

## 华鲁恒升 (600426.SH) DMF 等产品价差回落底部，未来业绩或逐季回升

2022 年 10 月 31 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）

徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

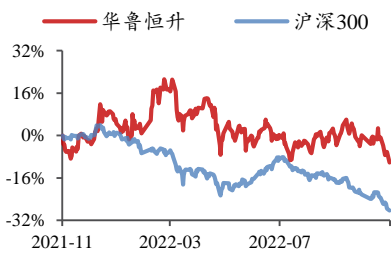
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790122070041

日期	2022/10/31
当前股价(元)	26.18
一年最高最低(元)	36.88/25.77
总市值(亿元)	555.89
流通市值(亿元)	552.18
总股本(亿股)	21.23
流通股本(亿股)	21.09
近 3 个月换手率(%)	44.0

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《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

《单季度业绩创历史新高，持续布局、壮大新材料业务——公司信息更新报告》-2022.5.1

《2021 年业绩创历史新高，加速布局新材料成长可期——公司信息更新报告》-2022.3.31

● **需求弱勢下产品价差全面回落，未来新产能将逐步释放，维持“买入”评级**  
 根据公司三季报，2022 年 Q3 公司实现营收 64.75 亿元，同比-2.22%；实现归母净利润 10.25 亿元，同比-43.41%，环比-50.76%。2022 年 Q3，受国内疫情多点散发，房地产、消费等宏观经济需求承压，叠加 Q3 为传统化工淡季、原材料维持高位，主要化工品价差缩窄至历史低位，大幅拖累公司业绩。我们下调公司 2022-2023 年盈利预测，考虑到公司德州、荆州双基地未来新增产能较多，上调 2024 年盈利预测，预计公司归母净利润分别为 65.70 (-13.04)、71.36 (-14.65)、102.35 (+13.89) 亿元，对应 EPS 分别为 3.09 (-0.62)、3.36 (-0.69)、4.82 (+0.65) 元，当前股价对应 PE 分别为 8.5、7.8、5.4 倍，维持公司“买入”评级。

● **2022 年 Q3 以来，公司多数产品价差跌至历史底部，业绩底部迹象明显**  
 2022 年 Q3 公司原料煤不含税采购价格为 805-1,270 元/吨，公司成本压力较大。2022 年 Q3 以来，需求不振下产品价差持续下滑。根据 Wind、百川盈孚数据，截至 10 月 30 日，公司各产品价差及 2016 年以来所处分位值分别为：尿素 45(48%)、醋酸 2,075(21%)、DMF 1,792(18%)、辛醇 3,918(30%)、己二酸 4,540(42%)、己内酰胺 5,911(20%)。当前公司多数产品价差绝对值已然较低，部分高成本产能已陷入亏损，持续亏损下这些行业的开工率或继续下降，寻求供需再平衡，价差有望修复。公司作为低成本的龙头，有望充分受益于未来价差修复。

● **随着公司德州、荆州双基地产能逐渐释放，2023 年公司业绩有望逐季回升**  
 德州基地方面，公司 60 万吨碳酸二甲酯项目、3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉项目等有望于 2023 年 H1 投产。荆州基地方面，园区气体动力平台一期项目以及合成气综合利用平台一期项目的 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万吨 DMF、15 万吨混甲胺等新产能有望于 2023 年 H2 投产。随着公司新产能逐步释放，2023 年开始公司业绩有望逐季回升，待 2023 年 H2 荆州项目投产后，公司业绩有望环比、同比双转正。未来公司荆州基地预留土地规模较大，看好白马的长期成长。

● **风险提示：**宏观经济复苏不及预期、项目指标审批推迟、项目建设不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,115	26,636	26,194	39,863	54,733
YOY(%)	-7.6	103.1	-1.7	52.2	37.3
归母净利润(百万元)	1,798	7,254	6,570	7,136	10,235
YOY(%)	-26.7	303.4	-9.4	8.6	43.4
毛利率(%)	21.4	35.5	32.5	24.3	25.5
净利率(%)	13.7	27.2	25.1	17.9	18.7
ROE(%)	11.5	31.9	23.8	21.1	23.7
EPS(摊薄/元)	0.85	3.42	3.09	3.36	4.82
P/E(倍)	30.9	7.7	8.5	7.8	5.4
P/B(倍)	3.6	2.5	2.0	1.7	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3267	8391	11960	10615	10421
现金	1066	1884	6663	2819	3871
应收票据及应收账款	23	76	0	0	0
其他应收款	0	0	0	1	0
预付账款	202	595	189	1005	635
存货	273	1039	311	1994	1119
其他流动资产	1702	4797	4797	4797	4797
<b>非流动资产</b>	17282	20262	18678	29460	40303
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11250	16081	14600	24316	33967
无形资产	1238	1497	1657	1852	2054
其他非流动资产	4794	2685	2421	3291	4283
<b>资产总计</b>	20549	28653	30638	40075	50724
<b>流动负债</b>	3714	4219	1874	4407	5523
短期借款	530	10	10	2282	3042
应付票据及应付账款	1458	2192	0	0	0
其他流动负债	1725	2017	1864	2125	2480
<b>非流动负债</b>	1186	1729	1178	1817	2100
长期借款	1175	1705	1154	1794	2077
其他非流动负债	12	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	4901	5948	3052	6224	7622
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	23280	28725	36524
<b>归属母公司股东权益</b>	15469	22256	27136	33401	42652
<b>负债和股东权益</b>	20549	28653	30638	40075	50724

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2995	4906	7062	6576	14752
净利润	1798	7254	6570	7136	10235
折旧摊销	1309	1417	1396	1887	2905
财务费用	106	96	-54	75	264
投资损失	-47	-30	-32	-38	-37
营运资金变动	-207	-3878	-815	-2481	1386
其他经营现金流	35	46	-2	-3	-1
<b>投资活动现金流</b>	-2266	-3629	222	-12630	-13713
资本支出	2616	3672	-188	12669	13749
长期投资	280	0	0	0	0
其他投资现金流	70	44	34	39	35
<b>筹资活动现金流</b>	-371	-556	-2505	-62	-747
短期借款	530	-520	0	2272	760
长期借款	-329	530	-551	639	283
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	-1955	-2973	-1790
<b>现金净增加额</b>	352	717	4779	-6115	292

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13115	26636	26194	39863	54733
营业成本	10312	17182	17680	30189	40760
营业税金及附加	99	135	171	256	349
营业费用	43	63	65	100	137
管理费用	177	276	262	399	547
研发费用	284	368	361	478	657
财务费用	106	96	-54	75	264
资产减值损失	-10	-39	0	0	0
其他收益	6	6	5	5	6
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	7746	8410	12057
营业外收入	11	19	8	10	12
营业外支出	15	1	6	6	7
<b>利润总额</b>	2123	8527	7748	8413	12062
所得税	325	1273	1178	1277	1828
<b>净利润</b>	1798	7254	6570	7136	10235
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1798	7254	6570	7136	10235
EBITDA	3509	10001	9069	10281	15097
EPS(元)	0.85	3.42	3.09	3.36	4.82

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.6	103.1	-1.7	52.2	37.3
营业利润(%)	-26.6	300.0	-9.0	8.6	43.4
归属于母公司净利润(%)	-26.7	303.4	-9.4	8.6	43.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.4	35.5	32.5	24.3	25.5
净利率(%)	13.7	27.2	25.1	17.9	18.7
ROE(%)	11.5	31.9	23.8	21.1	23.7
ROIC(%)	12.7	35.8	33.2	21.7	24.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.8	20.8	10.0	15.5	15.0
净负债比率(%)	8.7	2.2	-18.7	5.5	4.8
流动比率	0.9	2.0	6.4	2.4	1.9
速动比率	0.7	1.6	6.1	1.7	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	1.1	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	456.6	536.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.0	9.4	16.1	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.85	3.42	3.09	3.36	4.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	2.31	3.33	3.10	6.95
每股净资产(最新摊薄)	7.29	10.48	12.78	15.73	20.09
<b>估值比率</b>					
P/E	30.9	7.7	8.5	7.8	5.4
P/B	3.6	2.5	2.0	1.7	1.3
EV/EBITDA	15.9	5.5	5.5	5.5	3.8

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16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