741.30	742.41	经营营运资本变动	1234.11	515.41	254.24	-4.83
财务费用	106.32	106.59	123.55	123.74	其他	-1442.41	-2.26	-6.39	3.57
资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2994.78	10196.52	11203.89	11999.87
投资收益	46.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2608.89	-3500.00	-3500.00	-3500.00
公允价值变动损益	-9.35	0.00	0.00	0.00	其他	343.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2265.61	-3500.00	-3500.00	-3500.00
营业利润	2127.01	8539.99	9631.40	10472.17	短期借款	530.30	-530.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.99	0.00	0.00	0.00	长期借款	-329.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	2123.03	8539.99	9631.40	10472.17	股权融资	7.22	0.00	0.00	0.00
所得税	324.56	1281.00	1444.71	1570.83	支付股利	-568.17	-416.54	-1681.23	-1896.10
净利润	1798.47	7258.99	8186.69	8901.35	其他	-10.92	-824.50	-123.55	-123.74
少数股东损益	0.10	0.39	0.44	0.48	筹资活动现金流净额	-370.97	-1771.35	-1804.78	-2019.83
归属母公司股东净利润	1798.38	7258.60	8186.25	8900.86	现金流量净额	351.77	4925.18	5899.10	6480.04
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1066.35	5991.53	11890.63	18370.67	成长能力				
应收和预付款项	225.45	349.87	425.69	405.22	销售收入增长率	-7.58%	103.18%	15.91%	0.15%
存货	273.43	464.94	553.60	528.10	营业利润增长率	-26.63%	301.50%	12.78%	8.73%
其他流动资产	1701.76	1529.33	1612.91	1613.82	净利润增长率	-26.68%	303.62%	12.78%	8.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.60%	209.57%	13.10%	9.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14623.43	15940.72	16930.01	17589.05	毛利率	21.37%	35.52%	34.70%	37.37%
无形资产和开发支出	1238.41	1107.65	976.90	846.15	三费率	2.49%	2.97%	3.02%	3.02%
其他非流动资产	1420.46	1416.13	1411.80	1407.46	净利率	13.71%	27.24%	26.50%	28.78%
资产总计	20549.29	26800.18	33801.54	40760.47	ROE	11.49%	32.27%	28.23%	24.72%
短期借款	530.30	0.00	0.00	0.00	ROA	8.75%	27.09%	24.22%	21.84%
应付和预收款项	1765.48	2697.80	3119.88	3093.24	ROIC	12.27%	43.36%	44.87%	46.75%
长期借款	1174.76	1174.76	1174.76	1174.76	EBITDA/销售收入	27.01%	41.15%	40.15%	43.87%
其他负债	1430.04	436.45	510.28	490.60	营运能力				
负债合计	4900.58	4309.01	4804.92	4758.60	总资产周转率	0.68	1.13	1.02	0.83
股本	1626.66	2111.91	2111.91	2111.91	固定资产周转率	1.13	2.24	2.38	2.24
资本公积	2080.08	1594.83	1594.83	1594.83	应收账款周转率	456.61	708.95	546.92	513.60
留存收益	11816.56	18658.62	25163.63	32168.40	存货周转率	33.36	45.37	39.20	35.57
归属母公司股东权益	15468.62	22310.68	28815.69	35820.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.96%	—	—	—
少数股东权益	180.10	180.49	180.93	181.41	资本结构				
股东权益合计	15648.71	22491.17	28996.62	36001.87	资产负债率	23.85%	16.08%	14.22%	11.67%
负债和股东权益合计	20549.29	26800.18	33801.54	40760.47	带息债务/总负债	34.79%	27.26%	24.45%	24.69%
					流动比率	0.88	2.67	4.00	5.86
					速动比率	0.81	2.52	3.85	5.71
					股利支付率	31.59%	5.74%	20.54%	21.30%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	3541.85	10964.37	12400.75	13571.95	每股收益	0.85	3.44	3.88	4.21
PE	38.05	9.43	8.36	7.69	每股净资产	7.32	10.56	13.64	16.96
PB	4.42	3.07	2.37	1.91	每股经营现金	1.42	4.83	5.31	5.68
PS	5.22	2.57	2.22	2.21	每股股利	0.27	0.20	0.80	0.90
EV/EBITDA	14.59	5.58	4.46	3.60					
股息率	0.83%	0.61%	2.46%	2.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn