

华鲁恒升 (600426.SH)

强烈推荐 (维持)

上半年业绩保持高水平, 新能源新材料迎来快速发展期

事件: 公司发布 2022 年中报, 报告期内实现营业收入 165.3 亿元, 同比增长 42.4%, 归母净利润 45.1 亿元, 同比增长 18.6%, 扣非净利润 44.8 亿元, 同比增长 18.1%; 其中二季度单季实现收入 84.2 亿元, 同比增长 27.4%, 归母净利润 20.8 亿元, 同比下降 6.5%。

□ 上半年行业景气度有所下行, 二季度盈利继续保持高水平。报告期内, 公司准确把握主导产品价格趋势, 加强系统优化和生产管控, 适时调整产品结构, 充分发挥产销协同效应, 实现了生产装置高效稳定运行。2022Q2 公司新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品收入分别为 41.6 亿、16.7 亿、15.9 亿、6.4 亿元, 环比分别增长 10.4%、-18.9%、33.5%、6.3%, 销量环比分别增长 16.1%、-1.1%、13.5%、16.5%, 销售均价环比分别上涨-4.9%、-18.0%、17.6%、-8.8%。尽管二季度产品销售价格总体有所下跌, 但公司以量补价、降本增效, 减轻了业绩下滑压力, 继续保持较高盈利水平。

□ 进入三季度核心产品价格总体下跌, 原材料价格有所降低。7 月份以来公司核心产品尿素、醋酸、DMF、乙二醇、正丁醇、己内酰胺市场均价环比 Q2 分别下跌 12.4%、18.9%、11.5%、12.1%、17.8%、4.5%, 己二酸、碳酸二甲酯市场均价环比分别上涨 2%、29%; 核心原材料丙烯、原料煤市场均价环比分别下跌 9.2%、1.2%, 动力煤、纯苯市场基本平稳。公司持续优化生产系统, 加大技术改造, 强化节能降耗, 主要装置保持长周期稳定运行; 得益于多元联产、柔性协同生产运营模式, 公司成本、效益指标保持较强竞争优势。

□ 重心打造荆州第二基地, 积极布局新能源新材料项目。公司荆州第二基地一期项目预计 2023 年 6 月逐步建成投产, 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, 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)、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, 将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 7.6、7.2、6.2 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	34.7	8.6	7.6	7.2	6.2
PB	4.0	2.8	2.2	1.8	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

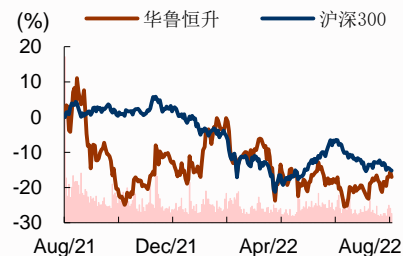
当前股价: 29.4 元

基础数据

总股本 (万股)	212248
已上市流通股 (万股)	210917
总市值 (亿元)	624
流通市值 (亿元)	620
每股净资产 (MRQ)	11.8
ROE (TTM)	31.7
资产负债率	19.4%
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
主要股东持股比例	32.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-13	-11
相对表现	7	-2	4



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《华鲁恒升 (600426) 一、二季度业绩符合预期, 新项目顺利推进成长空间大》2022-07-22
- 《华鲁恒升 (600426) 一、二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) 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

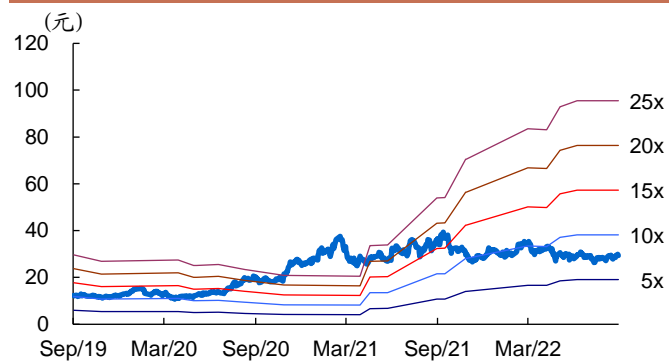
周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

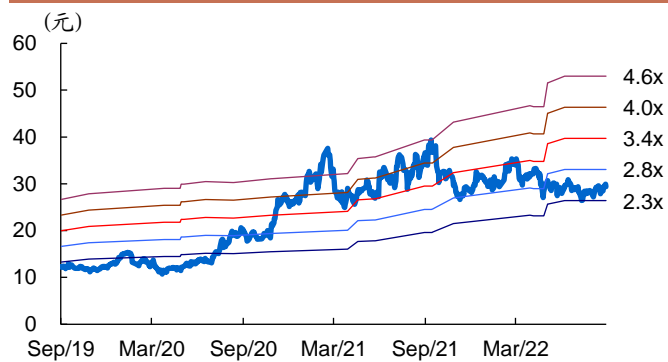
caochengan@cmschina.com.cn

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	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
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	35013	42040	51016
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	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
负债及权益合计	20549	28653	35013	42040	51016

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
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)	(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)
现金净增加额	358	721	1027	2068	3607

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	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
营业利润	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
利润总额	2123	8527	9611	10425	12364
所得税	325	1273	1435	1557	1848
少数股东损益	0	(0)	0	177	473
归属于母公司净利润	1798	7254	8176	8691	10043

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
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	422.0	469.0	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	3.42	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
估值比率					
PE	34.7	8.6	7.6	7.2	6.2
PB	4.0	2.8	2.2	1.8	1.5
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。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

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。