

华鲁恒升（600426.SH）

2023Q2 业绩环比提升，新产能待投迎增量

买入

核心观点

公司发布 2023 年半年度业绩预减公告。公司预计 2023 年上半年实现归母净利润 16.50 至 17.50 亿元（同比-63.4%至-61.2%）；其中，2023Q2 归母净利润为 8.68 至 9.68 亿元（同比-58.3%至-53.5%，环比+11.1%至+22.9%）。2023 年上半年，受下游需求偏弱、产能过剩、同质竞争加剧等因素影响，公司部分产品价格同比下降幅度较大。为此，公司强化市场运营，加强生产管控和系统优化，消化了部分减利因素，经营业绩同比降低，但环比有所改善。

成本端价格下跌助主营产品价差提升，2023Q2 以来盈利增强。据百川盈孚，2023Q2，公司主要成本端的纯苯/动力煤/丙烯价格分别为 6839/835/6630 元/吨（环比-3%/-18%/-8%），产品端的己二酸/尿素/醋酸/DMF/己内酰胺/碳酸二甲酯/碳酸甲乙酯价格分别为 9506/2288/3106/5153/12335/4669/9579 元/吨（环比-6%/-15%/-7%/-10%/0%/-2%/+1%/+1%）。2023Q3 以来，纯苯/动力煤/丙烯价格 6286/690/6323 元/吨（环比-8%/-17%/-5%），成本端进一步降低，看好公司盈利修复。

荆州基地项目进展顺利，今年开始投产提供新增量。公司荆州基地合成气综合利用项目主要产品包含 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺、15 万吨/年 DMF 等。预计该项目今年将顺利投产并实现达产，据公司公告，项目投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。园区气体动力平台项目主要建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

公司多个项目稳步推进中，未来空间可期。公司在荆州投资建设绿色新能源材料项目，总投资约 50 亿元建设年产 20 万吨 BDO、3 万吨 PBAT，16 万吨 NMP、10 万吨醋酐等；投资 10.31 亿元建设高端溶剂项目，包含年产 30 万吨碳酸二甲酯、30 万吨碳酸甲乙酯、副产 5 万吨碳酸二乙酯，预计年均可实现营收 45.45 亿元，利润 7.01 亿元；投资 30.78 亿元建设尼龙 66 高端新材料项目，包含年产 8 万吨尼龙 66、20 万吨己二酸（其中销售量 14.8 万吨）、副产 1.35 万吨二元酸，预计年均可实现营收 33.56 亿元，利润 5.34 亿元。在建项目投产后可为公司提供丰富业绩增量，空间可期。

风险提示：产品、原材料价格波动；项目投产不及预期；环保政策风险等。

投资建议：考虑公司目前盈利水平，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 45.20/58.57/76.87 亿元（原 2023/2024 年 73.66/91.57 亿元），对应 EPS 为 2.13/2.76/3.62 元，对应当前股价 PE 为 15.8/12.2/9.3X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,636	30,245	31,213	40,330	45,210
(+/-%)	103.1%	13.6%	3.2%	29.2%	12.1%
净利润(百万元)	7254	6289	4520	5857	7687
(+/-%)	303.4%	-13.3%	-28.1%	29.6%	31.2%
每股收益(元)	3.43	2.96	2.13	2.76	3.62
EBIT Margin	32.3%	25.2%	18.0%	17.5%	20.3%
净资产收益率(ROE)	32.6%	23.4%	15.0%	17.1%	19.4%
市盈率(PE)	9.8	11.3	15.8	12.2	9.3
EV/EBITDA	7.7	8.4	10.6	8.8	7.1
市净率(PB)	3.19	2.65	2.37	2.09	1.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：余双雨

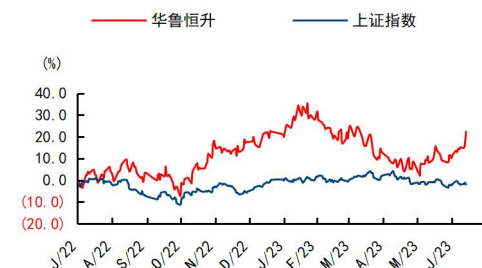
021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	33.60 元
总市值/流通市值	71344/70959 百万元
52 周最高价/最低价	38.55/25.77 元
近 3 个月日均成交额	382.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

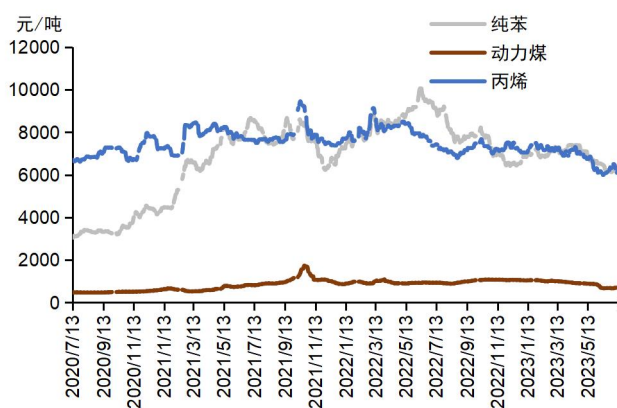
相关研究报告

- 《华鲁恒升（600426.SH）-2022Q3 业绩承压，煤化工龙头长期成长》——2022-10-28
- 《华鲁恒升（600426.SH）-上半年业绩同比增长，长期布局助力龙头成长》——2022-08-31
- 《华鲁恒升（600426.SH）-新能源+新材料双轮驱动，龙头加快发展步伐》——2022-05-02
- 《华鲁恒升（600426.SH）-2021 年业绩同比高增，新能源新材料项目顺利推进》——2022-03-30
- 《煤化工龙头业绩同比高增，加大“新能源+新材料”布局》——2022-03-01

公司发布 2023 年半年度业绩预减公告。公司预计 2023 年上半年实现归母净利润 16.50 至 17.50 亿元（同比-63.4%至-61.2%）；其中，2023Q2 归母净利润为 8.68 至 9.68 亿元（同比-58.3%至-53.5%，环比+11.1%至+22.9%）。2023 年上半年，受下游需求偏弱、产能过剩、同质竞争加剧等因素影响，公司部分产品价格同比下降幅度较大。为此，公司强化市场运营，加强生产管控和系统优化，消化了部分减利因素，经营业绩同比降低，但环比有所改善。

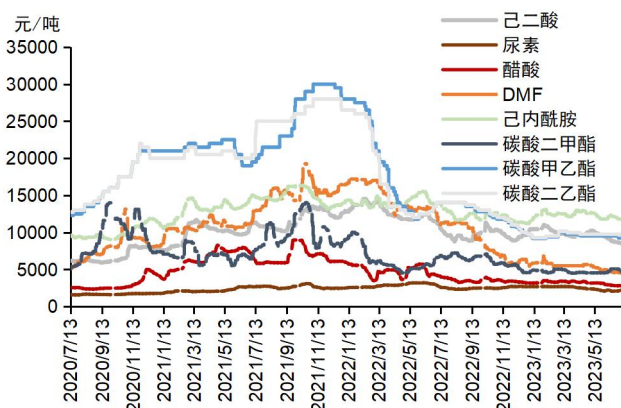
成本端价格下跌助主营产品价差提升，2023Q2 以来盈利增强。据百川盈孚，2023Q2，公司主要成本端的纯苯/动力煤/丙烯价格分别为 6839/835/6630 元/吨（环比-3%/-18%/-8%），产品端的己二酸/尿素/醋酸/DMF/己内酰胺/碳酸二甲酯/碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯价格分别为 9506/2288/3106/5153/12335/4669/9579/9776 元/吨（环比-6%/-15%/-7%/-10%/0%/-2%/+1%/+1%）。2023Q3 以来，纯苯/动力煤/丙烯价格 6286/690/6323 元/吨（环比-8%/-17%/-5%），成本端进一步降低。

图1：华鲁恒升原料端市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图2：华鲁恒升产品端市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

荆州基地项目进展顺利，今年开始投产提供新增量。公司荆州基地合成气综合利用项目主要产品包含 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺、15 万吨/年 DMF 等。预计该项目今年将顺利投产并实现达产，据公司公告，项目投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。园区气体动力平台项目主要建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

公司多个项目稳步推进中，未来空间可期。公司在荆州江陵新能源新材料产业基地投资建设绿色新能源材料项目，总投资约 50 亿元建设 20 万吨/BD0、3 万吨/年 PBAT，16 万吨/年 NMP、10 万吨/年醋酐等；投资 10.31 亿元建设高端溶剂项目，包含 30 万吨/年碳酸二甲酯、30 万吨/年碳酸甲乙酯、副产 5 万吨/年碳酸二乙酯，预计年均可实现营业收入 45.45 亿元，利润 7.01 亿元；投资 30.78 亿元建设尼龙 66 高端新材料项目，包含 8 万吨/年尼龙 66、20 万吨/年己二酸（其中销售量 14.8 万吨）、副产 1.35 万吨/年二元酸产品，预计年均可实现营业收入 33.56 亿元，利润 5.34 亿元。多项目投产后可为公司提供丰富业绩增量，空间可期。

投资建议：考虑公司目前盈利水平，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 45.20/58.57/76.87 亿元（原 2023/2024 年 73.66/91.57 亿元），对应 EPS 为

2.13/2.76/3.62 元，对应当前股价 PE 为 15.8/12.2/9.3X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1884	1849	6208	10033	16799	营业收入	26636	30245	31213	40330	45210
应收款项	77	39	40	52	59	营业成本	17182	21491	24440	31256	33908
存货净额	1039	1173	1347	1740	1894	营业税金及附加	135	217	218	282	316
其他流动资产	4387	4114	4246	6655	7460	销售费用	63	52	92	170	203
流动资产合计	8391	8581	13248	19886	27618	管理费用	276	262	347	577	676
固定资产	17320	20617	19373	17956	16087	研发费用	368	611	505	1004	927
无形资产及其他	1497	1737	1668	1598	1529	财务费用	96	59	165	153	139
投资性房地产	1445	4070	4070	4070	4070	投资收益	30	38	(45)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	40	28	(25)	0	0
资产总计	28653	35005	38359	43509	49304	其他收入	(443)	(628)	(565)	(1004)	(927)
短期借款及交易性金融负债	670	473	0	0	0	营业利润	8509	7604	5316	6889	9041
应付款项	2192	1624	1865	2409	2623	营业外净收支	18	(193)	0	0	0
其他流动负债	1357	1474	1695	2204	2405	利润总额	8527	7411	5316	6889	9041
流动负债合计	4219	3571	3561	4612	5028	所得税费用	1273	1123	797	1033	1356
长期借款及应付债券	1705	3257	3457	3457	3457	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	23	258	258	258	258	归属于母公司净利润	7254	6289	4520	5857	7687
长期负债合计	1729	3514	3714	3714	3714	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5948	7085	7275	8326	8742	净利润	7254	6289	4520	5857	7687
少数股东权益	450	998	997	996	994	资产减值准备	29	(41)	(0)	0	0
股东权益	22256	26923	30087	34187	39568	折旧摊销	1407	1764	1789	1987	2038
负债和股东权益总计	28653	35005	38359	43509	49304	公允价值变动损失	(40)	(28)	25	0	0
						财务费用	96	59	165	153	139
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3315)	(2697)	155	(1761)	(551)
每股收益	3.43	2.96	2.13	2.76	3.62	其它	(29)	40	(0)	(1)	(2)
每股红利	0.29	0.86	0.64	0.83	1.09	经营活动现金流	5307	5326	6488	6082	9173
每股净资产	10.54	12.68	14.17	16.10	18.63	资本开支	0	(5028)	(500)	(500)	(100)
ROIC	37%	26%	18%	25%	32%	其它投资现金流	(1)	(401)	0	0	0
ROE	33%	23%	15%	17%	19%	投资活动现金流	(1)	(5429)	(500)	(500)	(100)
毛利率	35%	29%	22%	22%	25%	权益性融资	(3)	754	0	0	0
EBIT Margin	32%	25%	18%	17%	20%	负债净变化	530	1551	200	0	0
EBITDA Margin	38%	31%	24%	22%	25%	支付股利、利息	(613)	(1818)	(1356)	(1757)	(2306)
收入增长	103%	14%	3%	29%	12%	其它融资现金流	(4320)	(152)	(473)	0	0
净利润增长率	303%	-13%	-28%	30%	31%	融资活动现金流	(4488)	68	(1629)	(1757)	(2306)
资产负债率	22%	23%	22%	21%	20%	现金净变动	817	(35)	4359	3825	6767
息率	0.9%	2.5%	1.9%	2.5%	3.2%	货币资金的期初余额	1066	1884	1849	6208	10033
P/E	9.8	11.3	15.8	12.2	9.3	货币资金的期末余额	1884	1849	6208	10033	16799
P/B	3.2	2.6	2.4	2.1	1.8	企业自由现金流	0	497	6214	5711	9190
EV/EBITDA	7.7	8.4	10.6	8.8	7.1	权益自由现金流	0	1896	5801	5581	9072

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032