

# 华鲁恒升 (600426.SH)

## 业绩符合预期，盈利底部有望逐渐回升

**事件:** 公司发布 2022 年三季报, 报告期内公司实现营收 230.09 亿元, 同比+26.18%, 归母净利润 55.34 亿元, 同比-1.38%, 折合 EPS 2.61 元/股, 加权平均 ROE 22.61%, 其中 Q3 单季度实现营收 64.75 亿元, 同比-2.22%; 归母净利润 10.25 亿元, 同比-43.41%, 环比-50.74%, 公司业绩符合预期。

**上游大宗原材料价格高企, 终端产品价格下行, 单季度盈利环比下滑。** 公司 2022Q3 单季度销售毛利率 23.29%, 环比减少 9.09 个百分点, 净利率 15.82%, 同比减少 8.89 个百分点, 主要是公司尿素、醋酸、DMF 等产品价格下跌, 动力煤等原料价格同比上涨所致; 经营现金流净额 59.56 亿元, 同比+76%, 主要是销售商品收到的现金较去年同期增加所致; 研发费用 4.33 亿元, 同比+62.2%, 研发投入明显加大; 在建工程 29.07 亿元, 同比-30.1%, 环比+57.40%, 我们预计是公司前期己二酸、己内酰胺等项目转固, 尼龙 66、高端溶剂、荆州基地等新建项目投入增加所致; 2022 年三季度, 公司尿素/DMF/醋酸/己二酸等主要产品价格环比二季度分别为 -20%/-18.8%/-28.5%/-19.9%, 成本端动力煤/纯苯/丙烯 Q3 价格环比 Q2 分别为 +2%/-9.0%/-11.6%, 原材料价格下行幅度整体小于产品端价格下滑幅度, 三季度盈利受挤压明显, 业绩符合市场预期。

**荆州基地一期项目稳步推进, 二期项目正准备启动工作。** 公司着力打造荆州第二生产基地, 其中一期项目总投资 115.28 亿元, 目前已经进入全面建设阶段, 预计 2023 年底投产。此外公司着手准备二期项目的启动工作, 将进一步投资 50 亿元建设绿色新能源材料项目, 建设内容包括 10 万吨/年 NMP 装置、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBAT 等及配套设施; 10 万吨醋酐及配套设施等, 进一步丰富荆州基地产业链。

**德州基地继续降本增效, 产业链向高附加值产品延伸。** 公司德州基地推进等容量替代建设 3 × 480t/h 高效大容量燃煤锅炉等项目, 继续降本增效。同时沿着产业链不断纵向延伸, 向下游需求增速更快、附加值更高、市场空间更广阔的新材料领域发展, 目前公司已经布局的新材料方向包括 20 万吨尼龙 6 切片、年产 8 万吨尼龙 66 高端新材料项目、PBAT 可降解塑料项目、以及 DMC、EMC 等高端溶剂项目, 未来两三年项目的集中投产将显著增厚公司业绩。

**盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 66.06、68.17、86.01 亿元, 同比分别为 -8.9%/3.2%/26.2%, EPS 分别为 3.13、3.23、4.07 元, 对应 PE 为 8.7、8.5、6.7 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 化工产品价格大幅下跌、新项目投产进度不及预期、原材料价格大幅波动、安全生产风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,115	26,636	28,217	32,245	41,690
增长率 yoy (%)	-7.6	103.1	5.9	14.3	29.3
归母净利润 (百万元)	1,798	7,254	6,606	6,817	8,601
增长率 yoy (%)	-26.7	303.4	-8.9	3.2	26.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.85	3.43	3.13	3.23	4.07
净资产收益率 (%)	11.5	31.9	22.5	19.1	19.6
P/E (倍)	32.1	8.0	8.7	8.5	6.7
P/B (倍)	3.7	2.6	2.0	1.6	1.3

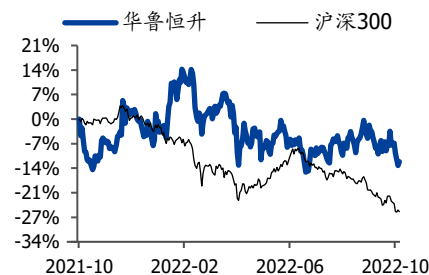
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	化学原料
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	27.34
总市值(百万元)	58,051.57
总股本(百万股)	2,123.32
其中自由流通股(%)	99.33
30日日均成交量(百万股)	15.37

### 股价走势



### 作者

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《华鲁恒升 (600426.SH): 景气回落彰显业绩韧性, 看好中长期确定性成长》2022-08-31
- 2、《华鲁恒升 (600426.SH): 一季度业绩历史新高, 新材料项目加速推进》2022-05-05
- 3、《华鲁恒升 (600426.SH): 全年及一季度业绩高速增长, 看好公司新材料布局》2022-03-29

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3267	8391	14946	19582	23133
现金	1066	1884	9007	12773	16493
应收票据及应收账款	23	76	29	91	64
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	202	595	250	716	533
存货	273	1039	863	1205	1247
其他流动资产	1702	4797	4797	4797	4797
<b>非流动资产</b>	17282	20262	20534	22752	29359
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11250	16081	16288	18227	24047
无形资产	1238	1497	1657	1852	2054
其他非流动资产	4794	2685	2589	2673	3258
<b>资产总计</b>	20549	28653	35480	42334	52492
<b>流动负债</b>	3714	4219	4752	5385	7266
短期借款	530	10	300	450	800
应付票据及应付账款	1458	2192	2561	3125	4292
其他流动负债	1725	2017	1891	1810	2174
<b>非流动负债</b>	1186	1729	1416	1270	1400
长期借款	1175	1705	1393	1246	1377
其他非流动负债	12	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	4901	5948	6169	6654	8667
少数股东权益	180	450	450	450	450
股本	1627	2112	2112	2112	2112
资本公积	2080	2066	2066	2066	2066
留存收益	11817	18096	23692	29391	36728
归属母公司股东权益	15469	22256	28861	35230	43376
<b>负债和股东权益</b>	20549	28653	35480	42334	52492

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2995	4906	9284	8026	12289
净利润	1798	7254	6606	6817	8601
折旧摊销	1309	1417	1465	1689	2180
财务费用	106	96	123	-2	-24
投资损失	-47	-30	-32	-38	-37
营运资金变动	-207	-3878	1124	-439	1568
其他经营现金流	35	46	-1	-2	1
<b>投资活动现金流</b>	-2266	-3629	-1703	-3868	-8751
资本支出	2616	3672	272	2218	6606
长期投资	280	0	0	0	0
其他投资现金流	630	44	-1431	-1650	-2144
<b>筹资活动现金流</b>	-371	-556	-457	-392	182
短期借款	530	-520	290	150	350
长期借款	-329	530	-312	-147	131
普通股增加	0	485	0	0	0
资本公积增加	7	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-579	-1038	-435	-396	-299
<b>现金净增加额</b>	352	717	7124	3765	3720

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13115	26636	28217	32245	41690
营业成本	10312	17182	19014	22745	29667
营业税金及附加	99	135	209	258	334
营业费用	43	63	169	226	292
管理费用	177	276	395	387	500
研发费用	284	368	508	580	750
财务费用	106	96	123	-2	-24
资产减值损失	-10	-39	56	64	83
其他收益	6	6	7	7	8
公允价值变动收益	-9	1	1	2	-1
投资净收益	47	30	32	38	37
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2127	8509	7783	8033	10131
营业外收入	11	19	8	10	12
营业外支出	15	1	0	5	5
<b>利润总额</b>	2123	8527	7790	8038	10137
所得税	325	1273	1185	1220	1536
<b>净利润</b>	1798	7254	6606	6817	8601
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1798	7254	6606	6817	8601
EBITDA	3509	10001	9152	9467	11959
EPS (元)	0.85	3.43	3.13	3.23	4.07

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.6	103.1	5.9	14.3	29.3
营业利润(%)	-26.6	300.0	-8.5	3.2	26.1
归属于母公司净利润(%)	-26.7	303.4	-8.9	3.2	26.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.4	35.5	32.6	29.5	28.8
净利率(%)	13.7	27.2	23.4	21.1	20.6
ROE(%)	11.5	31.9	22.5	19.1	19.6
ROIC(%)	10.4	29.6	21.1	17.7	18.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.8	20.8	17.4	15.7	16.5
净负债比率(%)	8.7	2.3	-23.7	-29.9	-31.4
流动比率	0.9	2.0	3.1	3.6	3.2
速动比率	0.6	0.7	2.1	2.6	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	1.1	0.9	0.8	0.9
应收账款周转率	456.6	536.3	536.3	536.3	536.3
应付账款周转率	9.0	9.4	8.0	8.0	8.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.85	3.43	3.13	3.23	4.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	2.32	4.40	3.80	5.82
每股净资产(最新摊薄)	7.32	10.54	13.67	16.68	20.54
<b>估值比率</b>					
P/E	32.1	8.0	8.7	8.5	6.7
P/B	3.7	2.6	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	16.6	5.8	5.5	4.9	3.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com