

华鲁恒升（600426）：业绩短期承压，双基地布局助力中长期成长

2023年9月5日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

公司报告

华鲁恒升发布 2023 年半年报：2023 年 1~6 月公司实现营业收入为 123.59 亿元，YoY-25.25%，实现归母净利润为 17.10 亿元，YoY-62.09%。

从收入端看，产品跌价导致营收下滑。2023 年上半年，受市场需求、原料成本下降等因素影响，公司主要产品尿素、己内酰胺、己二酸、DMF、醋酸等价格同比降低，导致整体营收水平下降。2023 年上半年，公司化学肥料收入同比下滑 6.16%至 26.05 亿元，新能源新材料相关产品收入同比下滑 11.67%至 70.10 亿元。

从利润端看，毛利率大幅下滑，盈利承压。受到主要产品价格同比下降幅度较大影响，公司虽强化市场运营、加强生产管控和系统优化，抵消了部分减利因素，但盈利仍出现较大比例下滑。2023 年上半年公司综合毛利率同比大幅下滑 14.79 个百分点至 20.86%。

公司依托洁净煤气化技术，充分发挥“一头多线”的循环经济柔性多联产经营模式，多产品链协同生产，持续提高资源综合利用能力，并依托固有优势，持续推进产业链的延伸拓展和产品的迭代升级，开辟新的盈利增长点。

荆州一期项目投产在望，“双基地”布局助力公司中长期成长。目前公司进入了新一轮成长周期，公司按照“本地高端化，异地谋新篇”战略定位，公司一方面在德州基地不断实施新项目建设、老项目技改升级，并储备了新能源、可降解塑料等后续项目，延伸产业链条；另一方面，公司抓住良机布局荆州第二基地，全力推进荆州基地一期项目建设，新基地的项目建设对公司中长期发展具有重要意义，打开了公司成长空间。目前，荆州基地一期项目主体安装基本完成，水电汽等公用工程管线相继投用，部分工序进入试车、调试阶段。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。基于公司 2023 年半年报，我们相应调整公司 2023~2025 年盈利预测。我们预测公司 2023~2025 年净利润分别为 43.28、58.03 和 70.80 亿元，对应 EPS 分别为 2.04、2.73 和 3.33 元，当前股价对应 P/E 值分别为 17、12 和 10 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

公司简介：

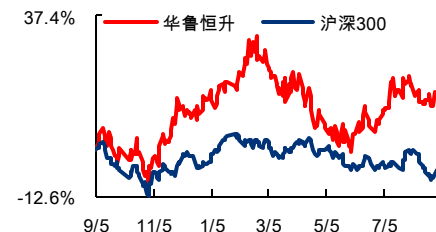
华鲁恒升是多业联产的现代化化工企业，主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间品等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局，推动传统产能改造升级，积极发展合成气下游深加工项目，与石油化工下游产业链融合，打造高端新材料板块。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	38.16-26.18
总市值（亿元）	724.05
流通市值（亿元）	720.15
总股本/流通 A 股（万股）	212,332/212,332
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.87

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,636	30,245	28,782	34,053	40,625
增长率(%)	103.10%	13.55%	-4.84%	18.31%	19.30%
归母净利润(百万元)	7,254	6,289	4,328	5,803	7,080
增长率(%)	303.37%	-13.30%	-31.18%	34.07%	22.00%
净资产收益率(%)	32.59%	23.36%	14.65%	16.97%	17.83%
每股收益(元)	3.42	2.96	2.04	2.73	3.33
PE	10	12	17	12	10
PB	3.25	2.69	2.45	2.12	1.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	8391	8581	12444	19683	27509	营业收入	26636	30245	28782	34053	40625
货币资金	1884	1849	5707	12728	20713	营业成本	17182	21491	22417	25877	30838
应收账款	76	39	37	44	52	营业税金及附加	135	217	207	245	292
其他应收款	0	0	-78	-186	-222	营业费用	63	52	49	58	69
预付款项	595	805	840	969	986	管理费用	276	262	249	295	351
存货	1039	1173	1224	1413	1264	财务费用	96	59	61	-65	-202
其他流动资产	4797	4715	4715	4715	4715	资产减值损失	39	27	0	2	-1
非流动资产合计	20262	26424	25549	24573	23509	公允价值变动收益	1	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	30	38	38	38	38
固定资产	17320	20617	19788	18856	17834	营业利润	8509	7604	5291	7028	8531
无形资产	1497	1737	1698	1659	1620	营业外收入	19	28	28	28	28
其他非流动资产	1445	4070	4063	4058	4055	营业外支出	1	221	221	221	221
资产总计	28653	35005	37993	44256	51018	利润总额	8527	7411	5098	6835	8338
流动负债合计	4219	3571	3381	4464	5168	所得税	1273	1123	773	1036	1264
短期借款	10	0	0	0	0	净利润	7254	6288	4326	5799	7075
应付账款	2192	1624	1694	2310	2753	少数股东损益	0	-2	-3	-4	-5
预收款项	0	0	0	187	223	归属母公司净利润	7254	6289	4328	5803	7080
一年内到期的非流动负债	660	473	0	0	0	EBITDA	10040	9245	7037	8750	10206
非流动负债合计	1729	3514	3514	3514	3514	EPS (元)	3.42	2.96	2.04	2.73	3.33
长期借款	1705	3257	3257	3257	3257	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	5948	7085	6895	7978	8683	成长能力					
少数股东权益	450	998	1545	2091	2636	营业收入增长	103%	14%	-5%	18%	19%
实收资本(或股本)	2112	2123	2123	2123	2123	营业利润增长	300%	-11%	-30%	33%	21%
资本公积	2066	2318	2318	2318	2318	归属于母公司净利润增长	303%	-13%	-31%	34%	22%
未分配利润	17040	21642	23839	27893	32698	获利能力					
归属母公司股东权益合计	22256	26923	29553	34187	39699	毛利率(%)	35%	29%	22%	24%	24%
负债和所有者权益	28653	35005	37993	44256	51018	净利率(%)	27%	21%	15%	17%	17%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	25%	18%	11%	13%	14%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	33%	23%	15%	17%	18%
经营活动现金流	4906	6999	6541	8575	9800	偿债能力					
净利润	7254	6289	4328	5803	7080	资产负债率(%)	21%	20%	18%	18%	17%
折旧摊销	1417	1774	1875	1976	2064	流动比率	1.99	3.93	5.34	6.19	0.00
财务费用	96	59	61	-65	-202	速动比率	1.74	3.63	5.05	5.93	0.00
应收账款减少	-53	38	2	-7	-8	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	187	36	总资产周转率	1.08	0.95	0.79	0.83	0.85
投资活动现金流	-3629	-7292	-1000	-1000	-1000	应收账款周转率	536.30	525.96	762.36	847.31	850.53
公允价值变动收益	1	1	1	1	1	应付账款周转率	14.59	15.85	17.35	17.01	16.05
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	30	38	38	38	38	每股收益(最新摊薄)	3.42	2.96	2.04	2.73	3.33
筹资活动现金流	-556	276	-1683	-554	-815	每股净现金流(最新摊薄)	0.34	-0.01	1.82	3.31	3.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.48	12.68	13.92	16.10	18.70
长期借款增加	530	1551	0	0	0	估值比率					
普通股增加	485	11	0	0	0	P/E	9.98	11.51	16.73	12.48	10.23
资本公积增加	-14	252	0	0	0	P/B	3.25	2.69	2.45	2.12	1.82
现金净增加额	717	-13	3858	7021	7985	EV/EBITDA	7.22	8.04	9.94	7.19	5.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉, 包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018 年水晶球公募榜入围, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526