

华鲁恒升 (600426)

证券研究报告

2022年05月06日

景气高位业绩兑现，公司进入成长模式

华鲁恒升公布 2022 年一季度业绩，一季度实现营业收入 81.15 亿元，同比+62.2%，环比-3.4%，实现归母净利润 24.29 亿元，同比+54.1%，环比+47.9%，单季度净利润创历史新高。

产品持续景气，原材料价格下行，毛利率恢复高位水平，净利润创新高

根据百川盈孚产品价格数据，公司主要产品尿素/DMF/己二酸/醋酸/乙二醇 2022Q1 均价环比 2021Q4 分别+2.2%/+3.0%/+7.9%/-30.7%/-6.2%，除醋酸价格环比大幅下行外，其余产品价格变化幅度较小，尿素、DMF、己二酸处于景气高位，醋酸虽出现较大幅度回调，仍处于价格 50%分位数以上，整体景气处于较高水平，使得收入高位较为稳定。

产销小幅变化，公司 2021 年度重新划分产品领域后，肥料/有机胺/醋酸板块产量环比分别+9.9%/+5.0%/-11.3%，销量环比+11.5%/-4.8%/-9.7%，肥料产销上行，醋酸受景气影响有所下行，有机胺板块较为稳定，新口径下新材料板块实现产量/销量分别为 75.68/41.49 万吨，整体产销水平较 2021 年全年单季度平均上涨明显，与 DMC 等新材料产品年内爬坡投放相关。

成本端来看，烟煤/动力煤/纯苯/丙烯/硝酸等价格水平环比分别-20.6%/-29.9%/+8.1%/+2.9%/-25.2%，主要原材料煤炭价格出现大幅回调，导致公司 Q1 毛利率恢复至 39%，环比+12.5PCT。

进入 4 月，公司产品和原材料价格出现较大波动，根据百川盈孚数据，尿素/DMF/己二酸/醋酸/乙二醇/碳酸二甲酯价格环比一季度分别+8.3%/-18.9%/-11.2%/-6.7%/-5.8%/-31.8%，除尿素外下行明显；原材料端烟煤/动力煤/纯苯/丙烯/硝酸价格环比-2.0%/+25.8%/+7.3%/+1.8%/+25.2%，原料煤和硝酸价格上涨幅度较为明显，景气出现一定幅度下行。

董事会审批多个德州新材料项目建设，进入新的成长周期

董事会审议通过了“尼龙 66 高端新材料项目”、“等容量替代建设 3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉项目”和“高端溶剂项目”，在提效降本、产业链延伸提升附加值两个层面继续前行。根据我们年报点评测算，公司重点布局的新材料、新能源方向：包括荆州项目、高端溶剂项目、PA6 项目、PA66 项目和荆州二期 BDO 新材料项目均达产后，按历史底部价格测算，预计收入为 156.85 亿元，按照最新价格计算，将达到 308.64 亿元，按平均 2-3 年建设期推算，公司 2024 年收入较 2021 年或将翻倍，进入新的成长周期。

盈利预测和估值：我们维持公司盈利预期不变：预计 2022-2024 年归母净利润为 77.95/73.75/104.85 亿元，按照公司历史平均估值水平 12 倍估值，给与公司 2022 年目标价 44.28 元/股，并维持“买入”评级。

风险提示：景气下行，产品价格大幅回调；产能建设进度低于预期；安全、环保等负面因素；碳中和、能耗等产业政策因素；

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	31,483.06	32,005.75	41,166.70
增长率(%)	(7.58)	103.10	18.20	1.66	28.62
EBITDA(百万元)	3,829.92	10,455.62	11,139.62	11,045.29	15,500.43
净利润(百万元)	1,798.38	7,254.17	7,794.91	7,375.19	10,485.35
增长率(%)	(26.69)	303.37	7.45	(5.38)	42.17
EPS(元/股)	0.85	3.42	3.67	3.47	4.94
市盈率(P/E)	37.18	9.22	8.58	9.07	6.38
市净率(P/B)	4.32	3.00	2.35	1.94	1.56
市销率(P/S)	5.10	2.51	2.12	2.09	1.62
EV/EBITDA	15.64	6.18	5.96	6.26	4.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学原料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.5 元
目标价格	44.28 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)	66,858.12
流通 A 股市值(百万元)	66,438.91
每股净资产(元)	11.64
资产负债率(%)	20.32
一年内最高/最低(元)	41.84/26.63

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-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
- 《华鲁恒升-半年报点评:二季度再创佳绩，成长属性仍被低估》 2021-09-02

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	2,518.64	2,560.46	3,293.34
应收票据及应收账款	23.01	76.32	41.09	78.27	75.25
预付账款	202.39	595.49	365.07	644.74	604.74
存货	273.43	1,038.57	540.94	1,119.55	935.05
其他	1,701.81	4,796.84	4,796.62	4,796.85	4,796.76
流动资产合计	3,266.99	8,391.03	8,262.36	9,199.87	9,705.13
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	36,693.52	45,532.02	53,150.52
短期借款	530.30	10.01	1,714.42	4,342.37	3,950.03
应付票据及应付账款	1,458.37	2,192.10	2,202.67	2,417.44	3,299.24
其他	1,279.96	1,321.69	2,184.83	2,054.87	2,652.34
流动负债合计	3,268.64	3,523.80	6,101.92	8,814.68	9,901.61
长期借款	1,174.76	1,705.20	1,640.58	1,862.12	0.00
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	1,663.94	1,885.48	23.36
负债合计	4,900.58	5,947.71	7,765.86	10,700.16	9,924.97
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	24,331.93	30,232.08	38,620.37
其他	(54.69)	(18.23)	(42.54)	(38.49)	(33.08)
股东权益合计	15,648.71	22,705.47	28,927.66	34,831.86	43,225.55
负债和股东权益总计	20,549.29	28,653.18	36,693.52	45,532.02	53,150.52

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,798.47	7,253.71	7,794.91	7,375.19	10,485.35
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	131.68	270.81	284.46
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)	950.55	(802.19)	1,715.59
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	10,660.06	8,895.51	15,327.63
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)	1,508.11	2,578.69	(2,538.92)
股权融资	(480.78)	507.77	(1,572.72)	(1,470.99)	(2,091.67)
其他	211.21	(920.55)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(370.97)	(556.38)	(64.62)	1,107.70	(4,630.59)
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	634.83	41.82	732.88

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,114.96	26,635.86	31,483.06	32,005.75	41,166.70
营业成本	10,312.46	17,182.36	20,685.70	21,746.33	26,907.74
营业税金及附加	98.71	135.21	201.37	202.69	244.33
销售费用	43.04	63.24	334.38	173.65	252.77
管理费用	177.18	276.23	366.07	378.82	464.28
研发费用	284.03	368.44	617.61	587.91	711.07
财务费用	106.32	96.00	131.68	270.81	284.46
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	9,185.64	8,684.17	12,337.91
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	9,189.42	8,690.02	12,347.03
所得税	324.56	1,272.89	1,394.50	1,314.83	1,861.68
净利润	1,798.47	7,253.71	7,794.91	7,375.19	10,485.35
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	7,794.91	7,375.19	10,485.35
每股收益(元)	0.85	3.42	3.67	3.47	4.94

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-7.58%	103.10%	18.20%	1.66%	28.62%
营业利润	-26.63%	300.04%	7.95%	-5.46%	42.07%
归属于母公司净利润	-26.69%	303.37%	7.45%	-5.38%	42.17%
获利能力					
毛利率	21.37%	35.49%	34.30%	32.05%	34.64%
净利率	13.71%	27.23%	24.76%	23.04%	25.47%
ROE	11.63%	32.59%	27.37%	21.45%	24.51%
ROIC	14.03%	49.87%	38.10%	27.16%	29.21%
偿债能力					
资产负债率	23.85%	20.76%	21.16%	23.50%	18.67%
净负债率	8.67%	2.16%	5.17%	12.36%	3.05%
流动比率	0.88	1.99	1.35	1.04	0.98
速动比率	0.81	1.74	1.27	0.92	0.89
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	39.86	38.55	40.07
总资产周转率	0.68	1.08	0.96	0.78	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.85	3.42	3.67	3.47	4.94
每股经营现金流	1.41	2.31	5.02	4.19	7.22
每股净资产	7.29	10.49	13.42	16.20	20.15
估值比率					
市盈率	37.18	9.22	8.58	9.07	6.38
市净率	4.32	3.00	2.35	1.94	1.56
EV/EBITDA	15.64	6.18	5.96	6.26	4.27
EV/EBIT	23.66	7.14	7.12	7.73	5.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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