

华鲁恒升 (600426.SH)

强烈推荐-A (维持)

一季度业绩保持高增长，加速推进新能源新材料项目

事件：公司发布 2022 年一季报，报告期内实现营业收入 81.15 亿元，同比增长 62.2%，归母净利润 24.3 亿元，同比增长 54.1%，环比增长 47.9%，经营性净现金流 23.0 亿元，同比增长 115.6%。此外公司公告，拟投资 30.78 亿元建设尼龙 66 高端新材料项目、拟投资 10.31 亿元建设高端溶剂项目。

- **核心产品涨价及新项目放量，业绩同比大幅增长。**2022Q1 公司主导产品价格同比上涨，碳酸二甲酯增产提质系列技改项目、己内酰胺及配套装置等建成投产，同时调整优化产品结构，实现装置稳定运行和效益最大化。报告期内，公司新材料相关产品收入 37.2 亿元，销量 41.5 万吨；有机胺收入 20.6 亿元，销量 13.0 万吨；肥料收入 11.9 亿元，销量 62.7 万吨；醋酸及衍生品实现收入 6.05 亿元，销量 13.3 万吨；公司综合毛利率 39.04%，环比提高 12.5 pct。
- **一季度行业景气度总体下行，成本端大幅下降。**2022Q1 公司核心产品行业景气度环比总体下行，其中尿素、DMF、己二酸、辛醇市场均价环比分别上涨 1.9%、3.3%、6.7%、1.1%；醋酸、乙二醇、己内酰胺、碳酸二甲酯市场均价环比分别下跌 28.1%、6.9%、4.8%、26.5%；核心原料煤和动力煤市场均价环比大幅下跌约 30%，纯苯和丙烯市场均价环比基本平稳。4 月份以来，尿素和辛醇市场均价环比仍有所上涨，其余产品市场均价环比下跌，公司产品组合优势明显，可柔性调节优势品种产量，实现效益最大化。
- **加速推进新能源新材料项目，未来成长空间大。**公司尼龙 66 高端新材料项目建成投产后，可年产尼龙 66 产品 8 万吨、己二酸产品 20 万吨（其中销售量 14.8 万吨），预计年均可实现营业收入 33.56 亿元，利润 5.34 亿元；高端溶剂项目建成投产后，可年产碳酸二甲酯 60 万吨（其中销售量 30 万吨）、碳酸甲乙酯 30 万吨、碳酸二乙酯 5 万吨，预计年均可实现营业收入 45.45 亿元，利润 7.01 亿元。此外，公司 20 万吨/年尼龙 6 切片项目预计 2022 年上半年投产，同时计划在荆州基地投资 50 亿元建设绿色新能源材料项目，包括年产 10 万吨 NMP 装置、20 万吨 BDO 装置、3 万吨 PBTA、10 万吨醋酐及配套设施。目前荆州基地一期煤气化项目稳步推进，预计 2023 年中期逐步投产，公司积极向产业链横向纵向拓展，未来成长空间大。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 75.1 亿、80.5 亿、92.2 亿元，EPS 分别为 3.56、3.81、4.37 元，当前股价对应 PE 分别为 8.5、7.9、6.9 倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：产品价格下跌、新项目建设不及预期、产品放量不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13115	26636	30207	34685	42807
同比增长	-8%	103%	13%	15%	23%
营业利润(百万元)	2127	8509	8810	9633	11337
同比增长	-27%	300%	4%	9%	18%
归母净利润(百万元)	1798	7254	7510	8045	9223
同比增长	-27%	303%	4%	7%	15%
每股收益(元)	0.85	3.43	3.56	3.81	4.37
PE	35.5	8.8	8.5	7.9	6.9
PB	4.1	2.9	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

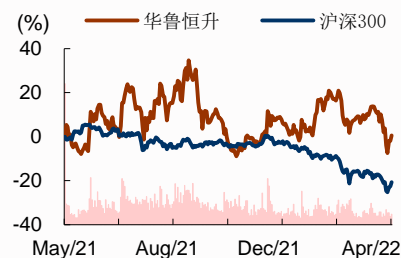
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：30.2 元

基础数据

总股本(万股)	212248
已上市流通股(万股)	210917
总市值(亿元)	641
流通市值(亿元)	637
每股净资产(MRQ)	11.6
ROE(TTM)	32.8
资产负债率	20.3%
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
主要股东持股比例	32.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-1	2
相对表现	-4	18	24



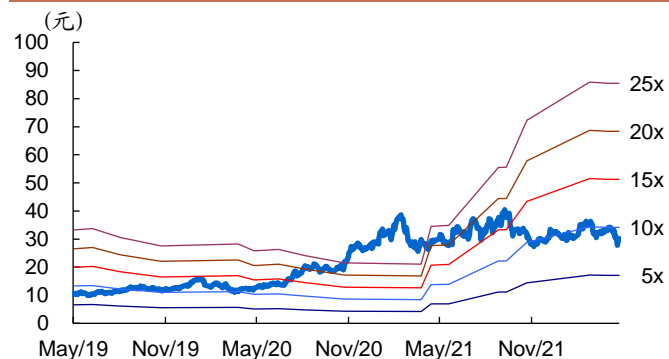
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华鲁恒升 (600426) 一签署新能源材料项目投资协议，未来发展前景广阔》2022-04-17
- 2、《华鲁恒升 (600426) 一全年业绩大幅增长，新能源新材料项目陆续投产》2022-03-30
- 3、《华鲁恒升 (600426) 一1-2 月业绩表现超预期，公司有望迎来快速成长期》2022-03-13

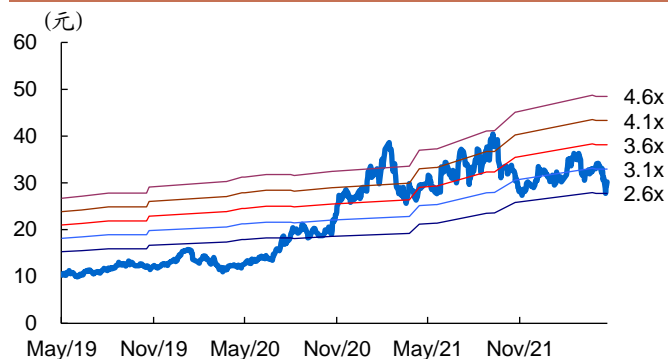
周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn
赵晨曦 研究助理
zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 华鲁恒升历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 华鲁恒升历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3267	8391	9660	12250	16986
现金	1066	1884	2362	3969	6946
交易性投资	1004	1005	1005	1005	1005
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	23	76	69	79	97
其它应收款	0	0	0	0	1
存货	273	1039	1220	1432	1803
其他	900	4387	5004	5765	7135
非流动资产	17282	20262	24687	28665	32240
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11250	16081	20662	24780	28481
无形资产商誉	1238	1497	1347	1212	1091
其他	4794	2685	2678	2673	2669
资产总计	20549	28653	34347	40915	49227
流动负债	3714	4219	4093	4705	5772
短期借款	530	10	0	0	0
应付账款	1458	2192	2594	3046	3834
预收账款	446	695	823	966	1216
其他	1280	1322	676	692	721
长期负债	1186	1729	1729	1729	1729
长期借款	1175	1705	1705	1705	1705
其他	12	23	23	23	23
负债合计	4901	5948	5822	6433	7500
股本	1627	2112	2112	2112	2112
资本公积金	2025	2048	2048	2048	2048
留存收益	11817	18096	23916	29708	36518
少数股东权益	180	450	450	614	1048
归属于母公司所有者权益	15469	22256	28076	33868	40678
负债及权益合计	20549	28653	34347	40915	49227

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2995	4906	9123	10117	11628
净利润	1798	7254	7510	8209	9658
折旧摊销	1309	1425	1786	2234	2637
财务费用	116	114	105	77	59
投资收益	(47)	(30)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(187)	(3853)	(246)	(376)	(700)
其它	6	(5)	4	9	12
投资活动现金流	(2266)	(3629)	(6180)	(6180)	(6180)
资本支出	(2616)	(3672)	(6216)	(6216)	(6216)
其他投资	350	44	37	37	37
筹资活动现金流	(371)	(556)	(2465)	(2330)	(2472)
借款变动	303	(489)	(670)	0	0
普通股增加	0	485	0	0	0
资本公积增加	7	23	0	0	0
股利分配	(569)	(488)	(1690)	(2253)	(2414)
其他	(111)	(87)	(105)	(77)	(59)
现金净增加额	358	721	478	1607	2977

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13115	26636	30207	34685	42807
营业成本	10312	17182	20334	23876	30056
营业税金及附加	99	135	153	176	217
营业费用	43	63	72	82	102
管理费用	177	276	313	360	444
研发费用	284	368	418	480	592
财务费用	106	96	105	77	59
资产减值损失	(10)	(42)	(38)	(38)	(38)
公允价值变动收益	(9)	1	1	1	1
其他收益	6	6	6	6	6
投资收益	47	30	30	30	30
营业利润	2127	8509	8810	9633	11337
营业外收入	11	19	19	19	19
营业外支出	15	1	1	1	1
利润总额	2123	8527	8828	9650	11354
所得税	325	1273	1318	1441	1696
少数股东损益	0	(0)	0	164	435
归属于母公司净利润	1798	7254	7510	8045	9223

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-8%	103%	13%	15%	23%
营业利润	-27%	300%	4%	9%	18%
归母净利润	-27%	303%	4%	7%	15%
获利能力					
毛利率	21.4%	35.5%	32.7%	31.2%	29.8%
净利率	13.7%	27.2%	24.9%	23.2%	21.5%
ROE	12.1%	38.5%	29.8%	26.0%	24.7%
ROIC	10.9%	33.9%	27.4%	24.9%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	23.8%	20.8%	16.9%	15.7%	15.2%
净负债比率	11.8%	8.3%	5.0%	4.2%	3.5%
流动比率	0.9	2.0	2.4	2.6	2.9
速动比率	0.8	1.7	2.1	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.1	1.0	0.9	0.9
存货周转率	34.1	26.2	18.0	18.0	18.6
应收账款周转率	457.0	536.0	417.0	470.0	486.0
应付账款周转率	9.0	9.4	8.5	8.5	8.7
每股资料(元)					
EPS	0.85	3.43	3.56	3.81	4.37
每股经营净现金	1.42	2.32	4.32	4.79	5.51
每股净资产	7.32	10.54	13.29	16.04	19.26
每股股利	0.23	0.80	1.07	1.14	1.31
估值比率					
PE	35.5	8.8	8.5	7.9	6.9
PB	4.1	2.9	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	20.6	7.2	6.8	6.1	5.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职于中国节能、首创证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。