

华鲁恒升(600426)

报告日期: 2023年08月31日

## Q2 业绩环比明显改善, 新项目稳步推进

### ——华鲁恒升点评报告

#### 事件

- 华鲁恒升发布半年报: 23H1 公司实现营业收入 123.59 亿元, yoy-25.25%, 归母净利润 17.10 亿元, yoy-62.09%。Q2 单季度实现营收 63.06 亿元, yoy-25.10%, qoq+4.18%, 归母净利润 9.28 亿元, yoy-55.40%, qoq+18.71%。

#### 点评

- 煤炭等原材料跌价驱动 Q2 产品价差改善。**据 Wind, 公司主要产品己二酸/环己酮/液氨/尿素/醋酸/辛醇/DMF/己内酰胺/尼龙 6 切片/草酸/DMC 23Q2 市场均价分别为 9490/9201/2741/2308/3369/9504/5160/12351/12973/5035/4668 元/吨, 环比 Q1 分别变化-7%/-1%/-31%/-16%/0%/-3%/-10%/0/-1%/-13%/-2%, 由于需求不佳, 产品价格整体呈下跌趋势; 原料端烟煤/纯苯/丙烯价格分别为 886/6798/6544 元/吨, 环比分别变化-22%/-2%/-10%, 煤价下跌带动产品价差环比改善。
- 新建项目有序推进, 有望贡献中期成长。**根据公司公告, 23H1 公司新增在建工程 68.04 亿元, 在建工程余额 118.30 亿元, 积极推进新项目建设。据公司公告, 23H1 公司高端溶剂、尼龙 66 高端新材料、等容量替代建设锅炉等项目如期推进; 荆州基地一期项目主体安装基本完成, 水电汽等公用工程管线相继投用, 部分工序进入试车、调试阶段; BDO 产业链项目、密胺树脂项目、尼龙 66 新材料等项目开始建设。
- 6 月以来行业景气有所改善, 预计 Q3 业绩向好。**6 月以来, 伴随下游需求预期改善, 公司产品价格有所上涨。据 Wind, 截至 8 月 30 日, 公司主要产品 DMF/尿素/三聚氰胺/醋酸/己二酸/环己酮/己内酰胺/尼龙 6/DMC/辛醇/液氨 23 年 8 月均价较 23 年 6 月分别变化+9%/+16%/+14%/+18%/+8%/+17%/+7%/+7%/-12%/+29%/+23%, 而原煤/动力煤/纯苯/丙烯价格 8 月均价环比 6 月分别变化+7%/+3%/+25%/+10%, 煤化工产品价格有所改善, 有望驱动公司 Q3 板块业绩向好。展望后续, 公司主要产品下游涉及纺织服装/化肥/新能源车等产业链, 后续有望伴随国内外需求改善迎来温和复苏。
- 盈利预测与估值**  
华鲁恒升是国内煤化工龙头, 低成本护城河显著, 随着产业链延伸和荆州基地投产, 公司业绩有望迎来稳步增长。考虑国内外需求较预期偏弱, 我们下调公司 23-25 年产品价格假设, 下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 46.79/58.94/76.30 亿元, yoy-25.61%/+25.98%/+29.45%, 对应当前股价 PE 分别为 15.0/11.9/9.2 倍, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

原材料价格大幅波动风险, 产品需求不佳风险, 新产能兑现不及预期风险

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,245	30,907	36,414	41,065
(+/-) (%)	13.09%	2.19%	17.82%	12.77%
归母净利润	6,289	4,679	5,894	7,630
(+/-) (%)	-13.50%	-25.61%	25.98%	29.45%
每股收益(元)	2.96	2.20	2.78	3.59
P/E	11.17	15.02	11.92	9.21

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

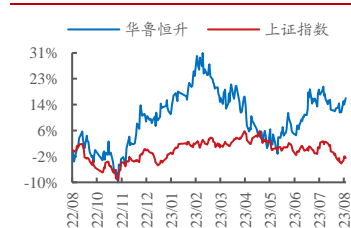
分析师: 李辉  
执业证书号: S1230521120003  
lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 姚雯慧  
yaowenyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 33.10
总市值(百万元)	70,281.89
总股本(百万股)	2,123.32

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《低成本煤化工龙头, 双基地并进迈新程》 2023.04.26
- 《20Q4 业绩大幅改善, 两地项目有序推进》 2021.04.06
- 《第二基地启动投资, 预计 2023 年建成》 2021.01.14

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8,581	9,233	14,010	18,903
现金	1,849	1,961	5,708	9,751
交易性金融资产	1,406	1,506	1,606	1,706
应收账款	39	3,134	3,692	4,164
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	805	839	953	1,031
存货	1,173	1,306	1,462	1,562
其他	3,309	487	587	687
<b>非流动资产</b>	26,424	34,213	39,384	42,175
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15,591	23,159	29,158	31,777
无形资产	1,737	1,902	2,067	2,232
在建工程	5,026	7,026	6,026	6,026
其他	4,070	2,125	2,132	2,139
<b>资产总计</b>	35,005	43,446	53,393	61,077
<b>流动负债</b>	3,571	3,974	4,521	4,933
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,624	1,997	2,269	2,456
预收账款	0	0	0	0
其他	1,946	1,978	2,252	2,477
<b>非流动负债</b>	3,514	8,422	11,427	10,432
长期借款	3,257	8,257	11,257	10,257
其他	258	165	170	175
<b>负债合计</b>	7,085	12,396	15,947	15,364
少数股东权益	998	1,107	1,608	2,245
归属母公司股东权	26,923	29,944	35,838	43,468
<b>负债和股东权益</b>	35,005	43,446	53,393	61,077

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	6,999	7,490	9,376	11,698
净利润	6,288	4,788	6,396	8,267
折旧摊销	1,784	2,470	3,039	3,419
财务费用	90	231	391	431
投资损失	(38)	(34)	(40)	(53)
营运资金变动	(1,130)	43	(408)	(363)
其它	7	(7)	(2)	(2)
<b>投资活动现金流</b>	(7,292)	(10,294)	(8,243)	(6,230)
资本支出	(6,931)	(12,193)	(8,193)	(6,193)
长期投资	0	(100)	(100)	(100)
其他	(362)	1,999	50	63
<b>筹资活动现金流</b>	276	2,914	2,614	(1,426)
短期借款	(10)	0	0	0
长期借款	1,551	5,000	3,000	(1,000)
其他	(1,265)	(2,086)	(386)	(426)
<b>现金净增加额</b>	(13)	112	3,747	4,043

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	30,245	30,907	36,414	41,065
营业成本	21,491	23,961	27,225	29,468
营业税金及附加	217	216	255	296
营业费用	52	53	62	74
管理费用	262	269	317	357
研发费用	611	618	728	821
财务费用	59	231	391	431
资产减值损失	(27)	(25)	(25)	(25)
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	38	34	40	53
其他经营收益	34	31	36	41
<b>营业利润</b>	7,604	5,599	7,489	9,688
营业外收支	(193)	27	27	27
<b>利润总额</b>	7,411	5,626	7,516	9,715
所得税	1,123	838	1,120	1,447
<b>净利润</b>	6,288	4,788	6,396	8,267
少数股东损益	(2)	109	502	637
<b>归属母公司净利润</b>	6,289	4,679	5,894	7,630
<b>EBITDA</b>	9,423	8,326	10,946	13,564
<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.96	2.20	2.78	3.59

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.09%	2.19%	17.82%	12.77%
营业利润	-10.81%	-26.37%	33.75%	29.36%
归属母公司净利润	-13.50%	-25.61%	25.98%	29.45%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.94%	22.47%	25.24%	28.24%
净利率	20.79%	15.14%	16.19%	18.58%
ROE	23.36%	15.63%	16.45%	17.55%
ROIC	20.47%	12.56%	13.70%	15.32%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.24%	28.53%	29.87%	25.16%
净负债比率	25.37%	39.92%	42.59%	33.61%
流动比率	2.40	2.32	3.10	3.83
速动比率	1.74	1.66	2.43	3.17
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.95	0.79	0.75	0.72
应收账款周转率	525.95	757.39	778.90	763.22
应付账款周转率	11.26	13.24	12.77	12.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.96	2.20	2.78	3.59
每股经营现金	3.30	3.53	4.42	5.51
每股净资产	12.68	14.10	16.88	20.47
<b>估值比率</b>				
P/E	11.17	15.02	11.92	9.21
P/B	2.61	2.35	1.96	1.62
EV/EBITDA	7.67	9.24	6.96	5.25

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>