

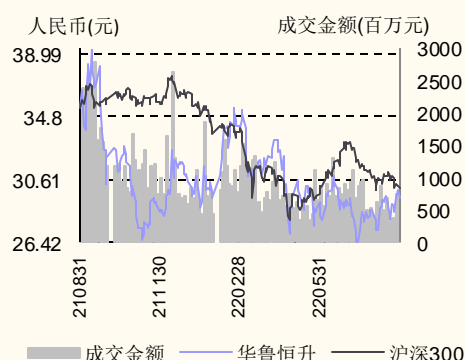
华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 29.40 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)	624.01
年内股价最高最低(元)	39.36/26.42
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



相关报告

- 1.《一季度平稳运行,多项目布局建设带动发展-【国金化工】华鲁恒升...》, 2022.1.30
- 2.《业绩持续释放,新项目稳步推进-华鲁恒升公司点评》, 2022.3.29
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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...》, 2021.12.22

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

成本管控再度彰显优势,新项目将逐步放量

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	8.26	7.50	6.26
P/B	3.92	2.97	2.09	1.64	1.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司发布半年报,上半年公司实现 165.33 亿元,同比增长 42.38%,归母净利润 45.10 亿元,同比增长 18.64%。

分析

- 2 季度产品盈利虽然有所回落,但仍然保持较高水平。2 季度公司实现营业收入 84.18 亿元,同比增长 27.38%,归母净利润 20.81 亿元,同比下降 6.49%。公司作为典型的煤化工企业,主要的原料煤炭价格大幅提升,挤压了公司的产品盈利空间,二季度公司整体的毛利率约为 32.38%,环比一季度下降了 6 个多点,但是依然位于相对较高的盈利水平,且二季度公司整体的开工生产量相对较多,通过“以量补价”稳定盈利。
- 2023 年将是公司项目集中释放的一年,有望进一步给予公司利润最大化的调整空间:公司在德州基地一期项目有望在明年下半年投产,目前公司的德州基地主要以生产合成氨为主,前段产品受到指标限制并未有进一步可调节空间,而伴随荆州基地项目投产,一期的尿素、醋酸和有机胺产品可以在两个基地之间综合调节,通过有序的产能释放,来带动产品的盈利增厚。一期项目是公司长期布局的煤气化产品,具有长期的成本优势,通过项目的投产,公司可以具有较为充足的未来延伸产品的可以调整空间,同时具有相对较为坚实的产品超额盈利空间;同时还有高端溶剂等项目的投产将带动公司整体产线的丰富。
- 现阶段多数煤化工产品盈利回落,短期出现一定的承压。进入 7 月后期,煤化工产品尤其是氮肥系列产品的盈利回落较为明显,下游农业需求支撑进入淡季,传统的化工需求受到经济景气度的影响,支撑力度较弱,叠加原材料价格回落,成本失去支撑,目前多数煤化工产品尿素、醋酸、己二酸等的盈利能力都相对较低,DMF 受益于供给格局以及下游需求支撑的影响,目前盈利仍然位于相对高位。

投资建议

- 公司成本优势使得其具有盈利缓冲垫,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 8.26、7.50、6.26 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,190	13,115	26,636	30,608	33,205	39,825	货币资金	715	1,066	1,884	6,019	7,816	14,377
增长率		-7.6%	103.1%	14.9%	8.5%	19.9%	应收账款	968	462	3,862	2,959	3,044	3,651
主营业务成本	-10,239	-10,312	-17,182	-20,354	-22,020	-26,530	存货	332	273	1,039	920	905	1,163
%销售收入	72.2%	78.6%	64.5%	66.5%	66.3%	66.6%	其他流动资产	1,477	1,465	1,606	1,420	1,441	1,550
毛利	3,951	2,803	9,453	10,254	11,184	13,294	流动资产	3,491	3,267	8,391	11,317	13,206	20,741
%销售收入	27.8%	21.4%	35.5%	33.5%	33.7%	33.4%	%总资产	19.2%	15.9%	29.3%	31.1%	29.3%	37.0%
营业税金及附加	-93	-99	-135	-214	-232	-279	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	12,467	14,721	17,320	21,963	28,618	31,898
销售费用	-372	-43	-63	-101	-106	-123	%总资产	68.5%	71.6%	60.4%	60.4%	63.4%	56.8%
%销售收入	2.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	1,123	1,282	1,530	1,739	1,927	2,072
管理费用	-156	-177	-276	-383	-415	-498	非流动资产	14,697	17,282	20,262	25,037	31,933	35,379
%销售收入	1.1%	1.4%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	80.8%	84.1%	70.7%	68.9%	70.7%	63.0%
研发费用	-332	-284	-368	-673	-731	-836	资产总计	18,187	20,549	28,653	36,355	45,139	56,120
%销售收入	2.3%	2.2%	1.4%	2.2%	2.2%	2.1%	短期借款	914	1,248	670	698	798	863
息税前利润 (EBIT)	2,998	2,200	8,610	8,882	9,700	11,558	应付款项	896	1,663	2,238	2,446	2,646	3,187
%销售收入	21.1%	16.8%	32.3%	29.0%	29.2%	29.0%	其他流动负债	624	803	1,311	1,857	2,025	2,428
财务费用	-154	-106	-96	-17	66	153	流动负债	2,434	3,714	4,219	5,001	5,468	6,479
%销售收入	1.1%	0.8%	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.4%	长期贷款	1,504	1,175	1,705	1,105	1,105	1,105
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	18	12	14	7	5	4
公允价值变动收益	13	-9	1	0	0	0	负债	3,956	4,901	5,938	6,113	6,579	7,588
投资收益	42	47	30	51	53	59	普通股股东权益	14,231	15,469	22,256	29,792	38,110	48,083
%税前利润	1.4%	2.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	其中：股本	1,627	1,627	2,112	2,122	2,122	2,122
营业利润	2,899	2,127	8,509	8,917	9,819	11,770	未分配利润	9,773	11,003	17,040	24,594	32,913	42,885
营业利润率	20.4%	16.2%	31.9%	29.1%	29.6%	29.6%	少数股东权益	0	180	450	450	450	450
营业外收支	-2	-4	18	2	2	4	负债股东权益合计	18,187	20,549	28,643	36,355	45,139	56,120
税前利润	2,896	2,123	8,527	8,918	9,821	11,773	比率分析						
利润率	20.4%	16.2%	32.0%	29.1%	29.6%	29.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-443	-325	-1,273	-1,365	-1,503	-1,801	每股指标						
所得税率	15.3%	15.3%	14.9%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	1.508	1.106	3.435	3.559	3.919	4.698
净利润	2,453	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972	每股净资产	8.749	9.509	10.538	14.036	17.956	22.654
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.294	1.835	2.299	5.358	5.118	6.174
归属于母公司的净利润	2,453	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972	每股股利	0.350	0.300	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	17.3%	13.7%	27.2%	24.7%	25.1%	25.0%	回报率						
							净资产收益率	17.24%	11.63%	32.59%	25.36%	21.83%	20.74%
现金流量表 (人民币百万元)							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%
净利润	2,453	1,798	7,254	7,554	8,319	9,972	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-1.16%	-7.58%	103.10%	14.91%	8.48%	19.94%
非现金支出	1,298	1,309	1,417	1,814	2,247	3,146	EBIT 增长率	-21.27%	-26.63%	291.46%	3.16%	9.21%	19.15%
非经营收益	122	86	63	41	22	14	净利润增长率	-18.76%	-26.69%	303.37%	4.13%	10.12%	19.87%
营运资金变动	-142	-208	-3,879	1,963	276	-28	总资产增长率	-2.52%	12.99%	39.44%	26.88%	24.16%	24.33%
经营活动现金净流	3,731	2,985	4,856	11,372	10,863	13,104	资产管理能力						
资本开支	-1,856	-2,595	-3,660	-6,587	-9,140	-6,588	应收账款周转天数	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
投资	-200	280	0	0	0	0	存货周转天数	15.8	10.7	13.9	16.5	15.0	16.0
其他	42	50	31	51	53	59	应付账款周转天数	42.6	40.4	38.8	40.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-2,014	-2,266	-3,629	-6,536	-9,087	-6,529	固定资产周转天数	306.7	313.1	220.2	194.1	222.7	256.9
股权募资	0	180	270	-18	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,784	2	-57	-582	100	65	净负债/股东权益	2.88%	2.25%	-2.26%	-17.26%	-17.94%	-27.64%
其他	-507	-559	-773	-98	-77	-77	EBIT 利息保障倍数	19.4	20.7	89.7	538.3	-146.6	-75.6
筹资活动现金净流	-2,291	-377	-560	-698	23	-12	资产负债率	21.75%	23.85%	20.76%	16.82%	14.57%	13.52%
现金净流量	-573	342	667	4,137	1,799	6,563							

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	0	6	25	39	147
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.04	1.05	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。

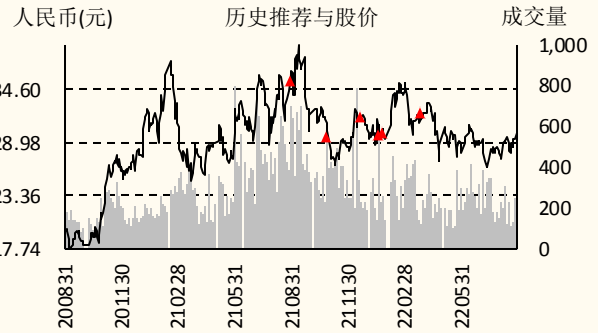
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-08-31	买入	36.92	N/A
2	2021-10-10	买入	33.57	N/A
3	2021-10-28	买入	31.87	N/A
4	2021-12-23	买入	32.65	N/A
5	2022-01-21	买入	31.67	N/A
6	2022-01-25	买入	30.95	N/A
7	2022-03-29	买入	32.34	N/A
8	2022-04-30	买入	30.20	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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