

景气下行业绩承压，新项目驱动长期成长

投资要点

- **事件：**公司发布2022年三季度报，前三季度实现营收230.1亿元，同比+26.2%，实现归母净利润55.3亿元，同比-1.4%，其中三季度实现营收64.8亿元，同比-2.2%，环比-23.1%，实现归母净利润10.3亿元，同比-43.4%，环比-50.7%。
- **三季度产品景气回落，叠加煤炭价格高位，公司盈利阶段性承压。**在国内局部疫情反复之下，三季度化工品需求较为疲软，公司多数产品景气下滑。根据卓创资讯数据，尿素、DMF、醋酸、己二酸、乙二醇、正丁醇、辛醇、己内酰胺、DMC三季度均价环比分别变动-21.3%、-18.7%、-28.5%、-20.0%、-13.9%、-25.5%、-28.3%、-12.5%、+28.5%。同时三季度国内动力煤供需仍然偏紧，价格高位运行，煤化工企业成本端承压。三季度公司主要产品价差接近历史底部，未来向上修复空间较大。
- **新项目多点开花，荆州基地打开成长空间。**公司按照“本地高端化，异地谋新篇”的战略定位，在德州基地布局高端溶剂项目（含DMC 30万吨/年、DEC 30万吨/年、EMC 5万吨/年）、8万吨尼龙66高端新材料项目、12万吨PBAT项目，在荆州开辟第二基地。根据公司半年报显示，德州基地高端溶剂项目与尼龙66项目已陆续开工建设，工程进度分别为18%、3%，荆州基地气体平台项目与合成气利用项目工程进度分别为16%、15%，以上项目预计将于2023年集中释放产能，驱动公司业绩再上一个台阶。此外，2022年4月，公司已就荆州基地二期项目与当地政府签订投资协议，项目总投资50亿元，将依托一期气体平台生产高端新材料产品，实现煤化工高端化发展，产品包括10万吨/年NMP、20万吨/年BDO装置、3万吨/年PBTA、10万吨/年醋酐等，项目前期准备工作正在进行，业绩贡献值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为2.98元、3.54元、3.96元。鉴于公司煤化工技术优势巨大，产业链充分延伸布局下游高附加值产品，第二基地落户荆州异地复制低成本优势。我们给予公司2023年10倍PE，对应目标价35.40元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在建项目投产不及预期、原材料价格大幅上涨、主要产品价格波动。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	26635.86	29585.45	33297.05	36131.88
增长率	103.10%	11.07%	12.55%	8.51%
归属母公司净利润(百万元)	7254.17	6335.83	7516.88	8411.28
增长率	303.37%	-12.66%	18.64%	11.90%
每股收益EPS(元)	3.42	2.98	3.54	3.96
净资产收益率ROE	31.95%	23.40%	22.86%	21.43%
PE	8	9	8	7
PB	2.61	2.18	1.79	1.50

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：程磊
执业证号：S1250521090001
电话：021-58351912
邮箱：chlei@swsc.com.cn
联系人：孙人杰
电话：18930233092
邮箱：srj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.23
流通A股(亿股)	21.09
52周内股价区间(元)	26.42-36.31
总市值(亿元)	580.52
总资产(亿元)	286.53
每股净资产(元)	10.54

相关研究

1. 华鲁恒升(600426)：上半年业绩符合预期，新项目建设稳步推进 (2022-09-01)
2. 华鲁恒升(600426)：21年业绩符合预期，多项目驱动公司成长 (2022-03-30)
3. 华鲁恒升(600426)：1-2月经营数据亮眼，新项目助力公司成长 (2022-03-14)
4. 华鲁恒升(600426)：全年业绩符合预期，新材料业务捷报频传 (2022-01-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：预计德州基地高端溶剂项目与尼龙 66 项目 2023 年下半年投产，2023 年产能利用率均为 10%、2024 年产能利用率均为 60%。

假设 2：因建设周期较长且投产时间不确定性较大，预测期内未考虑荆州基地。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
肥料	收入	4140.8	5211.0	5265.0	5319.0
	增速	23.6%	25.8%	1.0%	1.0%
	毛利率	28.9%	22.1%	24.1%	26.7%
有机胺	收入	5917.7	6110.0	6273.0	6600.0
	增速	142.4%	3.2%	2.7%	5.2%
	毛利率	53.7%	59.3%	57.4%	56.9%
醋酸及衍生品	收入	3462.7	2378.0	2436.0	2465.0
	增速	143.1%	-31.3%	2.4%	1.2%
	毛利率	53.6%	28.1%	29.9%	31.8%
新材料产品	收入	11555.9	14327.7	17764.3	20189.1
	增速	-	24.0%	13.7%	21.1%
	毛利率	25.6%	20.0%	23.9%	25.0%
其他主营	收入	1239.8	1239.8	1239.8	1239.8
	增速	-34.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	319.0	319.0	319.0	319.0
	增速	14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
合计	收入	26635.9	29585.5	33297.0	36131.9
	增速	103.1%	11.1%	12.5%	8.5%
	毛利率	35.5%	29.1%	30.5%	31.3%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 295.9、333.0 和 361.3 亿元，归母净利润分别为 63.4、75.2 和 84.1 亿元，EPS 分别为 2.98、3.54 和 3.96 元，对应 PE 分别为 9、8 和 7 倍。

相对估值

我们选取宝丰能源、万华化学、鲁西化工作为可比公司，2022年三家公司平均PE为10倍。鉴于公司煤化工技术优势巨大，产业链充分延伸布局下游高附加值产品，第二基地落户荆州异地复制低成本优势。我们给予公司2023年10倍PE，对应目标价35.40元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（2022/10/28）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600989	宝丰能源	12.26	0.96	1.07	1.44	1.87	18	11	9	7
600309	万华化学	82.20	7.85	6.07	7.61	9.02	13	14	11	9
000830	鲁西化工	11.90	2.43	2.65	3.03	3.44	6	4	4	3
平均值							12	10	8	6
600426	华鲁恒升	27.34	3.43	2.98	3.54	3.96	9	9	8	7

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	26635.86	29585.45	33297.05	36131.88	净利润	7253.71	6335.43	7516.41	8410.75
营业成本	17182.36	20972.25	23148.97	24820.50	折旧与摊销	1417.41	2853.47	3103.99	3395.49
营业税金及附加	135.21	147.93	166.49	180.66	财务费用	96.00	118.34	133.19	144.53
销售费用	63.24	65.09	73.25	79.49	资产减值损失	-38.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	276.23	828.39	932.32	1011.69	经营营运资本变动	-3241.16	3359.78	205.66	90.25
财务费用	96.00	118.34	133.19	144.53	其他	-581.30	-15.66	-21.64	13.43
资产减值损失	-38.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4905.80	12651.35	10937.61	12054.46
投资收益	29.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2841.57	-3500.00	-3500.00	-3500.00
公允价值变动损益	1.02	0.00	0.00	0.00	其他	-787.25	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3628.82	-3500.00	-3500.00	-3500.00
营业利润	8508.85	7453.45	8842.83	9895.00	短期借款	-520.29	-10.01	0.00	0.00
其他非经营损益	17.76	0.00	0.00	0.00	长期借款	530.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	8526.60	7453.45	8842.83	9895.00	股权融资	471.31	0.00	0.00	0.00
所得税	1272.89	1118.02	1326.42	1484.25	支付股利	-487.36	-1965.90	-1717.03	-2037.09
净利润	7253.71	6335.43	7516.41	8410.75	其他	-550.47	-778.51	-133.19	-144.53
少数股东损益	-0.45	-0.40	-0.47	-0.52	筹资活动现金流净额	-556.38	-2754.42	-1850.21	-2181.62
归属母公司股东净利润	7254.17	6335.83	7516.88	8411.28	现金流量净额	717.47	6396.94	5587.40	6372.83
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1883.81	8280.75	13868.14	20240.98	成长能力				
应收和预付款项	672.14	693.64	807.10	854.64	销售收入增长率	103.10%	11.07%	12.55%	8.51%
存货	1038.57	1291.97	1450.16	1541.58	营业利润增长率	300.04%	-12.40%	18.64%	11.90%
其他流动资产	4796.51	1011.63	1012.44	1013.06	净利润增长率	303.33%	-12.66%	18.64%	11.90%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	182.97%	4.02%	15.87%	11.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17269.66	18077.67	18635.17	18901.15	毛利率	35.49%	29.11%	30.48%	31.31%
无形资产和开发支出	1496.70	1338.56	1180.41	1022.26	三费率	1.63%	3.42%	3.42%	3.42%
其他非流动资产	1495.79	1492.45	1489.12	1485.79	净利率	27.23%	21.41%	22.57%	23.28%
资产总计	28653.18	32186.67	38442.54	45059.47	ROE	31.95%	23.40%	22.86%	21.43%
短期借款	10.01	0.00	0.00	0.00	ROA	25.32%	19.68%	19.55%	18.67%
应付和预收款项	2728.67	3230.59	3671.25	3902.36	ROIC	37.23%	29.00%	35.84%	39.28%
长期借款	1705.20	1705.20	1705.20	1705.20	EBITDA/销售收入	37.63%	35.24%	36.28%	37.18%
其他负债	1503.83	175.88	191.71	203.87	营运能力				
负债合计	5947.71	5111.67	5568.16	5811.43	总资产周转率	1.08	0.97	0.94	0.87
股本	2111.91	2123.32	2123.32	2123.32	固定资产周转率	1.95	1.86	2.12	2.30
资本公积	2066.14	2054.73	2054.73	2054.73	应收账款周转率	536.28	399.85	433.78	418.42
留存收益	18096.00	22465.93	28265.78	34639.96	存货周转率	25.23	17.52	16.73	16.50
归属母公司股东权益	22255.82	26625.75	32425.60	38799.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.11%	—	—	—
少数股东权益	449.64	449.25	448.78	448.26	资本结构				
股东权益合计	22705.47	27075.00	32874.38	39248.04	资产负债率	20.76%	15.88%	14.48%	12.90%
负债和股东权益合计	28653.18	32186.67	38442.54	45059.47	带息债务/总负债	28.84%	33.36%	30.62%	29.34%
					流动比率	1.99	3.33	4.46	5.79
					速动比率	1.74	2.95	4.09	5.41
					股利支付率	6.72%	31.03%	22.84%	24.22%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	10022.26	10425.26	12080.01	13435.03	每股收益	3.42	2.98	3.54	3.96
PE	8.00	9.16	7.72	6.90	每股净资产	10.48	12.54	15.27	18.27
PB	2.61	2.18	1.79	1.50	每股经营现金	2.31	5.96	5.15	5.68
PS	2.18	1.96	1.74	1.61	每股股利	0.23	0.93	0.81	0.96
EV/EBITDA	5.56	4.70	3.59	2.76					
股息率	0.84%	3.39%	2.96%	3.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn