

华鲁恒升 (600426)

证券研究报告

2022年09月06日

景气下行中业绩坚挺，至暗时刻过后有望再上台阶

华鲁恒升公告 2022 年中报，上半年公司实现营业收入 165.34 亿元，同比 +42.38%，实现归母净利润 45.10 亿元，同比 +18.64%，其中 Q2 实现收入 84.18 亿元，同比 +27.38%，环比 +3.73%，归母净利润 20.81 亿元，同比 -6.49%，环比 -14.34%。

二季度收入同环比上行，净利润同环比下行，但仍处盈利较好状态

二季度华鲁收入同比、环比均有上行，但原材料价格上涨因素导致了毛利率明显下行，上半年毛利率 35.6%，二季度毛利率 32.4%，同比 -9.9PCT，环比 -6.7PCT；虽然毛利率有所下行，但仍处于较高毛利率阶段，公司盈利水平仍然处于较好水平。四项费用来看，二季度四费率 2.8%，高收入基础带来四费率的持续下行。

分板块看，二季度尿素量价齐升，新材料增速快，有机胺板块压力较大

根据华鲁公告经营数据，公司重新划分后的各板块来看，以尿素为主的肥料板块 Q2 量价齐升，收入环比增长 33.4%，DMF 为主的有机胺板块量价齐跌，收入同比下滑 18.9%，醋酸板块产品价格和产销稳定，收入同比略增 6.3%，而新划分的新材料板块收入增长明显，该板块占总收入比重接近 50%。

二季度产品价格涨跌不一，原材料上行明显，三季度价差或面临收缩内容

根据百川盈孚数据，产品价格端：2022Q2 尿素/DMF/己二酸/醋酸/乙二醇/辛醇/碳酸二甲酯产品价格环比分别 +8.3%/-18.9%/-11.2%/-6.7%/-5.8%/+1.5%/-31.8%多数产品价格下滑明显，而截至 8 月 12 日当周的 Q3 产品价格方面，除碳酸二甲酯产品价格恢复性上涨以外，其余价格均出现 10% 以上的回调，产品景气持续下。原材料端：2022Q2 烟煤/动力煤/纯苯/丙烯/硝酸价格较 Q1 环比 +25.8%/+13.8%/+7.3%/+1.8%/+25.2%，原料煤、动力煤、硝酸价格上涨幅度较大。而三季度主要原材料煤炭价格平稳。三季度价差收窄，面临景气持续下行风险。

高强度项目投入期，股权激励较高目标，两年成长可期

我们再次强调关注华鲁恒升在景气下行过程中的逆势扩张，包括荆州基地一期和二期部分项目，德州基地尼龙、电极液溶剂等项目有望未来持续贡献收入；公司 2021 年设立的较高收入增速的股权激励目标也从公司层面确立了未来 2 年高强度项目投入，或将带来逆势的成长，两年维度成长可期。

盈利预测：因重新调整产品价格等假设，我们小幅调整公司盈利预期，预计 2022-2024 年实现净利润 71.6/74.9/102.6 亿元(前值 77.95/73.75/104.85 亿元)，维持“买入”评级。

风险提示：产品景气大幅下行；产能建设低于预期；安全、环保事件。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,114.96	26,635.86	30,128.73	31,772.21	41,600.25
增长率(%)	(7.58)	103.10	13.11	5.45	30.93
EBITDA(百万元)	3,829.92	10,455.62	10,410.41	11,213.56	15,263.05
归属母公司净利润(百万元)	1,798.38	7,254.17	7,161.87	7,494.39	10,258.42
增长率(%)	(26.69)	303.37	(1.27)	4.64	36.88
EPS(元/股)	0.85	3.42	3.37	3.53	4.83
市盈率(P/E)	33.16	8.22	8.33	7.96	5.81
市净率(P/B)	3.86	2.68	2.13	1.76	1.41
市销率(P/S)	4.55	2.24	1.98	1.88	1.43
EV/EBITDA	15.64	6.18	5.74	5.56	3.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	28.1 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,122.48
流通 A 股股本(百万股)	2,109.17
A 股总市值(百万元)	59,641.69
流通 A 股市值(百万元)	59,267.72
每股净资产(元)	11.82
资产负债率(%)	19.37
一年内最高/最低(元)	41.28/25.77

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

郭建奇 联系人
guojianqi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

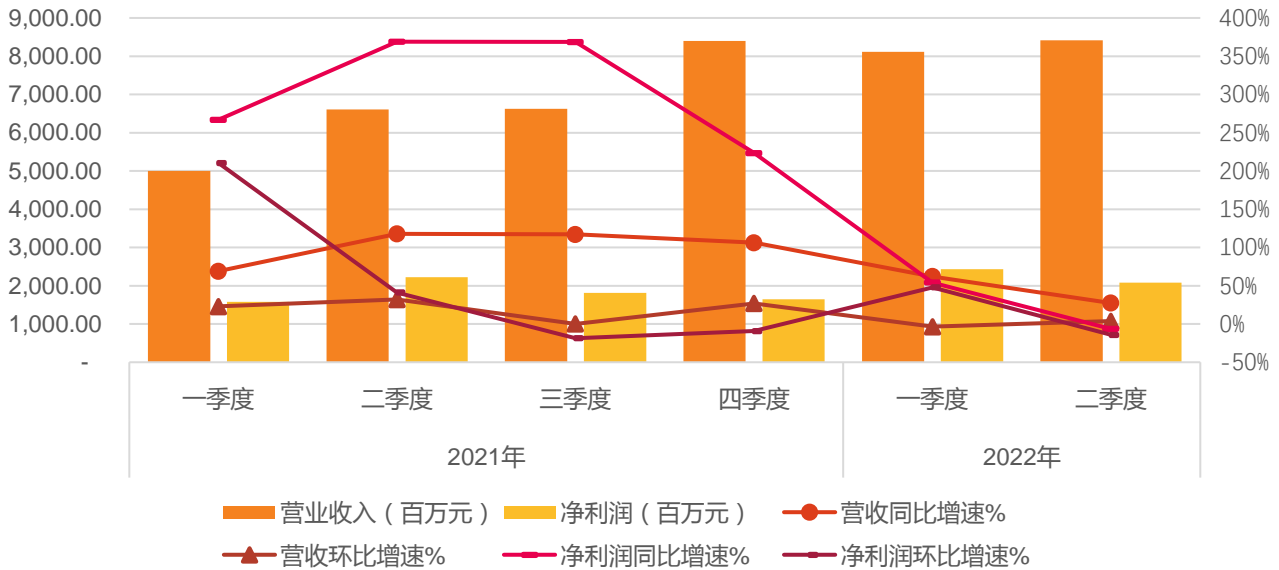
- 《华鲁恒升-季报点评:景气高位业绩兑现，公司进入成长模式》2022-05-06
- 《华鲁恒升-年报点评报告:全年景气兑现，一季度再创佳绩》2022-04-01
- 《华鲁恒升-公司点评:股票激励延续，解锁目标彰显成长信心》2021-12-27

1. 二季度景气下行，但依旧坚挺

1.1. 二季度收入同环比上行，净利润同环比下行，但仍处盈利较好状态

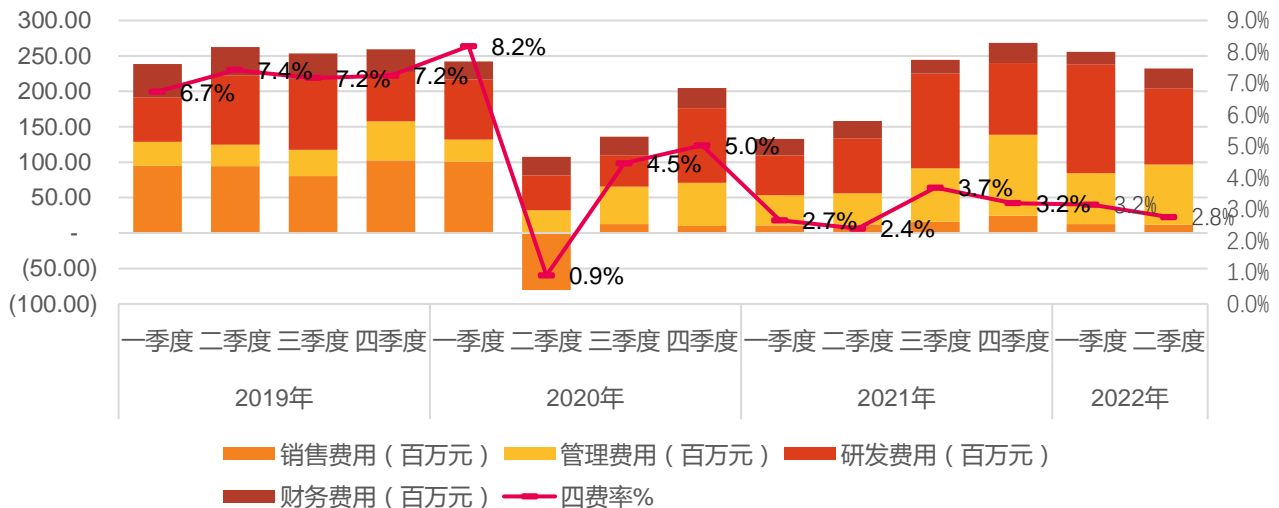
华鲁恒升公告 2022 年中报，上半年公司实现营业收入 165.34 亿元，同比+42.38%，实现归母净利润 45.10 亿元，同比+18.64%，其中 Q2 实现收入 84.18 亿元，同比+27.38%，环比+3.73%，归母净利润 20.81 亿元，同比-6.49%，环比-14.34%。上半年毛利率 35.6%，二季度毛利率 32.4%，同比-9.9PCT，环比-6.7PCT，虽然毛利率有所下行，但仍处于较高毛利率阶段。四项费用来看，二季度四费率 2.8%，高收入基础带来四费率的持续下行。

图 1：二季度收入同环比增长，利润同环比下滑



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 2：2022 年二季度四项费用比例持续下行



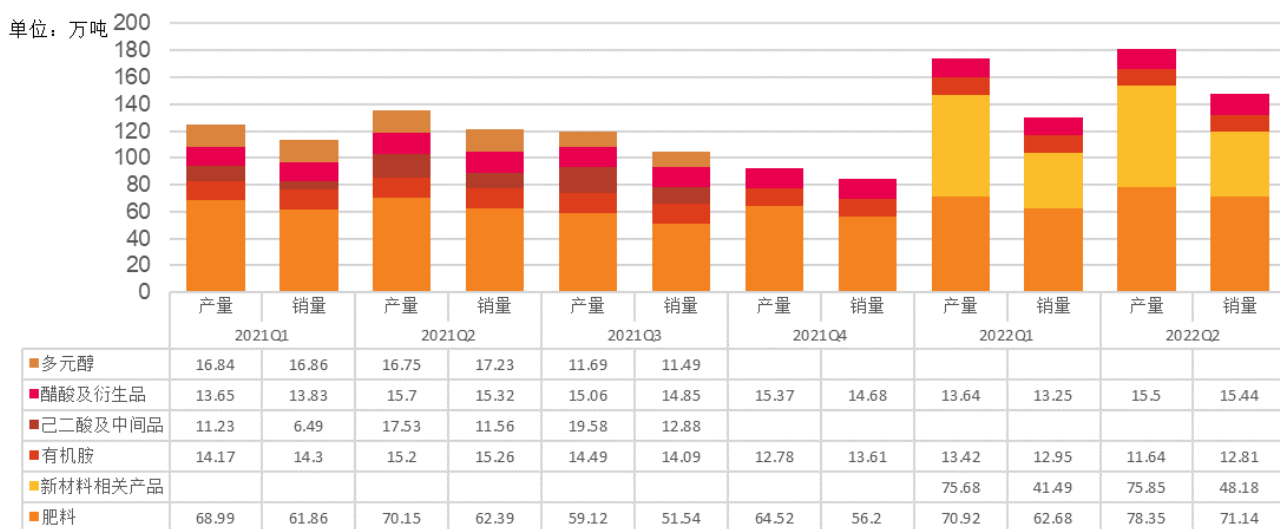
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

1.2. 二季度尿素量价齐升，有机胺板块压力较大

根据华鲁公告经营数据，公司重新划分后的各板块来看，以尿素为主的肥料板块 Q2 量价齐升，收入环比增长 33.4%，DMF 为主的有机胺板块量价齐跌，收入同比下滑 18.9%，醋酸板块产品价格和产销稳定，收入同比略增 6.3%。

产销量分板块来看，公司 2022Q2 肥料/新材料/有机胺/醋酸板块产量环比 Q1 分别 +10.5%/+0.2%/-13.3%/+13.6%，销量环比 Q1 分别 +13.5%/+16.1%/-1.1%/+16.5%，肥料、新材料及醋酸板块销量环比均出现明显增长，

图 3：分板块产品产销



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入结构拆分来看，2022Q2 肥料/新材料/有机胺/醋酸板块产生收入分别为 15.87/41.64/16.68/6.43 亿元，占收入比重分别为 18.9%/49.5%/19.8%/7.6%，环比 Q1 分别 +33.5%/+10.4%/-18.9%/+6.3%；肥料、新材料板块收入增长明显，而有机胺板块收入环比快速下滑。

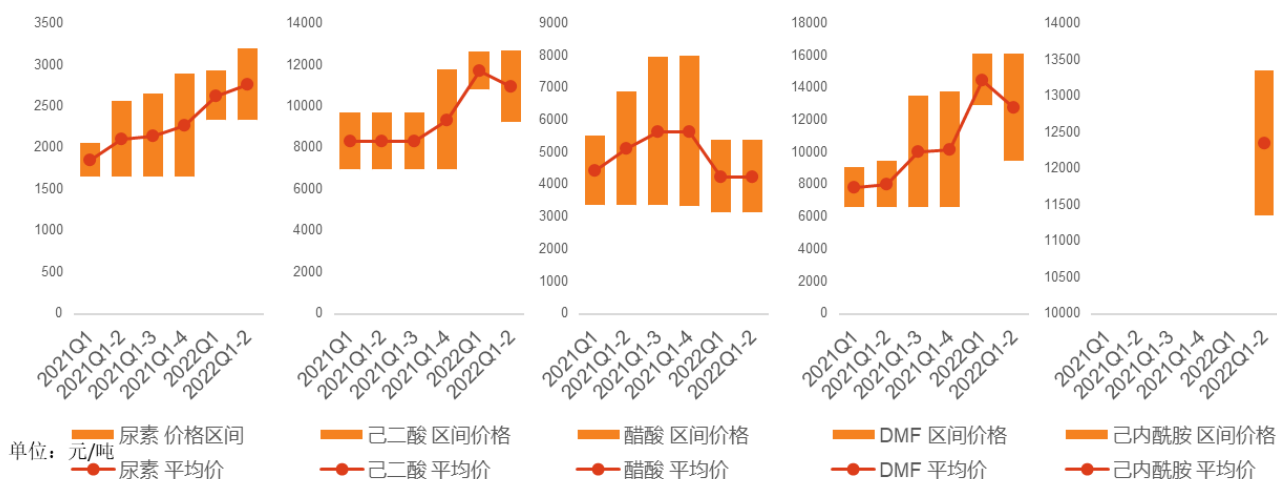
图 4：分板块收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要产品价格区间来看，2022 上半年，尿素平均价格 Q2 环比抬升明显，而己二酸、DMF 明显下滑，醋酸保持平稳。

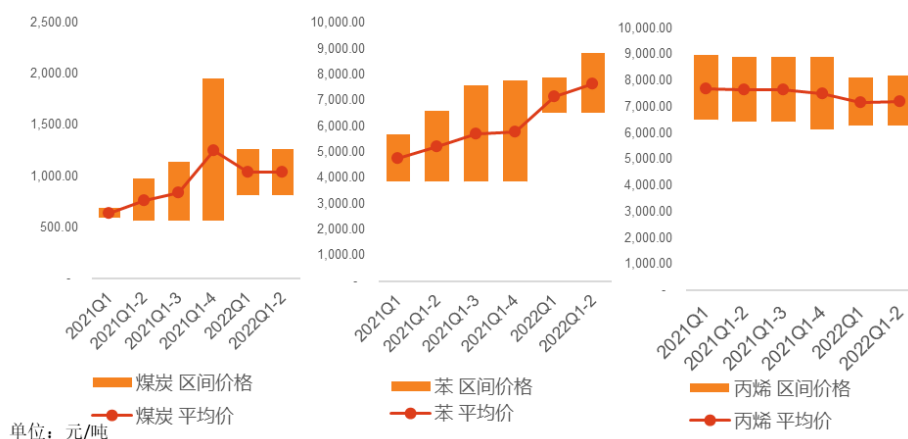
图 5：公司公告产品价格区间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

原材料成本来看，2022 年上半年平均采购价格较 Q1 均有抬升，其中苯价格抬升明显。

图 6：原材料成本

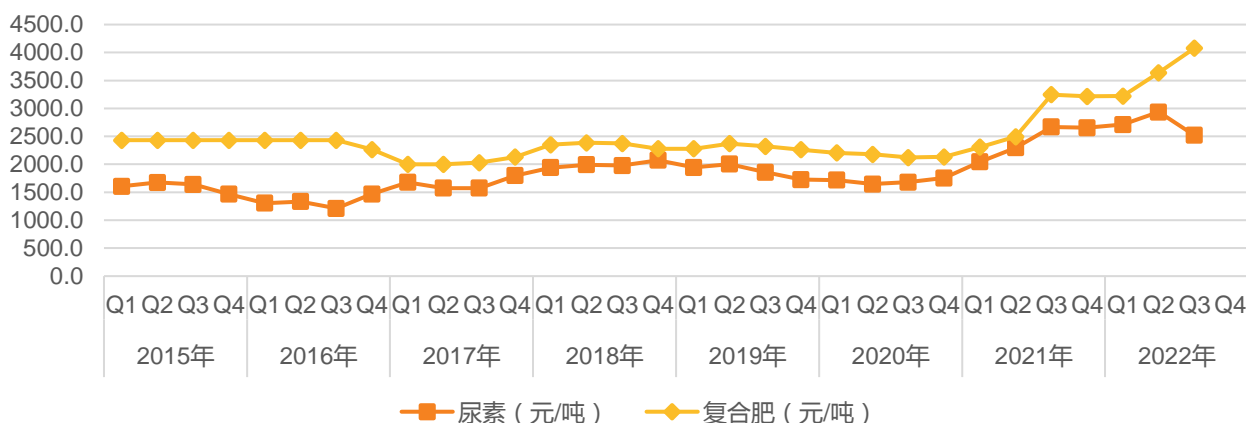


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 二季度产品价格涨跌不一，原材料上行明显，三季度价差或面临收缩

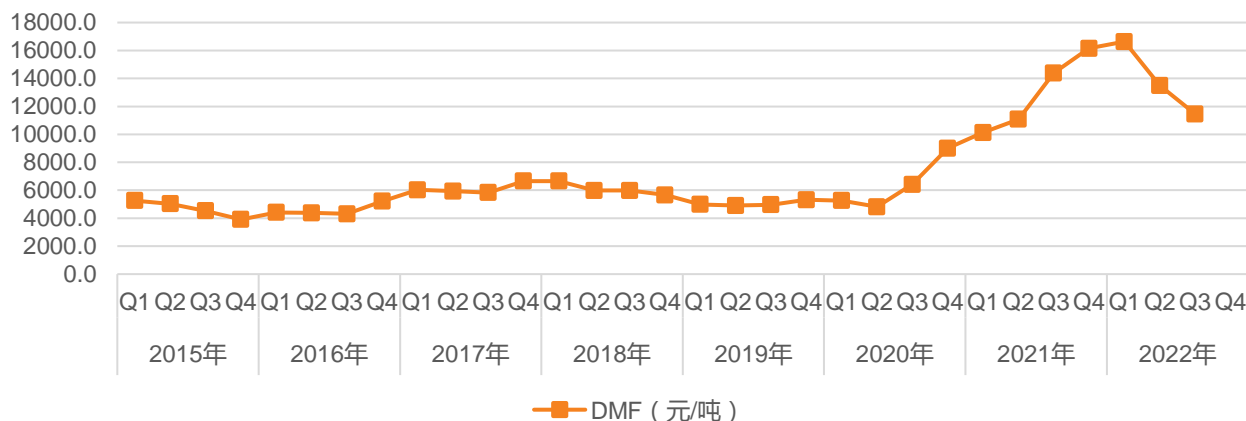
根据百川盈孚化工品价格，2022Q2 尿素/DMF/己二酸/醋酸/乙二醇/辛醇/碳酸二甲酯产品价格环比分别+8.3%/-18.9%/-11.2%/-6.7%/-5.8%/+1.5%/-31.8%，而截至 8 月 12 日当周，Q3 平均价格较 Q2 分别-14.2%/-15.1%/-17.5%/-25.6%/-13.0%/-33.3%/+32.8%，除碳酸二甲酯产品价格恢复性上涨以外，其余价格均出现 10%以上的回调，产品景气持续下行。

图 7：尿素价格季度变化趋势



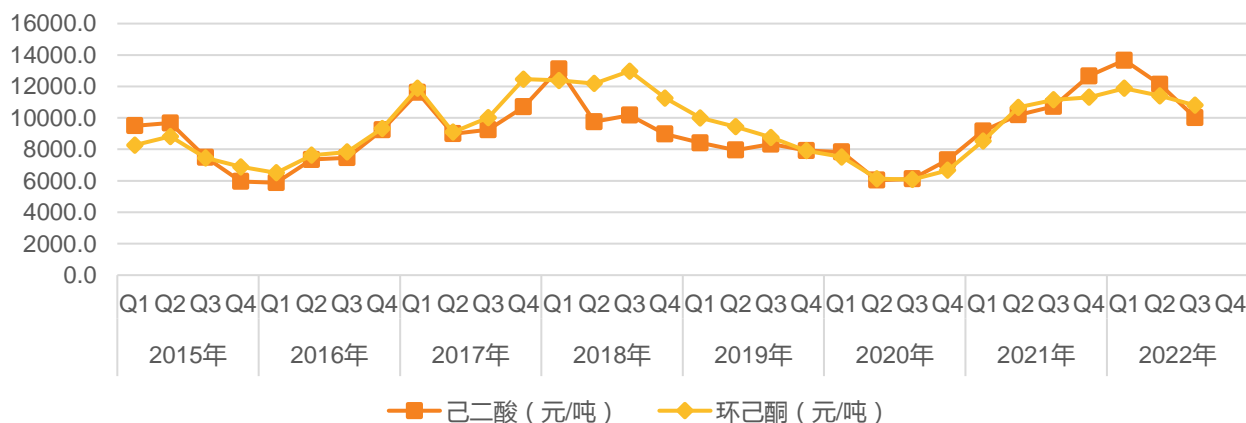
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 8：DMF 价格季度变化趋势



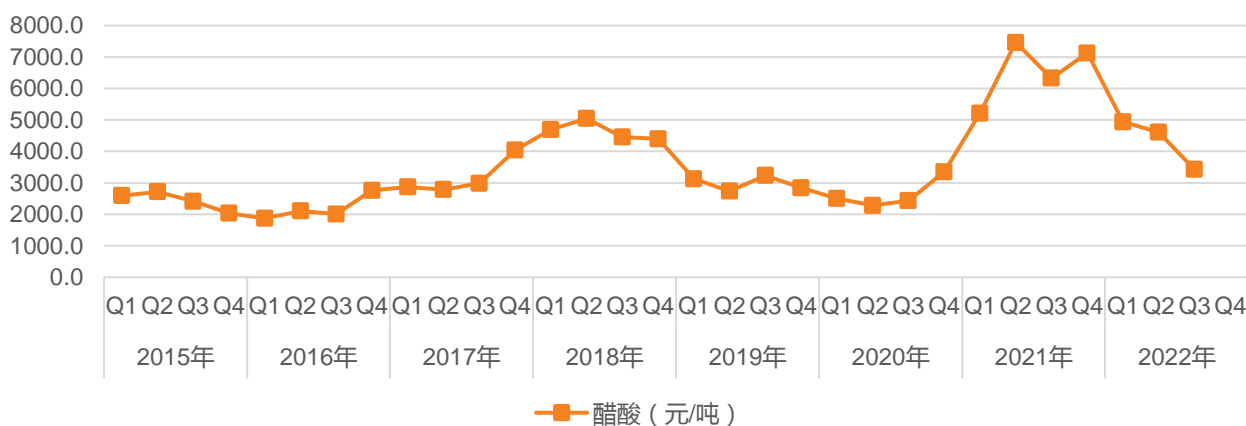
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 9：己二酸价格季度变化趋势



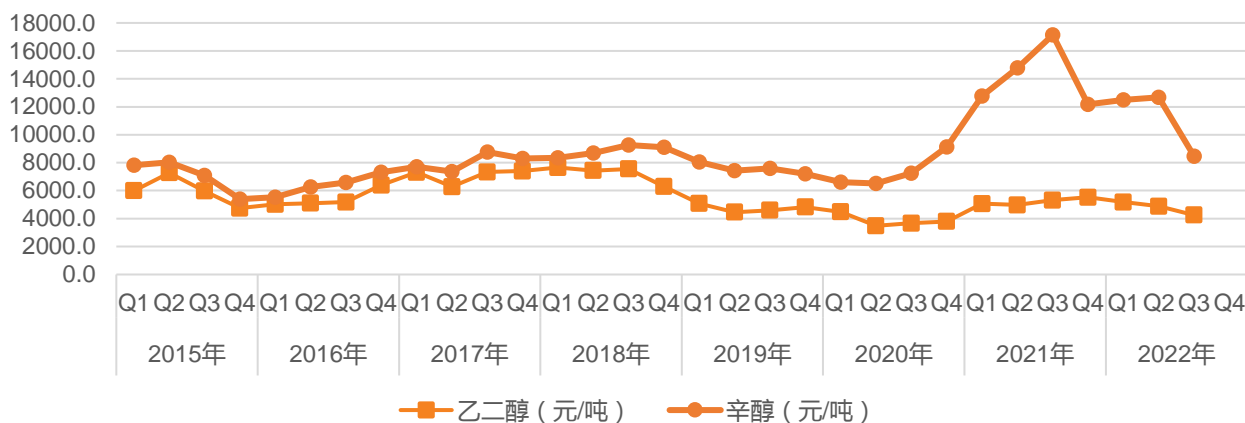
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 10：醋酸价格季度变化趋势



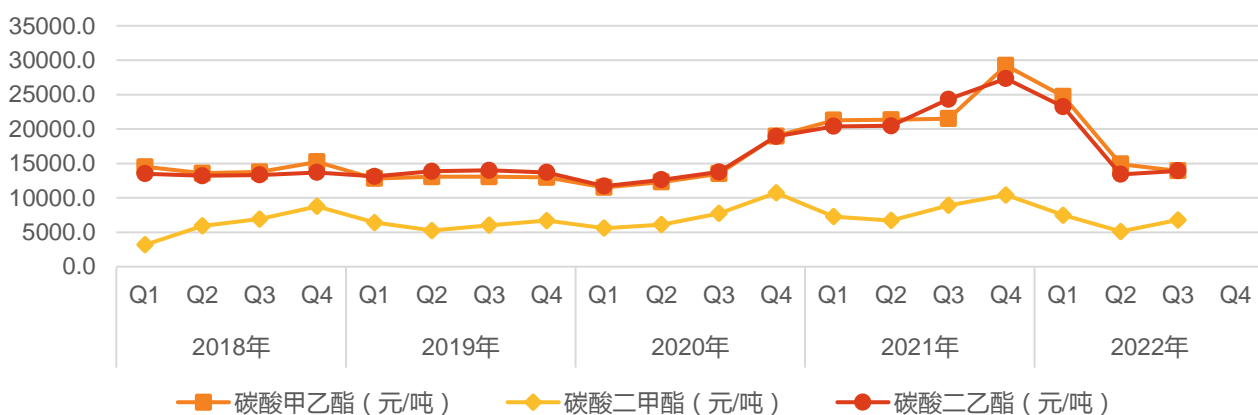
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 11：多元醇价格季度变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

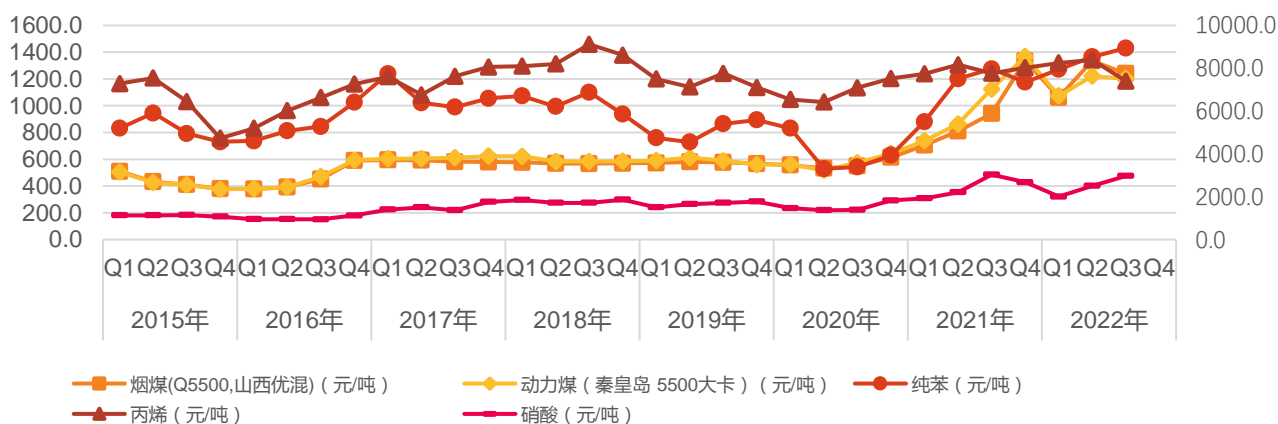
图 12: 电解液溶剂季度变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

原材料价格方面, 根据百川盈孚数据, 2022Q2 烟煤/动力煤/纯苯/丙烯/硝酸价格较 Q1 环比+25.8%/+13.8%/+7.3%/+1.8%/+25.2%, 原料煤、动力煤、硝酸价格上涨幅度较大; 而截至 8 月 21 日 Q3 烟煤/动力煤/纯苯/丙烯/硝酸的平均价格分别环比-7.1%/-1.6%/+4.8%/-11.9%/+18.4%, 主要原材料煤炭和纯苯价格较为稳定。

图 13: 主要原材料价格季度变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

2. 高强度项目投入期, 股权激励较高目标, 两年成长可期

我们再次强调关注华鲁恒升在景气下行过程中的逆势扩张, 根据我们统计, 华鲁恒升已经

披露或已有项目环评公示的项目包括：1、荆州基地方面：荆州基地项目一期（煤气化平台+尿素、DMF 和醋酸等）、荆州基地项目二期前期项目（尿素-三聚氰胺-密胺树脂、BDO-NMP-PBAD 产业链、醋酐项目）；2、德州基地：高端溶剂项目（碳酸甲乙酯、碳酸二乙酯）、PA6 项目（己内酰胺-PA6 切片）、PA66 项目。

公司 2021 年限制性股票激励计划将 2022-2024 年收入增长率和每股分红作为考核指标，要求 2022/2023/2024 年收入总量较 2020 年 131.1 亿元分别增长 80%/85%/160%，且不低于当年行业平均增速和以 2020 年增速为标准的当期分位数。

据我们测算，2022/2023 年两年收入目标达成难度较小，在现有产能基础上，按照 90%开工率、产品价格 5 年 45%分位值测算可达成目标。而 2024 年 160%增长目标，则隐含包括荆州项目一期、尼龙新材料等项目贡献收入的目标，而这也符合新建项目 2-3 年的建设周期。我们测算，已公告的新增项目按照 60%开工率水平，45%价格分位数水平计算可达成目标。

3. 盈利预测和估值

因重新调整产品价格等假设，我们小幅调整公司盈利预期，预计 2022-2024 年实现净利润 71.6/74.9/102.6 亿元（前值 77.95/73.75/104.85 亿元），维持“买入”评级。

4. 风险提示

景气下行，产品价格大幅回调：公司部分产品属于周期性行业，价格易受外部环境影响而波动，未来景气下行可能造成产品价格大幅回调，进而影响公司业绩；

产能建设进度低于预期：行业安全、环保要求趋严，且新冠疫情尚未结束，公司在建或规划项目建设可能因上述因素影响而中断，导致项目建设进度低于预期；

化工企业安全、环保风险：安全、环保因素是化工企业生产过程中重要的两个前提保障，但化工企业生产过程中存在安全生产、绿色生产的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,066.35	1,883.81	2,410.30	2,541.78	3,328.02
应收票据及应收账款	23.01	76.32	36.04	82.45	72.69
预付账款	202.39	595.49	339.07	652.53	627.29
存货	273.43	1,038.57	498.20	1,132.36	972.12
其他	1,701.81	4,796.84	4,796.61	4,796.86	4,796.75
流动资产合计	3,266.99	8,391.03	8,080.21	9,205.98	9,796.87
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,249.73	16,080.64	17,663.05	20,965.90	33,875.84
在建工程	3,471.67	1,239.41	7,867.59	12,507.31	6,752.19
无形资产	1,238.41	1,496.70	1,463.82	1,430.93	1,398.04
其他	1,322.50	1,445.39	1,436.70	1,428.00	1,419.31
非流动资产合计	17,282.30	20,262.15	28,431.15	36,332.15	43,445.39
资产总计	20,549.29	28,653.18	36,511.37	45,538.13	53,242.26
短期借款	530.30	10.01	2,048.31	4,543.98	2,653.59
应付票据及应付账款	1,458.37	2,192.10	2,083.75	2,453.07	3,402.40
其他	1,279.96	1,321.69	2,118.67	2,105.32	2,629.98
流动负债合计	3,268.64	3,523.80	6,250.72	9,102.37	8,685.96
长期借款	1,174.76	1,705.20	1,816.05	1,991.61	1,900.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.67	23.36	23.36	23.36	23.36
非流动负债合计	1,186.43	1,728.56	1,839.42	2,014.97	1,923.36
负债合计	4,900.58	5,947.71	8,090.14	11,117.34	10,609.32
少数股东权益	180.10	449.64	449.64	449.64	449.64
股本	1,626.66	2,111.91	2,122.48	2,122.48	2,122.48
资本公积	2,080.08	2,066.14	2,066.14	2,066.14	2,066.14
留存收益	11,816.56	18,096.00	23,825.50	29,821.02	38,027.75
其他	(54.69)	(18.23)	(42.54)	(38.49)	(33.08)
股东权益合计	15,648.71	22,705.47	28,421.23	34,420.79	42,632.93
负债和股东权益总计	20,549.29	28,653.18	36,511.37	45,538.13	53,242.26

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,798.47	7,253.71	7,161.87	7,494.39	10,258.42
折旧摊销	1,308.52	1,417.41	1,822.30	2,090.31	2,878.07
财务费用	115.73	113.71	148.76	298.63	314.30
投资损失	(46.93)	(29.51)	(39.39)	(38.61)	(35.84)
营运资金变动	(5.99)	(6,834.08)	839.28	(629.63)	1,678.04
其它	(175.02)	2,984.56	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	2,994.78	4,905.80	9,932.82	9,215.10	15,092.99
资本支出	3,727.61	4,252.67	10,000.00	10,000.00	10,000.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,993.22)	(7,881.49)	(19,960.61)	(19,961.39)	(19,964.16)
投资活动现金流	(2,265.61)	(3,628.82)	(9,960.61)	(9,961.39)	(9,964.16)
债权融资	(101.41)	(143.60)	2,000.39	2,372.60	(2,296.30)
股权融资	(480.78)	(1,190.22)	(1,446.12)	(1,494.83)	(2,046.28)
其他	211.21	777.43	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(370.97)	(556.38)	554.27	877.77	(4,342.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	358.20	720.59	526.48	131.48	786.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,114.96	26,635.86	30,128.73	31,772.21	41,600.25
营业成本	10,312.46	17,182.36	20,125.94	21,354.32	27,561.05
营业税金及附加	98.71	135.21	192.71	201.21	246.90
销售费用	43.04	63.24	319.99	172.38	255.43
管理费用	177.18	276.23	350.32	376.05	469.17
研发费用	284.03	368.44	591.04	583.62	718.55
财务费用	106.32	96.00	148.76	298.63	314.30
资产/信用减值损失	(9.96)	(42.28)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(9.35)	1.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.93	29.51	39.39	38.61	35.84
其他	(61.40)	17.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,127.01	8,508.85	8,439.35	8,824.62	12,070.68
营业外收入	11.19	18.77	10.18	13.38	14.11
营业外支出	15.17	1.02	6.39	7.53	4.98
利润总额	2,123.03	8,526.60	8,443.13	8,830.47	12,079.81
所得税	324.56	1,272.89	1,281.25	1,336.08	1,821.39
净利润	1,798.47	7,253.71	7,161.87	7,494.39	10,258.42
少数股东损益	0.10	(0.45)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,798.38	7,254.17	7,161.87	7,494.39	10,258.42
每股收益(元)	0.85	3.42	3.37	3.53	4.83

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-7.58%	103.10%	13.11%	5.45%	30.93%
营业利润	-26.63%	300.04%	-0.82%	4.57%	36.78%
归属于母公司净利润	-26.69%	303.37%	-1.27%	4.64%	36.88%
获利能力					
毛利率	21.37%	35.49%	33.20%	32.79%	33.75%
净利率	13.71%	27.23%	23.77%	23.59%	24.66%
ROE	11.63%	32.59%	25.60%	22.06%	24.32%
ROIC	14.03%	49.87%	35.11%	27.56%	28.70%
偿债能力					
资产负债率	23.85%	20.76%	22.16%	24.41%	19.93%
净负债率	8.67%	2.16%	7.44%	13.52%	4.42%
流动比率	0.88	1.99	1.29	1.01	1.13
速动比率	0.81	1.74	1.21	0.89	1.02
营运能力					
应收账款周转率	456.61	536.28	536.28	536.28	536.28
存货周转率	43.35	40.60	39.21	38.97	39.53
总资产周转率	0.68	1.08	0.92	0.77	0.84
每股指标(元)					
每股收益	0.85	3.42	3.37	3.53	4.83
每股经营现金流	1.41	2.31	4.68	4.34	7.11
每股净资产	7.29	10.49	13.18	16.01	19.87
估值比率					
市盈率	33.16	8.22	8.33	7.96	5.81
市净率	3.86	2.68	2.13	1.76	1.41
EV/EBITDA	15.64	6.18	5.74	5.56	3.90
EV/EBIT	23.66	7.14	6.96	6.83	4.81

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com