

## 华鲁恒升 (600426.SH)

强烈推荐 (维持)

### 二季度业绩符合预期, 新项目顺利推进成长空间大

事件: 公司发布 2022 年上半年经营情况公告, 经公司初步核算, 2022 年上半年公司实现营业总收入 165 亿元左右, 同比增长 42% 左右, 归母净利润 45 亿元左右, 同比增长 19% 左右; 其中二季度单季实现收入 83.9 亿元, 同比增长 26.9%, 归母净利润 20.7 亿元, 同比下降 7%, 符合预期。二季度公司在主营产品景气度下降情况下, 业绩同比小幅下降, 体现其较强的抗风险能力。

□ 二季度行业景气度总体下行, 新产能持续释放贡献增量。2022Q2 公司核心产品行业景气度环比有所下行, 其中醋酸、DMF、己二酸、乙二醇、正丁醇、辛醇、碳酸二甲酯市场均价环比分别下跌 9.1%、20.7%、11.2%、5.8%、4.6%、1.6%、32.2%; 尿素、己内酰胺市场均价环比分别上涨 13.9%、2.1%; 成本端, 二季度原料煤和动力煤市场均价环比有所下跌, 纯苯和丙烯市场均价环比分别上涨 15.6%、1.0%。公司碳酸二甲酯增产提质系列技改项目、己内酰胺及配套装置去年四季度投产后继续贡献增量, 20 万吨/年尼龙 6 切片项目预计近期投产, 依托一头多线柔性多联产平台, 调节优势品种产量, 同时不断降本增效, 实现经营效益最大化。

□ 积极打造荆州第二基地, 加码布局新能源新材料项目。公司荆州第二基地一期项目计划投资 123 亿元, 预计 2023 年 6 月逐步建成投产, 主要生产醋酸、尿素、DMF 等产品, 建成后有望快速盈利, 一期项目重点搭建煤气化平台, 为后期更大的发展做准备。2022 年 2 月底公司尼龙 66 高端新材料及高端溶剂项目正式开工, 其中尼龙 66 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); 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。此外, 公司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。随着一系列新能源新材料项目的投产, 将提升公司业绩和估值, 进一步打开公司未来成长空间。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 81.76 亿、86.91 亿、100.43 亿元, EPS 分别为 3.85、4.09、4.73 元, 当前股价对应 PE 分别为 7.2、6.8、5.9 倍, 维持“强烈推荐”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	31013	35479	43838
同比增长	-8%	103%	16%	14%	24%
营业利润(百万元)	2127	8509	9593	10407	12346
同比增长	-27%	300%	13%	8%	19%
归母净利润(百万元)	1798	7254	8176	8691	10043
同比增长	-27%	303%	13%	6%	16%
每股收益(元)	0.85	3.42	3.85	4.09	4.73
PE	32.9	8.1	7.2	6.8	5.9
PB	3.8	2.7	2.1	1.7	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

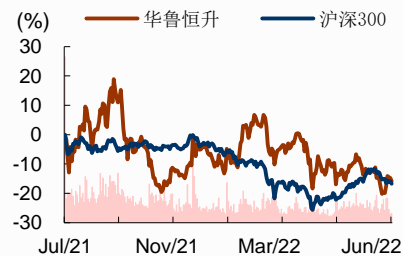
当前股价: 27.85 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	212248
已上市流通股 (万股)	210917
总市值 (亿元)	591
流通市值 (亿元)	587
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	-10	-15
相对表现	-5	2	2



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《华鲁恒升 (600426) —— 一季度业绩保持高增长, 加速推进新能源新材料项目》2022-05-01
- 《华鲁恒升 (600426) —— 签署新能源材料项目投资协议, 未来发展前景广阔》2022-04-17
- 《华鲁恒升 (600426) —— 全年业绩大幅增长, 新能源新材料项目陆续投产》2022-03-30

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

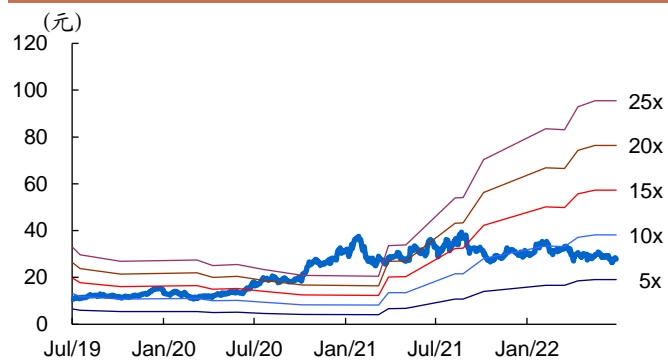
赵晨曦 研究助理

zhaochenxi@cmschina.com.cn

连莹 研究助理

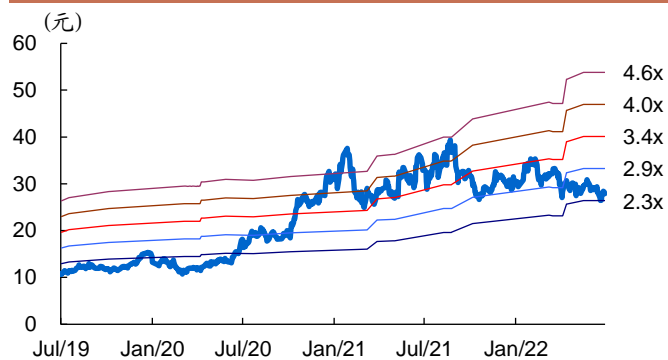
lianying@cmschina.com.cn

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
<b>流动资产</b>	3267	8391	10326	13375	18775
现金	1066	1884	2911	4979	8586
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	71	81	100
其它应收款	0	0	0	0	1
存货	273	1039	1220	1432	1803
其他	900	4387	5119	5878	7282
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>20549</b>	<b>28653</b>	<b>35013</b>	<b>42040</b>	<b>51016</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	1186	1729	1729	1729	1729
长期借款	1175	1705	1705	1705	1705
其他	12	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	<b>4901</b>	<b>5948</b>	<b>5822</b>	<b>6433</b>	<b>7500</b>
股本	1627	2112	2112	2112	2112
资本公积金	2025	2048	2048	2048	2048
留存收益	11817	18096	24582	30820	38256
少数股东权益	180	450	450	627	1100
归属于母公司所有者权益	15469	22256	28742	34980	42415
<b>负债及权益合计</b>	<b>20549</b>	<b>28653</b>	<b>35013</b>	<b>42040</b>	<b>51016</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2995	4906	9670	10771	12441
净利润	1798	7254	8176	8868	10516
折旧摊销	1309	1425	1786	2234	2637
财务费用	116	114	103	71	48
投资收益	(47)	(30)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(187)	(3853)	(363)	(374)	(735)
其它	6	(5)	5	9	12
<b>投资活动现金流</b>	(2266)	(3629)	(6180)	(6180)	(6180)
资本支出	(2616)	(3672)	(6216)	(6216)	(6216)
其他投资	350	44	37	37	37
<b>筹资活动现金流</b>	(371)	(556)	(2463)	(2523)	(2655)
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)	(2453)	(2607)
其他	(111)	(87)	(103)	(71)	(48)
<b>现金净增加额</b>	<b>358</b>	<b>721</b>	<b>1027</b>	<b>2068</b>	<b>3607</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	13115	26636	31013	35479	43838
营业成本	10312	17182	20334	23876	30056
营业税金及附加	99	135	157	180	223
营业费用	43	63	74	84	104
管理费用	177	276	322	368	455
研发费用	284	368	429	491	606
财务费用	106	96	103	71	48
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
<b>营业利润</b>	2127	8509	9593	10407	12346
营业外收入	11	19	19	19	19
营业外支出	15	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	2123	8527	9611	10425	12364
所得税	325	1273	1435	1557	1848
少数股东损益	0	(0)	0	177	473
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1798</b>	<b>7254</b>	<b>8176</b>	<b>8691</b>	<b>10043</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-8%	103%	16%	14%	24%
营业利润	-27%	300%	13%	8%	19%
归母净利润	-27%	303%	13%	6%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.4%	35.5%	34.4%	32.7%	31.4%
净利率	13.7%	27.2%	26.4%	24.5%	22.9%
ROE	12.1%	38.5%	32.1%	27.3%	26.0%
ROIC	10.9%	33.9%	29.5%	26.1%	25.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.8%	20.8%	16.6%	15.3%	14.7%
净负债比率	11.8%	8.3%	4.9%	4.1%	3.3%
流动比率	0.9	2.0	2.5	2.8	3.3
速动比率	0.8	1.7	2.2	2.5	2.9
<b>营运能力</b>					
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	422.0	469.0	486.0
应付账款周转率	9.0	9.4	8.5	8.5	8.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.85	3.42	3.85	4.09	4.73
每股经营净现金	1.41	2.31	4.56	5.07	5.86
每股净资产	7.29	10.49	13.54	16.48	19.98
每股股利	0.23	0.80	1.16	1.23	1.42
<b>估值比率</b>					
PE	32.9	8.1	7.2	6.8	5.9
PB	3.8	2.7	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	17.7	6.2	5.4	4.9	4.1

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，曾供职中国节能、首创证券。

**连莹：**招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 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，任何机构和个人均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。