资源与环境研究中心

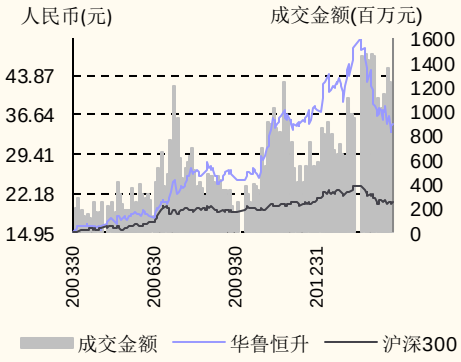
华鲁恒升 (600426.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：35.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.27
已上市流通 A 股(亿股)	16.22
总市值(亿元)	569.33
年内股价最高最低(元)	50.63/14.95
沪深 300 指数	5038
上证指数	3418



相关报告

1.《新基地破除发展瓶颈，增厚公司长期中枢利润-【国金化工】华鲁恒...》，2020.11.3

2.《检修短期影响产品开工，公司长期发展稳健-【国金化工】华鲁恒升...》，2020.10.28

3.《产品销售回升，费用下行，二季度表现超预期-【国金化工】华鲁恒...》，2020.8.12

4.《低油价煤化工承压，成本优势保障基础盈利-【国金化工】华鲁恒升...》，2020.4.29

5.《低油价背景下，公司核心价值深度显现-【国金化工】华鲁恒升公司...》，2020.3.29

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520090002
yangyiying@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

现有业务稳步发展，第二基地打破发展瓶颈

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,190	13,115	16,028	17,412	18,396
营业收入增长率	-1.16%	-7.58%	22.21%	8.64%	5.65%
归母净利润(百万元)	2,453	1,798	3,116	3,504	3,813
归母净利润增长率	-18.76%	-26.69%	73.25%	12.45%	8.82%
摊薄每股收益(元)	1.508	1.106	1.915	2.154	2.344
每股经营性现金流净额	2.30	1.83	2.59	3.13	3.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.24%	11.63%	17.24%	16.68%	15.72%
P/E	13.18	33.74	18.27	16.25	14.93
P/B	2.27	3.92	3.15	2.71	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布年报，2020 年公司实现营收 131.15 亿元，同比下降 7.58%，归母净利润 17.98 亿元，同比下降 26.69%，2020 年四季度实现营收 40.72 亿元，同比增长 13.74%，归母净利润 5.08 亿元，同比下降 6.07%。

分析

- **产品稳定生产，业绩环比提升。**伴随 DMF 扩产装置的投产，公司有机胺产量逐步回升，受到供给不足影响，四季度 DMF 价格大幅提升，公司作为行业最大的生产企业，充分收益于产品盈利提升，在考虑了运输成本的调整后，公司 2020 年的有机胺产品毛利率达到 42%以上。四季度伴随海内外经济的逐步恢复，下游需求逐步好转，带动产品价格逐步回升，公司经过 3 季度的装置检修后，四季度公司开工情况良好，部分产品产量达到全年季度产量高值，有助于公司持续推进产品成本优化，灵活调整产品生产。
- **传统产品盈利维持较高水平，多元醇盈利能力较弱，公司有望逐步通过产业链延伸调整产品结构，提升盈利能力。**由于原油价格下行影响，油制乙二醇成本大幅下行，海外货源持续流入中国，大幅拉低产品盈利空间，煤制产品成本较高，行业普遍亏损，众多企业产品低负荷开工或者停产。公司经过多年的成本优化，已经获得了领先煤制产品的成本优势，但仍然受到行业较大冲击，在此之上，公司在积极布局乙二醇延伸产业链，通过生产草酸等产品，改善板块的盈利空间。而在传统业务领域，公司仍然维持良好的盈利水平，尿素、醋酸、有机胺等产品为公司共享了相对稳定的产品盈利基础。
- **第二基地布局打破长期发展限制，布局优势产品获得相对稳定的盈利空间。**公司第二基地落地湖北，布局公司优势业务煤气化领域，生产尿素、有机胺及醋酸产品。这三大产品公司布局多年，在生产技术，销售领域等方面具有多年累积的经营和优势，多年来经过行业格局的优化，三大产品盈利能力不断提升，公司通过优势产品的布局有望充分享受公司在煤气化领域的成本优势，为公司提供相对稳定的盈利空间。

投资建议

- 公司抵御周期波动风险能力较强，通过新基地的布局破除了长期发展瓶颈，提升公司 2021 年的盈利预测 19.8%，预测 2021~2023 年归母净利润分别为 31.16、35.04、38.13 亿元，对应 PE 为 18.27、16.25、14.93 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 第二基地建设进度不达预期；政策变动影响；原材料及产品大幅波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**14,357**	**14,190**	**13,115**	**16,028**	**17,412**	**18,396**
增长率		-1.2%	-7.6%	22.2%	8.6%	5.7%
主营业务成本	-9,980	-10,239	-10,312	-11,629	-12,548	-13,166
%销售收入	69.5%	72.2%	78.6%	72.6%	72.1%	71.6%
毛利	4,376	3,951	2,803	4,398	4,863	5,231
%销售收入	30.5%	27.8%	21.4%	27.4%	27.9%	28.4%
营业税金及附加	-98	-93	-99	-112	-122	-129
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-261	-372	-43	-48	-52	-55
%销售收入	1.8%	2.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-141	-156	-177	-192	-192	-202
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%
研发费用	-68	-332	-284	-353	-383	-405
%销售收入	0.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润（EBIT）	3,808	2,998	2,200	3,693	4,115	4,440
%销售收入	26.5%	21.1%	16.8%	23.0%	23.6%	24.1%
财务费用	-177	-154	-106	-77	-46	-10
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	0.5%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-76	-5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	-9	0	0	0
投资收益	12	42	47	51	53	59
%税前利润	0.3%	1.4%	2.2%	1.4%	1.3%	1.3%
营业利润	3,569	2,899	2,127	3,673	4,129	4,497
营业利润率	24.9%	20.4%	16.2%	22.9%	23.7%	24.4%
营业外收支	-3	-2	-4	5	8	5
税前利润	3,565	2,896	2,123	3,678	4,137	4,502
利润率	24.8%	20.4%	16.2%	23.0%	23.8%	24.5%
所得税	-546	-443	-325	-563	-633	-689
所得税率	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	3,020	2,453	1,798	3,116	3,504	3,813
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**3,020**	**2,453**	**1,798**	**3,116**	**3,504**	**3,813**
净利率	21.0%	17.3%	13.7%	19.4%	20.1%	20.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,020	2,453	1,798	3,116	3,504	3,813
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,297	1,302	1,298	1,295	1,470	1,823
非经营收益	180	122	86	52	22	17
营运资金变动	-556	-142	-208	-248	103	23
经营活动现金净流	**3,941**	**3,735**	**2,975**	**4,214**	**5,099**	**5,676**
资本开支	-1,287	-1,856	-2,595	-2,240	-3,380	-2,865
投资	-1,080	-200	280	0	0	0
其他	12	42	50	51	53	59
投资活动现金净流	**-2,356**	**-2,014**	**-2,266**	**-2,189**	**-3,327**	**-2,806**
股权募资	55	0	180	55	0	0
债权募资	-632	-1,784	2	-1,200	-59	0
其他	-477	-507	-559	-670	-653	-651
筹资活动现金净流	**-1,055**	**-2,291**	**-377**	**-1,815**	**-712**	**-651**
现金净流量	**530**	**-570**	**332**	**210**	**1,060**	**2,220**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,283	715	1,066	1,276	2,336	4,556
应收款项	1,103	968	462	636	691	730
存货	557	332	273	350	378	397
其他流动资产	1,373	1,477	1,465	1,305	1,317	1,375
流动资产	4,317	3,491	3,267	3,568	4,722	7,058
%总资产	23.1%	19.2%	15.9%	16.4%	19.0%	25.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13,186	12,467	14,721	16,732	18,461	19,360
%总资产	70.7%	68.5%	71.6%	76.8%	74.2%	68.5%
无形资产	761	1,123	1,282	1,493	1,682	1,830
非流动资产	14,340	14,697	17,282	18,225	20,143	21,190
%总资产	76.9%	80.8%	84.1%	83.6%	81.0%	75.0%
资产总计	**18,657**	**18,187**	**20,549**	**21,793**	**24,865**	**28,248**
短期借款	1,608	914	1,248	59	0	0
应付款项	1,667	896	1,663	1,397	1,507	1,581
其他流动负债	702	624	803	912	1,000	1,064
流动负债	3,978	2,434	3,714	2,368	2,507	2,646
长期贷款	2,594	1,504	1,175	1,175	1,175	1,175
其他长期负债	17	18	12	0	0	0
负债	**6,589**	**3,956**	**4,901**	**3,543**	**3,681**	**3,820**
普通股股东权益	**12,068**	**14,231**	**15,469**	**18,070**	**21,004**	**24,247**
其中：股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
未分配利润	7,645	9,773	11,003	13,550	16,484	19,727
少数股东权益	0	0	180	180	180	180
负债股东权益合计	**18,657**	**18,187**	**20,549**	**21,793**	**24,865**	**28,248**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.864	1.508	1.106	1.915	2.154	2.344
每股净资产	7.448	8.749	9.509	11.108	12.912	14.906
每股经营现金净流	2.432	2.296	1.829	2.591	3.135	3.490
每股股利	0.150	0.200	0.200	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	25.02%	17.24%	11.63%	17.24%	16.68%	15.72%
总资产收益率	16.19%	13.49%	8.75%	14.30%	14.09%	13.50%
投入资本收益率	19.82%	15.25%	10.31%	16.05%	15.59%	14.69%
增长率						
主营业务收入增长率	37.94%	-1.16%	-7.58%	22.21%	8.64%	5.65%
EBIT 增长率	137.11%	-21.27%	-26.63%	67.90%	11.41%	7.90%
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-26.69%	73.25%	12.45%	8.82%
总资产增长率	16.45%	-2.52%	12.99%	6.05%	14.10%	13.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	17.5	15.8	10.7	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	53.0	42.6	40.4	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	330.1	306.9	313.1	268.1	247.9	302.1
偿债能力						
净负债/股东权益	24.19%	2.88%	2.25%	-5.73%	-10.22%	-17.95%
EBIT 利息保障倍数	21.6	19.4	20.7	48.3	89.5	440.6
资产负债率	35.32%	21.75%	23.85%	16.26%	14.80%	13.52%

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	4	9	25	46	133
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.04**	**1.04**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-23	增持	16.25	N/A
2	2019-08-08	增持	15.30	N/A
3	2019-10-27	增持	16.29	N/A
4	2020-03-29	买入	15.43	18.34～18.34
5	2020-04-29	买入	16.15	N/A
6	2020-08-12	买入	25.57	N/A
7	2020-10-28	买入	26.00	N/A
8	2020-11-03	买入	29.13	N/A

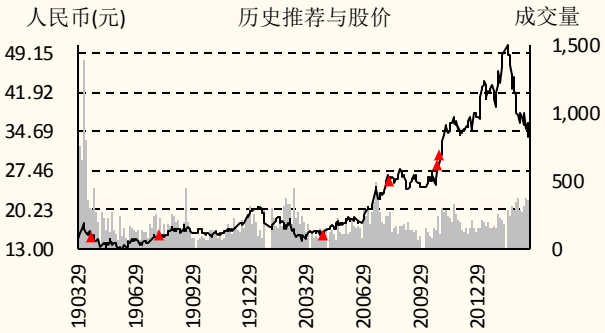
来源：国金证券研究所

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



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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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