

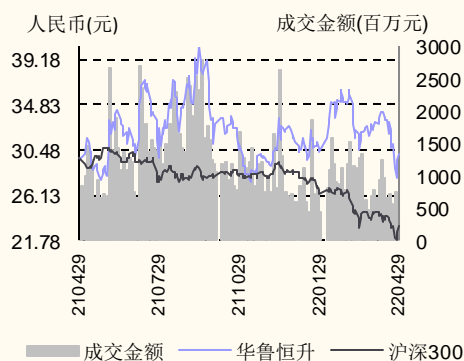
# 华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.20 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.22
已上市流通 A 股(亿股)	21.09
总市值(亿元)	640.99
年内股价最高最低(元)	40.45/27.36
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047



## 相关报告

- 《业绩持续释放, 新项目稳步推进-华鲁恒升公司点评》, 2022.3.29
- 《四季度业绩稳步提升, 公司竞争力持续彰显-【国金化工】公司点评》, 2022.1.25
- 《新材料研发成功, 项目有望加速落地-【国金化工】华鲁恒升点评》, 2022.1.21
- 《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...》, 2021.12.23
- 《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

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  
yangyiyong@gjzq.com.cn

## 一季度平稳运行, 多项目布局建设带动发展

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,115	26,636	30,608	33,205	39,825
营业收入增长率	-7.58%	103.10%	14.91%	8.48%	19.94%
归母净利润(百万元)	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972
归母净利润增长率	-26.69%	303.37%	4.13%	10.12%	19.87%
摊薄每股收益(元)	1.106	3.435	3.559	3.919	4.698
每股经营性现金流净额	1.83	2.30	5.36	5.12	6.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.63%	32.59%	25.36%	21.83%	20.74%
P/E	33.74	9.11	8.49	7.71	6.43
P/B	3.92	2.97	2.15	1.68	1.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩

- 4月29日, 公司发布1季报, 实现营业收入81.15亿元, 同比增长62.2%, 归母净利润24.29亿元, 同比增长54.13%。

### 分析

- 一季度公司平稳运行, 业绩稳步释放。**公司1季度单季度业绩创历史新高, 环比提升了约48%, 去年投产的DMC项目、己内酰胺项目都在1季度实现全季度运行, 受到春节等因素影响, 1季度除化肥外, 醋酸、有机胺等销量出现一定程度的下行, 但原材料煤炭价格环比下行, 因而公司主要产品盈利空间较高, 一季度毛利率约为39%, 环比提升了约13个点, 现阶段看公司的产品运行仍然保持高负荷运行, 预期产品销量将较一季度有所提升。
- 德州基地继续进行成本优化和项目开发, 完善现有产线的布局链条。**公司本部德州基地, 一方面仍然延续对现有产线的优化和整改, 等容量替代建设高效大容量燃煤锅炉对原有老旧装置进行替代, 继续改善现有生产成本, 对逐步投产的项目进行进一步的优化和改善, 以不断提升产品的竞争力; 另一方面, 公司在现有产品的基础上, 继续向新材料端进行延伸发展, 在规划建设高端溶剂项目、尼龙66高端新材料项目, 通过项目布局一方面可以进一步平稳多产品联产过程中, 分散部分产品阶段性的盈利压力, 同时在传统产品布局的基础上, 向新能源、新材料领域进行延伸, 破除传统产品发展空间的限制, 根据公司的测算两个项目投产后将为公司带来79亿元的营收和12.35亿元的利润空间, 进一步提升现有基地的中枢利润。
- 荆州基地一期项目加速, 绿色新能源新材料项目继续推进。**公司荆州基地一期项目仍在紧锣密鼓的进行中, 整体的项目建设以公司利基产品为主, 而公司在荆州基地一期项目的基础上, 进一步延伸绿色新能源新材料项目, 布局NMP、BDO装置以及PBAT、醋酐等产品, 在一期项目的基础上进一步进行产品延伸, 向新能源材料、可降解塑料等领域进行产业链延伸布局, 不断丰富公司在荆州基地的产品种类和产业链基础。

### 投资建议

- 公司一季度维持良好的盈利状态, 整体盈利把控能力相对较强, 同时持续有项目投产带动公司发展, 预测公司2022-2024年归母净利润分别为75.54、83.19、99.72亿元, EPS分别为3.58、3.94、4.72元, 对应PE分别为8.4、7.7、6.4倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 原材料及产品价格大幅波动风险; 项目建设进度不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,190	13,115	26,636	30,608	33,205	39,825
增长率		-7.6%	103.1%	14.9%	8.5%	19.9%
主营业务成本	-10,239	-10,312	-17,182	-20,354	-22,020	-26,530
%销售收入	72.2%	78.6%	64.5%	66.5%	66.3%	66.6%
毛利	3,951	2,803	9,453	10,254	11,184	13,294
%销售收入	27.8%	21.4%	35.5%	33.5%	33.7%	33.4%
营业税金及附加	-93	-99	-135	-214	-232	-279
%销售收入	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-372	-43	-63	-101	-106	-123
%销售收入	2.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-156	-177	-276	-383	-415	-498
%销售收入	1.1%	1.4%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-332	-284	-368	-673	-731	-836
%销售收入	2.3%	2.2%	1.4%	2.2%	2.2%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	2,998	2,200	8,610	8,882	9,700	11,558
%销售收入	21.1%	16.8%	32.3%	29.0%	29.2%	29.0%
财务费用	-154	-106	-96	-17	66	153
%销售收入	1.1%	0.8%	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	-9	1	0	0	0
投资收益	42	47	30	51	53	59
%税前利润	1.4%	2.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	2,899	2,127	8,509	8,917	9,819	11,770
营业利润率	20.4%	16.2%	31.9%	29.1%	29.6%	29.6%
营业外收支	-2	-4	18	2	2	4
税前利润	2,896	2,123	8,527	8,918	9,821	11,773
利润率	20.4%	16.2%	32.0%	29.1%	29.6%	29.6%
所得税	-443	-325	-1,273	-1,365	-1,503	-1,801
所得税率	15.3%	15.3%	14.9%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	2,453	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,453	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972
净利率	17.3%	13.7%	27.2%	24.7%	25.1%	25.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,453	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,298	1,309	1,417	1,814	2,247	3,146
非经营收益	122	86	63	41	22	14
营运资金变动	-142	-208	-3,879	1,963	276	-28
经营活动现金净流	3,731	2,985	4,856	11,372	10,863	13,104
资本开支	-1,856	-2,595	-3,660	-6,587	-9,140	-6,588
投资	-200	280	0	0	0	0
其他	42	50	31	51	53	59
投资活动现金净流	-2,014	-2,266	-3,629	-6,536	-9,087	-6,529
股权募资	0	180	270	-18	0	0
债权募资	-1,784	2	-57	-582	100	65
其他	-507	-559	-773	-98	-77	-77
筹资活动现金净流	-2,291	-377	-560	-698	23	-12
现金净流量	-573	342	667	4,137	1,799	6,563

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	715	1,066	1,884	6,019	7,816	14,377
应收款项	968	462	3,862	2,959	3,044	3,651
存货	332	273	1,039	920	905	1,163
其他流动资产	1,477	1,465	1,606	1,420	1,441	1,550
流动资产	3,491	3,267	8,391	11,317	13,206	20,741
%总资产	19.2%	15.9%	29.3%	31.1%	29.3%	37.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	12,467	14,721	17,320	21,963	28,618	31,898
%总资产	68.5%	71.6%	60.4%	60.4%	63.4%	56.8%
无形资产	1,123	1,282	1,530	1,739	1,927	2,072
非流动资产	14,697	17,282	20,262	25,037	31,933	35,379
%总资产	80.8%	84.1%	70.7%	68.9%	70.7%	63.0%
资产总计	18,187	20,549	28,653	36,355	45,139	56,120
短期借款	914	1,248	670	698	798	863
应付款项	896	1,663	2,238	2,446	2,646	3,187
其他流动负债	624	803	1,311	1,857	2,025	2,428
流动负债	2,434	3,714	4,219	5,001	5,468	6,479
长期贷款	1,504	1,175	1,705	1,105	1,105	1,105
其他长期负债	18	12	14	7	5	4
负债	3,956	4,901	5,938	6,113	6,579	7,588
普通股股东权益	14,231	15,469	22,256	29,792	38,110	48,083
其中：股本	1,627	1,627	2,112	2,122	2,122	2,122
未分配利润	9,773	11,003	17,040	24,594	32,913	42,885
少数股东权益	0	180	450	450	450	450
负债股东权益合计	18,187	20,549	28,643	36,355	45,139	56,120

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.508	1.106	3.435	3.559	3.919	4.698
每股净资产	8.749	9.509	10.538	14.036	17.956	22.654
每股经营现金净流	2.294	1.835	2.299	5.358	5.118	6.174
每股股利	0.350	0.300	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.24%	11.63%	32.59%	25.36%	21.83%	20.74%
总资产收益率	13.49%	8.75%	25.32%	20.78%	18.43%	17.77%
投入资本收益率	15.25%	10.31%	29.20%	23.48%	20.31%	19.39%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.16%	-7.58%	103.10%	14.91%	8.48%	19.94%
EBIT增长率	-21.27%	-26.63%	291.46%	3.16%	9.21%	19.15%
净利润增长率	-18.76%	-26.69%	303.37%	4.13%	10.12%	19.87%
总资产增长率	-2.52%	12.99%	39.44%	26.88%	24.16%	24.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	15.8	10.7	13.9	16.5	15.0	16.0
应付账款周转天数	42.6	40.4	38.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	306.7	313.1	220.2	194.1	222.7	256.9
偿债能力						
净负债/股东权益	2.88%	2.25%	-2.26%	-17.26%	-17.94%	-27.64%
EBIT利息保障倍数	19.4	20.7	89.7	538.3	-146.6	-75.6
资产负债率	21.75%	23.85%	20.76%	16.82%	14.57%	13.52%

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	3	44	68	81	154
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.01	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。

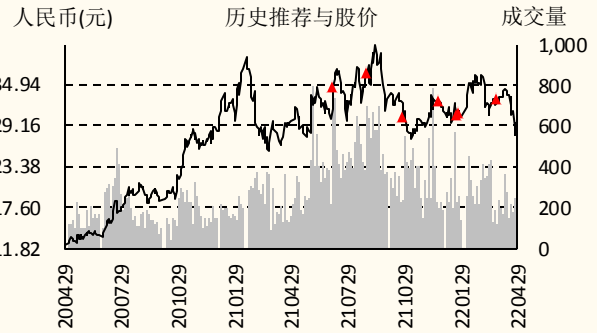
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-07-06	买入	31.45	N/A
2	2021-08-31	买入	36.92	N/A
3	2021-10-10	买入	33.57	N/A
4	2021-10-28	买入	31.87	N/A
5	2021-12-23	买入	32.65	N/A
6	2022-01-21	买入	31.67	N/A
7	2022-01-25	买入	30.95	N/A
8	2022-03-29	买入	32.34	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