

华鲁恒升（600426.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2021年12月22日

评级：买入（维持）

市场价格：32.65

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

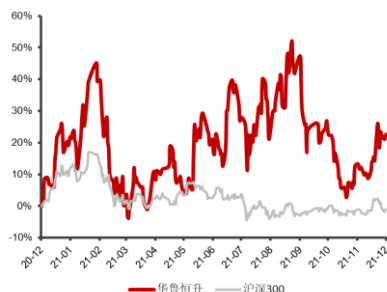
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,190	13,115	22,100	25,834	26,939
增长率 yoy%	-1.16%	-7.58%	68.51%	16.90%	4.28%
净利润（百万元）	2,453	1,798	7,607	7,947	8,331
增长率 yoy%	-18.76%	-26.69%	322.98%	4.48%	4.82%
每股收益（元）	1.16	0.85	3.60	3.76	3.94
每股现金流量	1.77	1.42	4.46	4.76	4.69
净资产收益率	17.24%	11.63%	34.65%	28.52%	24.50%
P/E	27.85	37.99	8.99	8.61	8.21
PEG	0.58	0.57	0.25	0.18	0.12
P/B	4.80	4.42	3.12	2.45	2.01

备注：股价取自 2021/12/22

基本状况

总股本(百万股)	2,111.91
流通股本(百万股)	2,109.17
市价(元)	32.65
市值(亿元)	689.54
流通市值(亿元)	466.38

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- **事件：**公司于2021年12月22日发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟向激励对象授予1320万股限制性股票，占该计划草案公告时公司股本总额的0.625%。首次授予激励对象共190人，授予价格为17.93元/股。
- **点评：**
- **股权激励彰显发展信心，营收规模提升彰显成长性。**公司本次股权激励解除限售的考核分别为在公司层面业绩、激励对象个人层面绩效两方面进行。**公司层面业绩考核**，包括营业收入增长率和税前每股分红，营业收入增长率以2020年营收（131.15亿元）为基准，2022/2023/2024年营收增长率不低于80%/85%/160%，且不低于同行业（证监会上市公司行业分类中“制造业”门类下的“化学原料及化学制品制造业”的全部A股上市公司）平均水平；税前每股分红反映公司对投资者进行回报的情况，两者结合后形成完善的指标体系。**激励对象个人绩效考核**，本计划对个人也设置了严密的绩效考核体系，覆盖高管11人、核心技术、经营、管理和技能骨干人员179人，合计190人；根据个人的绩效考评评价指标确定考评结果，划分为优秀/良好/一般/差四档，对应系数1.0/1.0/0.7/0，个人当年实际解除限售额度=标准系数×个人当年计划解除限售额度。我们认为，公司设置考核目标，有利于公司强化运营和提高项目建设速度，从而实现全体股东利益最大化，同时彰显了公司长期成长的信心。
- **DMC客户、销量快速提升，远期加码电解液溶剂布局。**根据华鲁恒升新能源公众号，公司30万吨碳酸二甲酯装置于10月3日一次性开车成功，10月8日电子级碳酸二甲酯产品已正式投入市场，经过一个多月的市场推广对接，华鲁恒升电解液合作客户在持续增多，截至11月12日，已开拓包括天赐材料在内的24家合作企业。11月19日碳酸二甲酯产品单日发货量突破1650吨。此外，根据德州市发改委，公司规划高端溶剂项目，以草酸二甲酯为原料，采用先进的催化脱羧采用先进的催化脱羧技术，建设60万吨/年碳酸二甲酯装置；以碳酸二甲酯和乙醇为原料，采用碳酸二甲酯与乙醇酯交换反应技术，建设30万吨/年碳酸甲乙酯装置，副产5万吨/年碳酸二乙酯。装置建成投产后，年产碳酸二甲酯30万吨，碳酸甲乙酯30万吨，年副产碳酸二乙酯5万吨。届时公司DMC产能将扩至60万吨，溶剂品种也扩展至碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯，溶剂产品矩阵进一步完善。公司依托工程化能力的优势，对

产业链进行持续升级，或将受益于新能源汽车快速发展，有力提升盈利能力。

- **新材料多点开花布局，荆州项目进展顺利。**新材料方面，1) 尼龙新材料方面，酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）己内酰胺及配套装置已打通流程，进入试生产阶段；20 万吨尼龙 6 切片等生产装置目前处于在建状态，预计明年上半年投产；此外，根据德州市发改委，公司拟建尼龙 66 高端新材料项目，投产后尼龙 66，己二酸，硝酸产能分别为 8 万吨/年、14.8 万吨/年、18 万吨/年，总投资 30.78 亿元，计划于年内开工并于 2023 年；2) **PBAT 方面：**根据德州市发改委，公司拟建 12 万吨/年 PBAT 可降解塑料项目，投产后 PBAT 可降解塑料、BDO、NMP 产能分别为 12 万吨/年、18 万吨/年、5 万吨/年，总投资 44.28 亿元，计划于年内开工并于 2023 年投产。公司进军 PBAT 行业具成本优势。PBAT 的原料为 PTA、BDO、己二酸，公司已于 2 月投产 16.66 万吨己二酸，当下产品规模达 33 万吨，处于国内领先水平；PTA 长期处于供给过剩局面，配齐另一原料 BDO、延伸己二酸进军 PBAT 行业，持续发挥产业链一体化成本优势。**荆州项目方面，**公司控股 70%的子公司华鲁恒升（荆州）有限公司拟投资 59.24 亿和 56.04 亿用于“园区气体动力平台项目”和“合成气综合利用项目”。项目投产后预计实现营收 111.38 亿元，利润总额 13.26 亿元，当前项目进展顺利。当前项目动力平台能评召开评审会已获得通过、尿素指标已签订协议、设计院定标已完成。根据荆州新闻网，荆州市提出深入对接全省“51020”现代产业体系，加快建设新能源新材料产业基地，将全力支持华鲁恒升荆州基地相关项目建设，确保一期项目于 2023 年 6 月之前顺利投产。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动风险；原材料产品价格波动风险；产能释放不及预期风险；疫情恶化影响需求风险；政策限制产能风险。
- **盈利预测：**预计 2021-2023 年归母净利润分别为 76.07 亿元、79.47 亿元、83.31 亿元，EPS 分别为 3.60 元、3.76 元、3.94 元，维持“买入”评级。

图表 1: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,115	22,100	25,834	26,939
增长率	-7.6%	68.5%	16.9%	4.3%
营业成本	-10,312	-12,367	-15,573	-16,188
%销售收入	78.6%	56.0%	60.3%	60.1%
毛利	2,803	9,733	10,261	10,751
%销售收入	21.4%	44.0%	39.7%	39.9%
营业税金及附加	-99	-166	-194	-203
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-43	-77	-90	-94
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-177	-287	-336	-350
%销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	2,484	9,202	9,641	10,103
%销售收入	18.9%	41.6%	37.3%	37.5%
财务费用	-106	-221	-258	-269
%销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-10	26	26	26
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资收益	47	30	30	30
%税前利润	2.0%	0.3%	0.3%	0.3%
营业利润	2,405	9,037	9,438	9,890
营业利润率	18.3%	40.9%	36.5%	36.7%
营业外收支	-4	-5	-5	-4
税前利润	2,401	9,032	9,434	9,886
利润率	18.3%	40.9%	36.5%	36.7%
所得税	-325	-1,373	-1,434	-1,503
所得税率	13.5%	15.2%	15.2%	15.2%
净利润	1,798	7,607	7,947	8,331
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,798	7,607	7,947	8,331
净利率	13.7%	34.4%	30.8%	30.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,798	7,607	7,947	8,331
加: 折旧和摊销	1,309	1,433	1,510	1,565
资产减值准备	10	0	0	0
公允价值变动损失	9	0	0	0
财务费用	116	221	258	269
投资收益	-47	-30	-30	-30
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	436	203	376	-209
经营活动现金净流	2,995	9,434	10,062	9,926
固定资本投资	-2,254	-430	-430	-30
投资活动现金净流	-2,266	-400	-400	0
股利分配	-569	-1,664	-2,033	-2,197
其他	198	-1,383	-258	-269
筹资活动现金净流	-371	-3,048	-2,291	-2,466
现金净流量	358	5,986	7,370	7,459

资产负债表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,066	7,052	14,422	21,882
应收款项	23	74	39	79
存货	273	452	462	488
其他流动资产	1,904	1,898	2,007	1,918
流动资产	3,267	9,476	16,931	24,366
%总资产	15.9%	36.8%	52.7%	64.1%
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11,250	11,037	10,519	9,666
%总资产	54.7%	42.9%	32.8%	25.4%
无形资产	1,238	1,209	1,180	1,151
非流动资产	17,282	16,270	15,181	13,637
%总资产	84.1%	63.2%	47.3%	35.9%
资产总计	20,549	25,746	32,112	38,003
短期借款	530	0	0	0
应付款项	1,663	2,080	2,531	2,289
其他流动负债	1,521	1,521	1,521	1,521
流动负债	3,714	3,601	4,052	3,810
长期贷款	1,175	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12
负债	4,901	3,612	4,064	3,822
普通股股东权益	15,469	21,954	27,868	34,001
少数股东权益	180	180	180	180
负债股东权益合计	20,549	25,746	32,112	38,003

比率分析

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.85	3.60	3.76	3.94
每股净资产 (元)	7.32	10.38	13.18	16.08
每股经营现金净流 (元)	1.42	4.47	4.76	4.70
每股股利 (元)	0.27	0.79	0.96	1.04
回报率				
净资产收益率	11.63%	34.65%	28.52%	24.50%
总资产收益率	8.75%	29.55%	24.75%	21.92%
投入资本收益率	14.03%	53.13%	60.60%	71.15%
增长率				
营业总收入增长率	-7.58%	68.51%	16.90%	4.28%
EBIT 增长率	-25.30%	263.67%	4.77%	4.80%
净利润增长率	-26.69%	322.98%	4.48%	4.82%
总资产增长率	12.99%	25.29%	24.72%	18.35%
资产管理能力				
应收账款周转天数	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转天数	8.3	5.9	6.4	6.3
应付账款周转天数	39.8	40.9	40.4	40.7
固定资产周转天数	318.2	181.5	150.2	134.9
偿债能力				
净负债/股东权益	-29.58%	-61.92%	-75.46%	-71.04%
EBIT 利息保障倍数	23.8	41.7	37.3	37.5
资产负债率	23.85%	14.03%	12.65%	10.06%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。