

公司研究

22年 Q1 业绩大幅增长，新能源新材料产业链布局提速

——华鲁恒升（600426.SH）2022年 Q1 业绩预增公告点评

要点

事件：3月28日，公司发布2022年一季度业绩预增公告，预计2022年一季度，公司实现归母净利润22.5亿元至24.5亿元，同比增长43%-55%，环比增长37%-49%（21Q4归母净利润来自21年度业绩快报）。

点评：

行业景气上行叠加新项目投产，22年 Q1 业绩大幅增长：2022年 Q1，煤化工行业景气度上行，公司主营产品价格同比大幅上涨。根据 iFind 数据，2022年 Q1（截至3月28日），山东地区尿素均价2718元/吨，同比上涨31%，环比上涨2%；华东地区己二酸均价14198元/吨，同比上涨50%，环比上涨7%；公司DMF出厂均价17102元/吨，同比上涨78%，环比下降5%；公司冰醋酸出厂均价5352元/吨，同比上涨3%，环比下降26%。同时，DMC技改项目、己内酰胺及配套装置等项目于21年10月顺利建成投产使公司产能有所扩张，主营产品价格上涨叠加新项目投产，推动公司2022年 Q1 业绩同比大幅增长。此外，根据 iFind 数据，2022年 Q1（截至3月28日），国内动力煤现货均价为977元/吨，环比下降30%，公司22年 Q1 业绩环比增长主要受益于原材料价格的下跌和新项目投产。

坚持降本控费，公司盈利能力持续提升：煤化工领域中，公司通过先进的技术和成熟的联产能力，建立合成气成本优势。公司年产10万吨己内酰胺、20万吨尼龙6与乙二醇技改35万吨DMC项目于2021年10月投产后，通过先进的工艺和自行配套的低成本原材料，公司获得了低成本优势。并且公司注重费用管控，三费率显著低于行业可比公司平均水平。公司坚持降本控费，不断提升生产工艺，降低生产成本，公司盈利能力有望持续提升。

新能源新材料项目启动建设，新能源产业链布局提速：2022年3月2日，公司发布新闻称，公司高端溶剂项目及尼龙66高端新材料项目正式开工。未来，公司通过12万吨/年PBAT可降解塑料和8万吨/年尼龙66高端新材料项目，将进一步拓展新材料产业链条；通过年产30万吨DMC、30万吨EMC、5万吨DEC项目丰富新能源产品矩阵，巩固电池溶剂材料方面的优势，进一步开拓新能源市场，打开公司成长空间。

盈利预测、估值与评级：根据公司发布的21年业绩快报，我们下调公司21年盈利预测，维持22-23年盈利预测，预计公司21-23年净利润分别为72.54（下调2%）/81.24/88.71亿元，折算EPS分别为3.43/3.85/4.20元/股。我们持续看好华鲁恒升的低成本优势和新材料、新能源转型空间，维持“买入”评级。

风险提示：煤化工产品价格大幅波动、项目建设进度不及预期、新材料、新能源行业需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,190	13,115	26,647	27,979	29,938
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	103.18%	5.00%	7.00%
净利润（百万元）	2,453	1,798	7,254	8,124	8,871
净利润增长率	-18.76%	-26.69%	303.35%	11.99%	9.19%
EPS（元）	1.51	1.11	3.43	3.85	4.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.24%	11.63%	32.62%	28.47%	25.14%
P/E	21	29	9	8	8
P/B	3.7	3.4	3.1	2.4	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-28 注：公司2019及2020年年末总股本为16.27亿股，2021年及以后总股本为21.12亿

买入（维持）

当前价：32.34元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

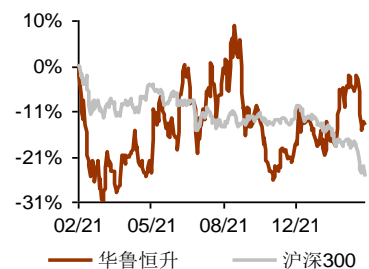
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.12
总市值(亿元):	682.99
一年最低/最高(元):	25.87/41.28
近3月换手率:	66.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.41	17.13	4.69
绝对	-8.05	2.08	13.88

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，荆州基地和新能源业务深入布局——华鲁恒升（600426.SH）2021年年度业绩预增公告点评（2022-01-25）

布局产业转型，深化成本优势——华鲁恒升（600426.SH）投资价值分析报告（2021-11-19）

煤化工景气持续，DMC技改如期投产——华鲁恒升（600426.SH）2021年第三季度报告点评（2021-10-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,190	13,115	26,647	27,979	29,938
营业成本	10,239	10,312	16,493	16,811	17,804
折旧和摊销	1,286	1,299	1,422	1,524	1,618
税金及附加	93	99	188	197	211
销售费用	372	43	393	357	415
管理费用	156	177	327	343	367
研发费用	332	284	600	630	674
财务费用	154	106	147	108	56
投资收益	42	47	47	47	47
营业利润	2,899	2,127	8,561	9,589	10,470
利润总额	2,896	2,123	8,564	9,591	10,473
所得税	443	325	1,310	1,467	1,602
净利润	2,453	1,798	7,254	8,124	8,871
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,453	1,798	7,254	8,124	8,871
EPS(元)	1.51	1.11	3.43	3.85	4.20

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,736	2,995	5,470	9,793	10,259
净利润	2,453	1,798	7,254	8,124	8,871
折旧摊销	1,286	1,299	1,422	1,524	1,618
净营运资金增加	-712	-1,303	4,196	4	367
其他	709	1,201	-7,402	142	-596
投资活动产生现金流	-2,014	-2,266	301	-1,973	-973
净资本支出	-1,856	-2,595	-2,020	-2,020	-1,020
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-158	330	2,321	47	47
融资活动现金流	-2,291	-371	-464	-1,264	-1,842
股本变化	0	0	488	0	0
债务净变化	-1,784	5	136	667	333
无息负债变化	-849	940	974	-123	392
净现金流	-569	352	5,308	6,556	7,444

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	21.4%	38.1%	39.9%	40.5%
EBITDA 率	30.3%	26.9%	37.8%	40.0%	40.4%
EBIT 率	21.2%	16.9%	32.5%	34.5%	35.0%
税前净利润率	20.4%	16.2%	32.1%	34.3%	35.0%
归母净利润率	17.3%	13.7%	27.2%	29.0%	29.6%
ROA	13.5%	8.8%	25.5%	23.0%	20.8%
ROE (摊薄)	17.2%	11.6%	32.6%	28.5%	25.1%
经营性 ROIC	16.3%	11.1%	37.9%	41.2%	45.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	24%	21%	19%	17%
流动比率	1.43	0.88	3.11	4.80	6.21
速动比率	1.30	0.81	2.95	4.66	6.08
归母权益/有息债务	5.89	6.38	8.69	8.84	9.91
有形资产/有息债务	7.05	7.95	10.60	10.54	11.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	18,187	20,549	28,426	35,267	42,738
货币资金	715	1,066	6,374	12,930	20,374
交易性金融资产	1,293	1,004	1,004	1,004	1,004
应收账款	34	23	52	57	57
应收票据	0	0	668	234	333
其他应收款 (合计)	0	0	2	2	3
存货	332	273	638	548	584
其他流动资产	987	698	3,810	4,116	4,567
流动资产合计	3,491	3,267	12,819	19,165	27,234
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,924	11,250	11,446	11,592	11,308
在建工程	482	3,374	3,580	3,735	3,326
无形资产	1,070	1,238	1,233	1,229	1,224
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,091	1,271	-1,003	-1,003	-1,003
非流动资产合计	14,697	17,282	15,606	16,102	15,504
总负债	3,956	4,901	6,011	6,555	7,280
短期借款	0	530	0	0	0
应付账款	824	1,458	2,083	1,951	2,278
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	357	0	411	379	289
其他流动负债	0	50	50	50	50
流动负债合计	2,434	3,714	4,123	3,997	4,384
长期借款	1,504	1,175	1,841	2,508	2,841
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	11	46	49	54
非流动负债合计	1,522	1,186	1,888	2,558	2,896
股东权益	14,231	15,649	22,414	28,712	35,459
股本	1,627	1,627	2,115	2,115	2,115
公积金	2,886	2,893	3,137	3,137	3,137
未分配利润	9,773	11,003	17,037	23,335	30,081
归属母公司权益	14,231	15,469	22,234	28,532	35,278
少数股东权益	0	180	180	180	180

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.62%	0.33%	1.47%	1.28%	1.39%
管理费用率	1.10%	1.35%	1.23%	1.23%	1.23%
财务费用率	1.09%	0.81%	0.55%	0.39%	0.19%
研发费用率	2.34%	2.17%	2.25%	2.25%	2.25%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.35	0.30	0.86	1.01	1.08
每股经营现金流	2.30	1.84	2.59	4.64	4.86
每股净资产	8.75	9.51	10.53	13.51	16.70
每股销售收入	8.72	8.06	12.62	13.25	14.18

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	29	9	8	8
PB	3.7	3.4	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	12.6	15.4	6.5	5.4	4.4
股息率	1.1%	0.9%	2.7%	3.1%	3.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE