

基础化工

2022年10月27日

华鲁恒升 (600426)

——业绩符合预期，需求疲软拖累公司业绩，看好公司长期资本开支

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：	2022年10月27日
收盘价(元)	27.34
一年内最高/最低(元)	36.88/25.77
市净率	2.2
息率(分红/股价)	2.93
流通A股市值(百万元)	57665
上证指数/深证成指	2982.90/10750.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022年09月30日
每股净资产(元)	12.31
资产负债率%	20.22
总股本/流通A股(百万)	2123/2109
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华鲁恒升(600426)点评：上半年业绩符合预期，部分产品景气回落，国内外价差仍存，看好公司长期资本开支》
2022/09/04

《华鲁恒升(600426)深度：荆州扩能煤气化平台，延伸布局新材料产业》
2022/07/26

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2022 年三季报：**报告期内实现营业收入 230.09 亿元 (YoY +26.18%)，归母净利润 55.34 亿元 (YoY -1.38%)，其中 2022Q3 实现营业收入 64.75 亿元 (YoY -2.22%，QoQ -23.08%)，归母净利润约 10.25 亿元 (YoY -43.4%，QoQ -50.74%)，业绩符合预期。
- **22Q3 公司主要产品景气回落，叠加原料煤炭成本上行，公司业绩两头承压。**报告期内公司除 DMC 产品景气底部回暖外，其他主要产品景气均受需求拖累下滑，根据我们的价格追踪，公司主要产品合成氨、尿素、醋酸、DMF、己二酸、辛醇、己内酰胺、DMC 22Q3 市场均价分别为 3778、2456、3204、10847、9633、8719、12551、6786 元/吨，环比分别变动-23.4%、-19.7%、-28.7%、-18%、-19.7%、-28.2%、-12.4%、+22.7%；在成本端，烟煤、动力煤、纯苯、丙烯 22Q3 均价分别为 1254、973、8323、7258 元/吨，环比分别变动+3%、+6.2%、-9%、-11.6%，主要原材料煤炭价格上行导致成本端持续承压。除 DMC 受下游新能源景气带动外，其余产品价差在 22Q3 均有所收窄，Q3 销售毛利率 23.29%，环比降低 9.09pct。同时，下游整体需求疲软影响公司产品出货量，肥料、有机胺、醋酸及衍生品和新材料相关产品四大板块 22Q3 分别实现销量 72.62、10.6、15.11、43.19 万吨，环比分别变动+2.1%、-17.3%、-2.1%、-10.4%。
- **荆州扩充煤气化平台，德州延伸高附加值产业链，“双航母”发展模式初步形成。**公司 2023 年进入资本开支集中转固阶段，截至 22Q3 公司在建工程 29.07 亿元，环比增加 10.6 亿元。荆州基地，一期项目煤气化装置气化框架顺利封顶，预计 2023 年下半年建成投产，将为公司增加 240 万吨氨醇产量，同时向下游延伸 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年 DMF、15 万吨/年混二甲胺等产品。荆州二期项目初步规划包含 16 万吨/年 NMP 装置(含 6 万吨/年回收产能)、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBTA、16 万吨/年蜜胺树脂(配套 52 万吨/年尿素)等产品，预计 2024 年底建成投产；德州基地，新能源材料方面，65 万吨/年高端溶剂项目预计 2023 年上半年建成投产，同时计划新建 30 万吨/年草酸产能，预计 2023 年下半年建成投产；新材料方面，尼龙 66 项目开工建设，一期 20 万吨/年己二酸(外销量 14.8 万吨)预计 2023 年下半年建成投产。合计已有项目投资约 215.6 亿元，按照目前公司 20.22%资产负债率测算，转固有望增厚公司约 172 亿的固定资产，相较于目前 154 亿固定资产增长 117%。我们看好公司凭借成本、规模和质量优势，逐步成长为国内新能源、新材料龙头企业。
- **投资评级与估值：**受全球经济周期下行影响，主要周期产品价格均出现回调，因此下调公司 2022-2024 年盈利预测，预计实现归母净利润 65.5、67.6、81.2 亿元(调整前为 75.6、84.8、105.4 亿元)，对应 PE 为 9X、9X、7X，鉴于股价基本反映了业绩下滑预期，同时公司 2023 年具备较大规模的资本开支转固，我们认为公司具有较高的投资价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格大幅波动；原料价格大幅上涨；新项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	26,636	23,009	27,214	35,068	44,476
同比增长率(%)	103.1	26.2	2.2	28.9	26.8
归母净利润(百万元)	7,254	5,534	6,547	6,758	8,115
同比增长率(%)	303.4	-1.4	-9.7	3.2	20.1
每股收益(元/股)	3.43	2.61	3.08	3.18	3.82
毛利率(%)	35.5	32.2	34.5	29.0	28.9
ROE(%)	32.6	21.2	22.7	19.0	18.6
市盈率	8	9	9	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,115	26,636	27,214	35,068	44,476
其中: 营业收入	13,115	26,636	27,214	35,068	44,476
减: 营业成本	10,312	17,182	17,831	24,897	31,625
减: 税金及附加	99	135	138	178	226
主营业务利润	2,704	9,318	9,245	9,993	12,625
减: 销售费用	43	63	708	912	1,156
减: 管理费用	177	276	282	364	461
减: 研发费用	284	368	535	689	1,334
减: 财务费用	106	96	127	182	194
经营性利润	2,093	8,514	7,593	7,846	9,480
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-3	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-10	-39	39	0	0
加: 投资收益及其他	44	37	21	74	60
营业利润	2,127	8,509	7,653	7,921	9,539
加: 营业外净收入	-4	18	45	19	0
利润总额	2,123	8,527	7,698	7,940	9,539
减: 所得税	325	1,273	1,150	1,182	1,424
净利润	1,798	7,254	6,547	6,758	8,115
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,798	7,254	6,547	6,758	8,115
全面摊薄总股本	1,627	2,112	2,123	2,123	2,123
每股收益 (元)	0.85	3.43	3.08	3.18	3.82

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。