

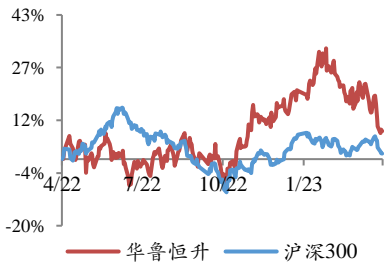
Q1 业绩环比改善，荆州项目年内投产

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-27

收盘价（元）	31.05
近 12 个月最高/最低（元）	38.16/26.18
总股本（百万股）	2,123
流通股本（百万股）	2,112
流通股比例（%）	99.46
总市值（亿元）	659
流通市值（亿元）	656

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

2023 年 4 月 25 日晚，公司发布 2023 年一季报，2023 Q1 公司实现营业收入 60.53 亿，同比下降 25.41%，环比下降 16.35%，实现归母净利润 7.82 亿，同比下降 67.82%，环比上升 3.52%，实现销售毛利率 20.18%，同比下降 18.86pct，环比增长 1.50pct。

● 原料价格有所回落，公司盈利环比改善

2023Q1，原材料动力煤价格有所回落。根据百川数据，2023Q1 动力煤 Q5500 市场均价 1020.79 元/吨，环比下降 4.25%。产品产销量方面，有机胺/肥料/醋酸及衍生品生产量分别同比 -8.05%/+12.20%/+15.32%；环比分别为+21.10%/-0.2%/+9.61%；有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块销售量分别同比变化为 -6.72%/+18.59%/+13.36%；环比变化为+4.32%/-3.83%/+8.84%；有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块收入分别同比变化-66.3%/+20.5%/-32.2%；环比变化-35.2%/-2.1%/+1.2%。新材料板块，2023Q1 生产量 83.83 万吨，环比上升 8.5%，销售量 43.59 万吨，环比下降 9.99%，收入 32.09 亿元，环比下降 8.1%，受益于原料动力煤价格回落，2023 Q1 毛利率有所改善。

● 新项目投产持续推进，加速布局新材料打开未来发展空间

公司已完成煤气化平台的后端多线布局，向价值链高端发展，成本控制水平高于行业平均水准。德州基地按照“坚持高端化布局”的战略规划，建设高端电子溶剂、尼龙材料等高端产品项目，助力公司盈利能力提升，己内酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）20 万吨尼龙 6 切片装置已打通全部流程，进入试生产阶段，2023 年 1 月，公司新增 30 万吨/年 DMC 装置已经顺利投产，而 30 万吨 EMC 装置也已进入安装调试阶段。荆州基地于 2020 年 11 月在湖北江陵经济开发区开工建设，计划总投资 460 亿元，一期项目投资 123 亿元，主要建设年产 100 万吨醋酸、30 万吨有机胺以及年产百万吨尿素功能化项目，预计将于 2023 年 6 月逐步投产。此外荆州基地绿色新能源项目投资 50.54 亿元，建设年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目，10 万吨/年醋酐项目，蜜胺树脂单体材料项目，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目。荆州基地作为公司资本开支的重要项目，新项目的投产将打开公司新的成长空间。

● 投资建议

华鲁恒升是国内化工行业的龙头企业之一，以煤气化平台为基础，构筑一体化运行模式，具有较强的成本控制优势，目前产品价格仍处于底部区间，叠加公司新产能项目投产，预计公司 2023-2025 年

归母净利润分别为 59.88、78.08、85.54 亿元，同比增速为-4.8%、30.4%、9.6%。对应 PE 分别为 11、8、8 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30245	30933	38309	41721
收入同比 (%)	13.1%	2.3%	23.8%	8.9%
归属母公司净利润	6289	5988	7808	8554
净利润同比 (%)	-13.5%	-4.8%	30.4%	9.6%
毛利率 (%)	28.9%	26.3%	27.0%	26.7%
ROE (%)	23.4%	18.2%	19.2%	17.4%
每股收益 (元)	2.97	2.82	3.68	4.03
P/E	11.18	11.01	8.44	7.71
P/B	2.61	2.00	1.62	1.34
EV/EBITDA	7.67	7.00	5.41	4.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
	单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8581	14869	21635	30091
现金	1849	8041	12209	20597
应收账款	39	81	65	95
其他应收款	0	0	1	0
预付账款	805	763	979	1067
存货	1173	799	1726	1060
其他流动资产	4715	5185	6656	7273
非流动资产	26424	28710	31135	33426
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15591	16357	17006	17232
无形资产	1737	1972	2212	2450
其他非流动资产	9096	10382	11917	13744
资产总计	35005	43579	52770	63518
流动负债	3571	5105	5184	6201
短期借款	0	56	122	184
应付账款	1624	2844	2541	3305
其他流动负债	1946	2205	2521	2713
非流动负债	3514	4563	5866	7041
长期借款	3257	4297	5593	6762
其他非流动负债	258	265	272	279
负债合计	7085	9668	11050	13242
少数股东权益	998	997	995	994
股本	2123	2123	2123	2123
资本公积	2318	2318	2318	2318
留存收益	22482	28472	36283	44840
归属母公司股东权益	26923	32914	40725	49282
负债和股东权益	35005	43579	52770	63518

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6999	9562	7739	12031
净利润	6288	5987	7807	8552
折旧摊销	1784	1944	2121	2276
财务费用	90	0	0	0
投资损失	-38	-49	-54	-60
营运资金变动	-1130	1585	-2285	1139
其他经营现金流	7425	4498	10241	7538
投资活动现金流	-7292	-4478	-4944	-4882
资本支出	-6931	-4336	-4706	-4702
长期投资	-400	-201	-301	-251
其他投资现金流	38	59	64	70
筹资活动现金流	276	1104	1370	1237
短期借款	-10	56	67	61
长期借款	1551	1041	1296	1168
普通股增加	11	0	0	0
资本公积增加	252	0	0	0
其他筹资现金流	-1528	8	7	7
现金净增加额	-13	6192	4168	8389

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30245	30933	38309	41721
营业成本	21491	22786	27978	30570
营业税金及附加	217	202	249	277
销售费用	52	68	79	85
管理费用	262	310	368	400
财务费用	59	-74	-322	-488
资产减值损失	-27	-9	-10	-11
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	38	49	54	60
营业利润	7604	7139	9333	10187
营业外收入	28	23	26	24
营业外支出	221	111	166	138
利润总额	7411	7051	9193	10073
所得税	1123	1064	1386	1521
净利润	6288	5987	7807	8552
少数股东损益	-2	-1	-1	-2
归属母公司净利润	6289	5988	7808	8554
EBITDA	9423	8968	11088	11924
EPS (元)	2.97	2.82	3.68	4.03

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.1%	2.3%	23.8%	8.9%
营业利润	-10.8%	-6.1%	30.7%	9.1%
归属于母公司净利润	-13.5%	-4.8%	30.4%	9.6%
获利能力				
毛利率 (%)	28.9%	26.3%	27.0%	26.7%
净利率 (%)	20.8%	19.4%	20.4%	20.5%
ROE (%)	23.4%	18.2%	19.2%	17.4%
ROIC (%)	20.5%	15.4%	15.9%	14.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.2%	22.2%	20.9%	20.8%
净负债比率 (%)	25.4%	28.5%	26.5%	26.3%
流动比率	2.40	2.91	4.17	4.85
速动比率	1.74	2.52	3.52	4.38
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.79	0.80	0.72
应收账款周转率	525.95	516.87	523.38	521.62
应付账款周转率	11.26	10.20	10.39	10.46
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	2.82	3.68	4.03
每股经营现金流 (摊薄)	3.30	4.50	3.64	5.67
每股净资产	12.68	15.50	19.18	23.21
估值比率				
P/E	11.18	11.01	8.44	7.71
P/B	2.61	2.00	1.62	1.34
EV/EBITDA	7.67	7.00	5.41	4.43

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。