

华鲁恒升 (600426.SH)

周期底显成本优势，大额资本开支保成长

核心观点：

- **华鲁恒升公布 2022 年三季报。**报告期内营收 230.09 亿元，同比 +26.18%；归母净利润 55.34 亿元，同比-1.38%；基本每股收益 2.61 元/股。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%。
- **周期谷底凸显公司成本优势。**年中以来，醋酸、DMF、DMC 等公司主要产品价格已经降至历史低位（根据卓创资讯，醋酸、DMF、尿素产品 9 月均价为 3145、9694、2458 元/吨，较今年 6 月均价的 4453、13081、3144 元/吨下滑）。同期动力煤、原料煤等原材料价格持续高企，行业整体盈利承压。华鲁恒升 Q3 毛利率为 23.29%，环比二季度下滑 9 个百分点，为近几年低位。在此周期底部，公司仍然取得单季度 10.25 亿元的业绩表现，进一步验证了公司在周期下行阶段的抗压能力，成本优势是公司长期构建起来的护城河。
- **巨额资本开支保障成长，多个新材料项目稳步推进。**公司上半年公告项目累计投资金额逾 100 亿元，包括尼龙 66、10 万吨/年 NMP 装置、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBTA 等在内的新材料，和包括碳酸二甲酯 60 万吨、碳酸甲乙酯 30 万吨、碳酸二乙酯 5 万吨等在内的新能源材料。此外，公司湖北荆州基地稳步推进。截至 2022 三季报，公司在建工程 29.07 亿元，较半年报环比增加 10.6 亿元。
- **盈利预测及投资建议。**预计 2022-2024 年华鲁恒升 EPS 分别为 3.41、3.46 和 3.92 元/股。我们维持公司合理价值 51.52 元/股的观点不变，对应 2022 年 PE 约 15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**需求大幅下滑；产能建设进度低于预期；生产经营事故；行业产能无序扩张；原材料价格大幅波动。

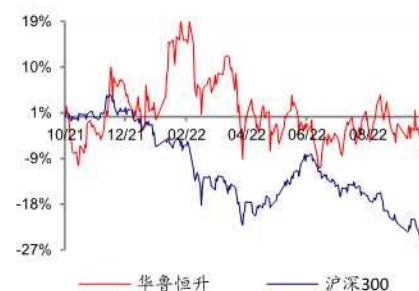
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,115	26,636	29,509	34,684	43,027
增长率（%）	-7.6	103.1	10.8	17.5	24.1
EBITDA（百万元）	3,508	10,036	9,950	10,609	12,207
归母净利润（百万元）	1,798	7,254	7,238	7,344	8,316
增长率（%）	-26.7	303.4	-0.2	1.5	13.2
EPS（元/股）	1.11	3.43	3.41	3.46	3.92
市盈率（P/E）	33.74	9.11	8.02	7.90	6.98
ROE（%）	11.6	32.6	23.1	17.4	14.8
EV/EBITDA	17.68	6.64	5.73	5.43	4.52

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	27.34 元
合理价值	51.52 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-30

相对市场表现



分析师： 邓先河
 SAC 执证号：S0260521040006
 021-38003672
 dengxianhe@gf.com.cn

分析师： 吴鑫然
 SAC 执证号：S0260519070004
 SFC CE No. BPW070
 0755-23942150
 wuxr@gf.com.cn

请注意：邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

华鲁恒升 (600426.SH) : 资 2022-09-02
 产负债率降至 19%，重视多
 维度成长

华鲁恒升 (600426.SH) : Q1 2022-05-01
 业绩超预期，逾 100 亿元投
 资新项目

华鲁恒升 2022-03-30
 (600426.SH) : ROE 等创历
 史最佳，迎历史性发展机遇

联系人： 丁续
 dingxu@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,267	8,391	9,832	10,375	13,610
货币资金	1,066	1,884	3,356	2,654	5,016
应收及预付	225	672	610	831	1,047
存货	273	1,039	868	1,693	2,150
其他流动资产	1,702	4,797	4,997	5,197	5,397
非流动资产	17,282	20,262	28,634	39,937	52,351
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11,250	16,081	20,513	27,877	36,352
在建工程	3,472	1,239	5,209	9,179	13,149
无形资产	1,238	1,497	1,468	1,439	1,410
其他长期资产	1,322	1,445	1,443	1,441	1,439
资产总计	20,549	28,653	38,466	50,311	65,961
流动负债	3,714	4,219	5,107	5,920	7,438
短期借款	530	10	30	50	70
应付及预收	1,458	2,192	2,686	3,238	4,167
其他流动负债	1,725	2,017	2,391	2,632	3,201
非流动负债	1,186	1,729	1,629	1,529	1,429
长期借款	1,175	1,705	1,605	1,505	1,405
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	23	23	23	23
负债合计	4,901	5,948	6,736	7,448	8,867
股本	1,627	2,112	2,123	2,123	2,123
资本公积	2,080	2,066	2,066	2,066	2,066
留存收益	11,817	18,096	27,109	38,106	51,955
归属母公司股东权益	15,469	22,256	31,280	42,278	56,126
少数股东权益	180	450	450	585	968
负债和股东权益	20,549	28,653	38,466	50,311	65,961

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,115	26,636	29,509	34,684	43,027
营业成本	10,312	17,182	19,972	24,713	31,389
营业税金及附加	99	135	189	220	255
销售费用	43	63	89	104	129
管理费用	177	276	295	347	430
研发费用	284	368	443	520	645
财务费用	106	96	44	36	22
资产减值损失	-10	-39	-30	-30	-30
公允价值变动收益	-9	1	0	0	0
投资净收益	47	30	75	84	87
营业利润	2,127	8,509	8,533	8,810	10,239
营业外收支	-4	18	1	2	4
利润总额	2,123	8,527	8,534	8,812	10,243
所得税	325	1,273	1,295	1,333	1,544
净利润	1,798	7,254	7,239	7,479	8,698
少数股东损益	0	0	1	135	383
归属母公司净利润	1,798	7,254	7,238	7,344	8,316
EBITDA	3,508	10,036	9,950	10,609	12,207
EPS (元)	1.11	3.43	3.41	3.46	3.92

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,995	4,906	9,597	8,871	11,359
净利润	1,798	7,254	7,239	7,479	8,698
折旧摊销	1,309	1,425	1,429	1,829	2,029
营运资金变动	-208	-3,879	900	-453	625
其它	96	106	29	16	7
投资活动现金流	-2,266	-3,629	-7,135	-8,471	-7,793
资本支出	-2,595	-3,660	-7,212	-8,557	-7,882
投资变动	280	0	0	0	0
其他	50	31	77	86	89
筹资活动现金流	-371	-556	-989	-1,102	-1,204
银行借款	919	1,196	-80	-80	-80
股权融资	180	270	11	0	0
其他	-1,470	-2,022	-920	-1,022	-1,124
现金净增加额	352	717	1,473	-702	2,362
期初现金余额	715	1,066	1,884	3,356	2,654
期末现金余额	1,066	1,784	3,356	2,654	5,016

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-7.6%	103.1%	10.8%	17.5%	24.1%
营业利润增长	-26.6%	300.0%	0.3%	3.2%	16.2%
归母净利润增长	-26.7%	303.4%	-0.2%	1.5%	13.2%
获利能力					
毛利率	21.4%	35.5%	32.3%	28.7%	27.0%
净利率	13.7%	27.2%	24.5%	21.6%	20.2%
ROE	11.6%	32.6%	23.1%	17.4%	14.8%
ROIC	10.3%	29.2%	21.2%	16.5%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	23.8%	20.8%	17.5%	14.8%	13.4%
净负债比率	31.3%	26.2%	21.2%	17.4%	15.5%
流动比率	0.88	1.99	1.93	1.75	1.83
速动比率	0.75	1.60	1.65	1.34	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.93	0.77	0.69	0.65
应收账款周转率	569.94	348.98	432.90	386.44	408.35
存货周转率	47.96	25.65	33.98	20.49	20.01
每股指标 (元)					
每股收益	1.11	3.43	3.41	3.46	3.92
每股经营现金流	1.84	2.32	4.52	4.18	5.35
每股净资产	9.51	10.54	14.73	19.91	26.43
估值比率					
P/E	33.74	9.11	8.02	7.90	6.98
P/B	3.92	2.97	1.86	1.37	1.03
EV/EBITDA	17.68	6.64	5.73	5.43	4.52

广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。