

600426.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 33.0

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.9	(6.2)	3.6	23.6
相对上证指数	18.7	1.3	15.3	29.9

发行股数(百万)	2,115
流通股(%)	2,112
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	69,693
3个月日均交易额(人民币 百万)	794
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	

山东华鲁恒升集团有限公司

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

相关研究报告

《华鲁恒升: 新材料项目陆续投产, 未来发展可期》 20211028

《华鲁恒升: 化工化肥量价齐升, 新材料布局蓄势待发》 20210901

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

化工
证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 李熹凌

xiling.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080050

华鲁恒升

多产品高景气, 新材料项目陆续投产

2021 全年业绩符合预期。公司发布 2021 年报, 2021 全年实现营业收入 266.4 亿元, 同比增长 103.1%; 实现归母净利润 72.5 亿元, 同比增长 303.4%, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.00 元 (含税)。

公司发布 2022 年 1-2 月主要经营数据与一季度业绩预增公告。2022 年 1-2 月, 公司实现营业总收入 53 亿元左右, 同比增长 75% 左右; 实现归属于上市公司股东的净利润 16 亿元左右, 同比增长 110% 左右。2022 年一季度预计实现归属于上市公司股东的净利润 22.5 亿元至 24.5 亿元, 同比增加 43% 到 55%。

支撑评级的要点

- **醋酸及衍生品销售均价大幅提升, 有机胺、肥料有望维持高景气。**公司 2021 年多个产品维持高景气状态。其中醋酸及衍生品收入达 34.6 亿元, 同比增长 143.1%, 销量为 58.7 万吨, 同比增长 0.5%, 销售均价同比提升 141.9%, 毛利率为 53.6%, 同比增加 30.3pcts; 有机胺产品收入达 59.2 亿元, 同比增长 142.4%, 销量为 57.3 万吨, 同比增长 33.1%, 销售均价同比提升 82.1%, 毛利率为 53.7%, 同比增加 11.5pcts; 肥料产品收入达 41.4 亿元, 同比增长 23.7%, 销量为 232 万吨, 同比减少 7.5%, 销售均价同比提升 33.7%, 毛利率为 28.9%, 同比增加 2.2pcts。公司预计 2022 年化肥行业国内农业需求有望呈增长趋势, 工业需求预计相对稳定; 保供稳价、能耗双控等政策或对化肥行业产生积极影响。
- **新材料相关产品持续放量。**公司新材料相关产品主要包括己二酸及中间品、异辛醇、乙二醇、己内酰胺等产品。公司 2021 年全年新材料相关收入已达 115.6 亿, 同比增长 149.4%; 销量达 139.3 万吨, 同比增长 32.2%, 销售均价同比提升 88.5%; 毛利率为 25.6%, 同比增加 21.6pcts。公司在新材料相关产品的布局已逐渐兑现业绩, 随着部分新材料产品产能利用率进一步提升, 新材料相关产品业绩有望持续高增。
- **多个项目稳步推进, 荆州基地进入全面建设阶段。**报告期内, 公司精己二酸品质提升项目 (己二酸产能提升 16.66 万吨/年)、己内酰胺及配套装置 (增加己内酰胺产能 30 万吨/年、硫酸铵产能 48 万吨/年) 如期建成投产; 碳酸二甲酯系列技术改造项目 (30 万吨/年碳酸二甲酯产能) 顺利投产, 目前产能利用率已达 35%, 为公司切入新能源赛道奠定了基础; 荆州基地项目进入全面建设阶段, 为公司发展拓展了空间。

估值

- 全年业绩高增, 多项目顺利投产。预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 3.44 元、3.61 元、3.86 元, 当前股价对应的 PE 为 9.6 倍、9.1 倍、8.5 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济形势变化; 公司新项目投产不及预期; 化工化肥产品价格大幅下跌。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	13,115	26,636	29,375	32,270	36,281
变动(%)	(8)	103	10	10	12
净利润(人民币 百万)	1,798	7,254	7,264	7,633	8,167
全面摊薄每股收益(人民币)	0.786	3.171	3.435	3.609	3.862
变动(%)	(32.2)	303.4	8.3	5.1	7.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)			3.765	3.958	
调整幅度(%)			(8.8)	(8.8)	
全面摊薄市盈率(倍)	42.0	10.4	9.6	9.1	8.5
价格/每股现金流量(倍)	25.2	15.4	6.5	8.6	5.5
每股现金流量(人民币)	1.31	2.14	5.06	3.86	6.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.7	7.3	6.8	6.4	5.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司财务报告摘要

(亿元)	2020	2021	同比增长(%)
一、营业总收入	131.15	266.36	103.10
二、营业总成本	110.22	181.21	64.42
其中：营业成本	103.12	171.82	66.62
营业税金及附加	0.99	1.35	36.98
销售费用	0.43	0.63	46.94
管理费用	1.77	2.76	55.91
研发费用	2.84	3.68	29.72
财务费用	1.06	0.96	(9.70)
资产减值损失	(0.10)	(0.39)	--
三、其他经营收益	0.06	0.06	1.98
公允价值变动收益	(0.09)	0.01	--
投资收益	0.47	0.30	(37.11)
四、营业利润	21.27	85.09	300.04
加：营业外收入	0.11	0.19	67.84
减：营业外支出	0.15	0.01	(93.30)
五、利润总额	21.23	85.27	301.62
减：所得税	3.25	12.73	292.19
六、净利润	17.98	72.54	303.33
减：少数股东损益	0.001	(0.005)	--
七、归属母公司净利润	17.98	72.54	303.37

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2.2021 年公司主要产品产能、产量情况

细分行业	主要产品	国内总产能 (万吨)	国内总产量 (万吨)	行业开工率 (%)	公司设计产能 (万吨)	公司产能利 用率(%)
有机胺	DMF	94	74	79	33	101%
	甲胺	国内商品量约 38 万吨，公司市占率约 55%。				
化肥	尿素	7,234	5,556.23	77	155	118
醋酸及衍生品	醋酸	1,080	831	77	50	109
	己二酸	284	185	65	32.66	97
新材料	异辛醇	253.4	238.7	94	20	102
	乙二醇	2,050	1,237	60	55	60
	己内酰胺	539	390	72	30	22
	碳酸二甲酯	125.6	64.94	52	30	35

资料来源：公司公告，百川盈孚，中银证券

图表 3.公司 2021 年报中对主要产品的展望

行业	主要产品	2022 年展望
有机胺	DMF	DMF 供给端产能将有所增加，公司将通过发挥自身优势，持续提升市场运营水平，维护行业良好健康的发展的态势。
	甲胺	从下游行业发展情况来看，随着居民生活水平的不断提升，三甲胺市场刚性需求明显，并稳步增长；随着新能源汽车对锂电池需求的增加，对一甲胺市场形成较好支撑，需求增速明显。
化肥	尿素	预计化肥行业国内农业需求有望呈增长趋势，工业需求预计相对稳定；国家保供稳价、能耗双控等政策会对化肥行业产生积极影响。公司将充分发挥联产优势，积极应对市场的变化。
醋酸及衍生品	醋酸	随着新增产能的投放，市场预计会有所调整。
	己二酸	随着市场供应增量放缓，下游传统行业保持持续增长，尼龙 66、PBAT 等新兴行业需求陆续提升，行业需求有望迎来一定增长。
新材料	异辛醇	预计异辛醇产品供应相对稳定，但需求将有所增长，整体市场有望稳定平衡态势
	乙二醇	乙二醇产品国内产能偏高，加之国际供应影响，整体市场预计弱势震荡。
	己内酰胺	预计全球需求会有所恢复，同时产能增长快速，己内酰胺市场将进入新的调整期。

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	13,115	26,636	29,375	32,270	36,281
销售成本	(10,411)	(17,318)	(19,457)	(21,784)	(25,008)
经营费用	530	222	185	519	862
息税折旧前利润	3,234	9,540	10,103	11,005	12,136
折旧及摊销	(1,309)	(1,417)	(1,513)	(1,962)	(2,466)
经营利润(息税前利润)	1,925	8,123	8,590	9,043	9,670
净利息收入/(费用)	(106)	(96)	(87)	(107)	(105)
其他收益/(损失)	40	55	43	43	43
税前利润	2,123	8,527	8,546	8,979	9,608
所得税	(325)	(1,273)	(1,282)	(1,347)	(1,441)
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
净利润	1,798	7,254	7,264	7,633	8,167
核心净利润	1,798	7,257	7,265	7,634	8,168
每股收益(人民币)	0.786	3.171	3.435	3.609	3.862
核心每股收益(人民币)	0.786	3.172	3.436	3.610	3.863
每股股息(人民币)	0.213	0.000	0.859	0.902	0.965
收入增长(%)	(8)	103	10	10	12
息税前利润增长(%)	(33)	322	6	5	7
息税折旧前利润增长(%)	(22)	195	6	9	10
每股收益增长(%)	(32)	303	8	5	7
核心每股收益增长(%)	(32)	304	8	5	7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,066	1,884	3,458	2,301	3,728
应收帐款	23	76	22	86	35
库存	273	1,039	34	1,167	212
其他流动资产	202	595	48	673	155
流动资产总计	3,267	8,391	8,367	9,032	8,935
固定资产	14,721	17,320	23,851	29,435	36,017
无形资产	1,238	1,497	1,562	1,624	1,685
其他长期资产	1,279	1,412	1,400	1,400	1,400
长期资产总计	17,239	20,229	26,813	32,460	39,102
总资产	20,549	28,653	35,204	41,507	48,045
应付帐款	1,458	2,192	2,099	2,706	2,811
短期债务	530	10	500	500	500
其他流动负债	1,725	2,017	2,409	2,380	2,688
流动负债总计	3,714	4,219	5,008	5,586	5,999
长期借款	1,175	1,705	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	12	23	22	22	22
股本	2,115	2,115	2,115	2,115	2,115
储备	13,897	20,162	25,610	31,335	37,460
股东权益	16,011	22,277	27,725	33,449	39,575
少数股东权益	180	450	450	450	450
总负债及权益	20,549	28,653	35,204	41,507	48,045
每股帐面价值(人民币)	7.00	9.74	13.11	15.82	18.71
每股有形资产(人民币)	6.46	9.08	12.37	15.05	17.92
每股净负债/(现金)(人民币)	0.28	(0.07)	(0.45)	0.09	(0.58)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	2,123	8,527	8,546	8,979	9,608
折旧与摊销	1,309	1,417	1,513	1,962	2,466
净利息费用	106	96	87	107	105
运营资本变动	(257)	(3,074)	863	(385)	1,046
税金	(324)	(1,273)	(1,282)	(1,347)	(1,441)
其他经营现金流	38	(787)	965	(1,163)	925
经营活动产生的现金流	2,995	4,906	10,691	8,153	12,709
购买固定资产净值	168	258	8,100	7,600	9,100
投资减少/增加	47	30	30	30	30
其他投资现金流	(2,481)	(3,917)	(16,200)	(15,200)	(18,200)
投资活动产生的现金流	(2,266)	(3,629)	(8,070)	(7,570)	(9,070)
净增权益	(488)	0	(1,816)	(1,908)	(2,042)
净增债务	5	(48)	835	275	(65)
支付股息	488	0	1,816	1,908	2,042
其他融资现金流	(376)	(509)	(1,882)	(2,015)	(2,147)
融资活动产生的现金流	(371)	(556)	(1,047)	(1,740)	(2,212)
现金变动	358	721	1,574	(1,157)	1,427
期初现金	715	1,066	1,884	3,458	2,301
公司自由现金流	729	1,277	2,621	583	3,639
权益自由现金流	840	1,325	3,543	965	3,678

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.7	35.8	34.4	34.1	33.4
息税前利润率(%)	14.7	30.5	29.2	28.0	26.7
税前利润率(%)	16.2	32.0	29.1	27.8	26.5
净利率(%)	13.7	27.2	24.7	23.7	22.5
流动性					
流动比率(倍)	0.9	2.0	1.7	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	18.1	84.6	98.9	84.7	92.2
净权益负债率(%)	3.9	净现金	净现金	0.6	净现金
速动比率(倍)	0.8	1.7	1.7	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	42.0	10.4	9.6	9.1	8.5
核心业务市盈率(倍)	42.0	10.4	9.6	9.1	8.5
市净率(倍)	4.7	3.4	2.5	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	25.2	15.4	6.5	8.6	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.7	7.3	6.8	6.4	5.6
周转率					
存货周转天数	10.6	13.8	10.1	10.1	10.1
应收帐款周转天数	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
应付帐款周转天数	31.8	25.0	26.7	27.2	27.8
回报率					
股息支付率(%)	27.1	0.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	11.7	37.9	29.1	25.0	22.4
资产收益率(%)	8.4	28.1	22.9	20.0	18.4
已运用资本收益率(%)	2.6	8.6	6.6	5.7	5.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371