

# 华鲁恒升 (600426.SH) 诉讼拖累 Q4 业绩，子公司拟建高端产能成长可期

2023 年 03 月 30 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**金益腾（分析师）**
**张晓锋（分析师）**
**杨占魁（联系人）**

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

yangzhankui@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790122120028

日期	2023/3/29
当前股价(元)	33.64
一年最高最低(元)	38.55/25.77
总市值(亿元)	714.28
流通市值(亿元)	710.44
总股本(亿股)	21.23
流通股本(亿股)	21.12
近 3 个月换手率(%)	35.12

## ● 诉讼判决拖累公司 Q4 业绩，新增产能待投成长可期，维持“买入”评级

据公司公告，2022 年公司实现营收 302.45 亿元，同比增长 13.09%；实现归母净利润 62.89 亿元，同比下降 13.50%。对应 Q4 单季度，公司实现营收 72.37 亿元，环比增长 11.76%；实现归母净利润 7.55 亿元，环比下降 26.30%。2023 年以来煤价呈下跌趋势，公司成本压力有所缓解，我们略上调 2023-2024 年及新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 55.94 (+0.35)、78.59 (+0.30)、82.15 亿元，EPS 分别为 2.63 (+0.01)、3.70 (+0.01)、3.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.8、9.1、8.7 倍，维持公司“买入”评级。

## ● 2022 年 Q4，公司受三聚氰胺诉讼及产品价差低位拖累，业绩触底迹象明显

2022 年 Q4，公司实现扣非归母净利润 9.36 亿元，环比下降 6.74%，其中管理费用为 -0.10 亿元，环比下降 1.25 亿元。Q4 公司三聚氰胺装置涉及诉讼迎来最高人民法院终审判决，据此公司确认预计负债 2.18 亿元。同时 Q4 化工品需求不振，煤炭价格高位，公司多数产品价差低位。根据百川盈孚及 Wind 数据，2022 年 Q4 动力煤均价为 1,066 元/吨，环比上涨 12.76%；截至 2022 年 12 月 31 日，醋酸、DMC、DMF 等产品价差以及自 2016 年以来的价差分位数分别为 821(1%)、2,741(2%)、149(7%) 元/吨，致公司 Q4 业绩环比、同比下跌，业绩触底迹象明显。

## ● 公司荆州公司拟建高端化工产能，未来成长动力充足

据公司公告、华鲁集团公众号，2022 年 Q4 以来，公司已投产 20 万吨尼龙 6、30 万吨 DMC 产能。其余在建产能有望于 2023 年内逐步落地。据煤化工信息网，2023 年 2 月底，公司 30 万吨/年二元酸项目变电所一次受电成功；据化工新材料 3 月 28 日报道，公司 30 万吨碳酸甲乙酯装置正在吹扫调试。同时，公司拟投资 50.54 亿元建设 BDO-NMP-PBAT 一体化项目、10 万吨醋酐项目、蜜胺树脂单体项目、蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目等，预计建成投产后年均实现营收分别为 35.91、8.11、18.06、11.47 亿元，未来成长可期。

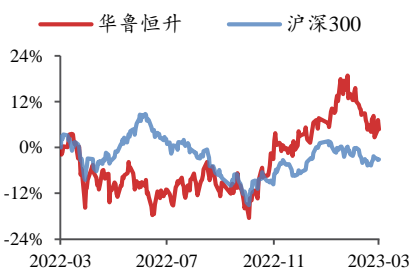
## ● 风险提示：宏观经济复苏不及预期、原油价格大幅下跌、项目建设不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,744	30,245	30,850	36,012	36,733
YOY(%)	103.9	13.1	2.0	16.7	2.0
归母净利润(百万元)	7,271	6,289	5,594	7,859	8,215
YOY(%)	304.3	-13.5	-11.1	40.5	4.5
毛利率(%)	35.4	28.9	25.2	29.2	29.2
净利率(%)	27.2	20.8	18.1	21.8	22.4
ROE(%)	32.0	22.5	17.6	20.4	18.1
EPS(摊薄/元)	3.42	2.96	2.63	3.70	3.87
P/E(倍)	9.8	11.4	12.8	9.1	8.7
P/B(倍)	3.2	2.7	2.3	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《德州基地向高端产品延伸，荆州基地扩能煤气化平台——公司深度报告》-2023.3.6

《DMF 等产品价差回落底部，未来业绩或逐季回升——公司信息更新报告》

-2022.10.31

《Q2 业绩维持高位，龙头成长动能充足——公司信息更新报告》-2022.9.2

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8391	8581	10746	14360	21367
现金	1884	1849	4205	7178	14740
应收票据及应收账款	76	39	0	0	0
其他应收款	0	0	0	1	0
预付账款	595	805	623	1044	657
存货	1039	1173	1202	1422	1254
其他流动资产	4797	4715	4715	4715	4715
<b>非流动资产</b>	20262	26424	25794	28705	27565
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16090	15591	15675	18649	18011
无形资产	1497	1737	1943	2158	2344
其他非流动资产	2675	9096	8175	7897	7210
<b>资产总计</b>	28653	35005	36539	43065	48932
<b>流动负债</b>	4219	3571	1932	2216	1996
短期借款	10	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2192	1624	0	0	0
其他流动负债	2017	1946	1932	2216	1996
<b>非流动负债</b>	1729	3514	2792	2369	1550
长期借款	1705	3257	2535	2112	1293
其他非流动负债	23	258	258	258	258
<b>负债合计</b>	5948	7085	4724	4586	3546
少数股东权益	450	998	997	997	996
股本	2112	2123	2123	2123	2123
资本公积	2066	2318	2318	2318	2318
留存收益	18096	22704	26891	32735	38874
<b>归属母公司股东权益</b>	22256	26923	30818	37483	44391
<b>负债和股东权益</b>	28653	35005	36539	43065	48932

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4923	6999	5459	9122	10287
净利润	7270	6288	5593	7858	8214
折旧摊销	1418	1774	1475	1751	2018
财务费用	96	59	57	-37	-243
投资损失	-30	-38	-39	-39	-36
营运资金变动	-3878	-1347	-1625	-413	336
其他经营现金流	46	265	-2	1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-3646	-7292	-804	-4625	-842
资本支出	3690	6970	845	4662	879
长期投资	0	-400	0	0	0
其他投资现金流	44	78	41	37	37
<b>筹资活动现金流</b>	-556	276	-2299	-1524	-1883
短期借款	-520	-10	0	0	0
长期借款	530	1551	-722	-423	-819
普通股增加	485	11	0	0	0
资本公积增加	-14	252	0	0	0
其他筹资现金流	-1038	-1528	-1577	-1101	-1064
<b>现金净增加额</b>	717	-13	2356	2973	7563

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	26744	30245	30850	36012	36733
营业成本	17274	21491	23076	25497	26007
营业税金及附加	135	217	203	237	233
营业费用	63	52	53	62	63
管理费用	276	262	267	312	318
研发费用	368	611	609	679	666
财务费用	96	59	57	-37	-243
资产减值损失	-39	-27	0	0	0
其他收益	6	34	13	15	17
公允价值变动收益	1	1	2	-1	1
投资净收益	30	38	39	39	36
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	8526	7604	6638	9315	9742
营业外收入	19	28	15	18	20
营业外支出	1	221	60	74	89
<b>利润总额</b>	8543	7411	6593	9259	9673
所得税	1273	1123	1000	1400	1459
<b>净利润</b>	7270	6288	5593	7858	8214
少数股东损益	-0	-2	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	7271	6289	5594	7859	8215
EBITDA	10018	9344	8078	10921	11424
EPS(元)	3.42	2.96	2.63	3.70	3.87

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	103.9	13.1	2.0	16.7	2.0
营业利润(%)	300.8	-10.8	-12.7	40.3	4.6
归属于母公司净利润(%)	304.3	-13.5	-11.1	40.5	4.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.4	28.9	25.2	29.2	29.2
净利率(%)	27.2	20.8	18.1	21.8	22.4
ROE(%)	32.0	22.5	17.6	20.4	18.1
ROIC(%)	35.8	27.3	22.8	27.9	30.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.8	20.2	12.9	10.6	7.2
净负债比率(%)	2.2	6.8	-3.2	-11.3	-28.0
流动比率	2.0	2.4	5.6	6.5	10.7
速动比率	1.6	1.7	4.4	5.2	9.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	538.5	525.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.5	11.3	28.4	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.42	2.96	2.63	3.70	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	2.32	3.30	2.57	4.30	4.84
每股净资产(最新摊薄)	10.48	12.68	14.51	17.65	20.91
<b>估值比率</b>					
P/E	9.8	11.4	12.8	9.1	8.7
P/B	3.2	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.1	7.8	8.7	6.1	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn