

# 华鲁恒升 (600426.SH)

## 公司快报

### 景气低点短期业绩承压，新项目助力中长期成长

基础化工 | 氮肥III

投资评级

**增持-B(首次)**

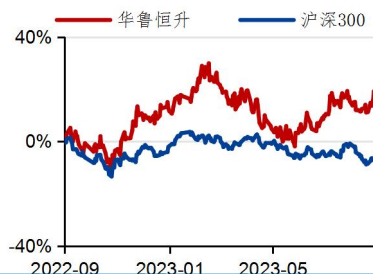
股价(2023-09-06)

33.62 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	71,386.02
流通市值(百万元)	71,001.41
总股本(百万股)	2,123.32
流通股本(百万股)	2,111.88
12个月价格区间	36.90/27.27

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.07	11.85	23.85
绝对收益	1.88	11.95	17.92

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号: S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.com

021-2037709900

#### 相关报告

#### 投资要点

◆ **事件:** 华鲁恒升发布半年报, 整体处于前期业绩预告中值附近。2023 年上半年实现收入 123.59 亿元, 同比下降 25.25%; 归母净利润 17.10 亿元, 同比下降 62.09%; 扣非归母净利润 16.92 亿元, 同比下降 62.20%。其中 Q2 单季实现收入 63.06 亿元, 同比下降 25.10% 环比增长 4.18%; 归母净利润 9.28 亿元, 同比下降 55.40% 环比增长 18.67%; 扣非归母净利润 9.17 亿元, 同比下降 55.62% 环比增长 18.17%。

◆ **产品价格下行, 短期业绩承压。**2023 年上半年化工行业景气下行, 市场呈现下游消费需求不足、产能过剩严重、同质竞争加剧、上游原料高位盘整等状况, 公司部分产品价格同比下降幅度较大出现产品价格倒挂等状况, 严重压缩企业效益空间。公司虽强化市场运营, 加强生产管控和系统优化, 消化了部分减利因素, 但经营业绩同比仍出现较大比例降低, 环比有所改善。分产品看, 2023H1 新材料产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品收入分别为 70.1、13.3、26.1、8.3 亿元, 同比变化-11.7%、-64.3%、-6.2%、-33.5%; 销量分别为 96.2、24.6、150.9、30.4 万吨, 同比变动 7.2%、-4.3%、12.7%、6.0%; 销售均价 7289、5394、1727、2728 元/吨, 同比变动-17.6%、-62.7%、-16.8%、-37.3%。2023Q2 单季度, 新材料产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品收入分别为 38.0、6.4、11.7、4.2 亿元, 同比变化-8.7%、-61.9%、-26.1%、-34.7%, 环比变化 18.4%、-8.2%、-18.2%、2.4%; 销量分别为 52.6、12.6、76.5、15.4 万吨, 同比变动 9.1%、-2.0%、7.6%、-0.3%, 环比变化 20.6%、4.0%、3.0%、2.5%; 销售均价 7229、5064、1531、2727 元/吨, 同比变动-16.4%、-61.1%、-31.4%、-34.5%, 环比变动-1.8%、-11.7%、-20.6%、-0.1%。2023H1 公司毛利率 20.86% 同比下滑 14.8pct, 净利率 13.82% 同比下滑 13.5pct, 期间费率(销售、管理、研发、财务)4.08% 同比提高 1.1pct; 2023Q2 单季度, 毛利率 21.51% 同比下滑 10.9pct 环比提升 1.3pct, 净利率 14.71% 同比下滑 10.0pct 环比提升 1.8pct, 期间费率 3.84% 同比提升 1.1pct 环比下降 0.5pct。随着国家一系列稳增长刺激经济政策发力, 需求有望复苏, 带动公司产品回暖。

◆ **产品线不断扩容, 新项目投产在即, 助推中长期成长。**华鲁恒升依托洁净煤气化技术, 提高资源综合利用能力, 打造了柔性多联产运营模式, 包括新能源新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品等板块。公司项目建设稳步推进, 高端溶剂、尼龙 66 高端新材料、等容量替代建设锅炉等项目如期推进; 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。截止 2023 年 6 月末, 公司在建工程 118.3 亿元, 较 2022 年末和 2023Q1 末的 50、75 亿元大幅提升 68、43 亿元。工程进度方面, 截止 2023 年 6 月底, 德州高端溶剂项目 84%、荆州合成气综合利用项目 82%、荆州年产 20 万吨 BDO-16 万吨 NMP-3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目 8.6%、密胺树脂单体材料项目 16.8%、蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目 1.2%。随着重大项目的陆续建设投产, 产能扩张伴随着产品线扩容, 进一步强化公司多产品综合利用优势, 打开成长空间。



◆ **投资建议：**华鲁恒升为煤化工行业龙头公司，布局形成了化肥、有机胺、醋酸衍生物、新材料等业务，基于自身产业链协同随下游市场变化持续拓展产品线，充分发挥一头多线柔性联产和低成本优势，管理效率突出，行业景气低点展现经营韧性，随经济复苏周期回暖带来业绩弹性，荆州基地等项目陆续迎来投产收获期，助力中长期成长。预测公司 2023-2025 年收入分别为 293.09 /352.77 /396.68 亿元，同比增长 -3.1% /20.4% /12.4% ，归母净利润分别为 43.84 / 60.61 /72.06 亿元，同比增长 -30.3% /38.3% /18.9% ，对应 PE 分别为 16.3x /11.8x /9.9x；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**需求复苏不及预期；项目建设和产能释放不及预期；原材料大幅波动；诉讼纠纷风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,636	30,245	29,309	35,277	39,668
YoY(%)	103.1	13.6	-3.1	20.4	12.4
净利润(百万元)	7,254	6,289	4,384	6,061	7,206
YoY(%)	303.4	-13.3	-30.3	38.3	18.9
毛利率(%)	35.5	28.9	22.0	24.3	25.2
EPS(摊薄/元)	3.42	2.96	2.06	2.85	3.39
ROE(%)	31.9	22.5	14.3	17.1	17.4
P/E(倍)	9.8	11.4	16.3	11.8	9.9
P/B(倍)	3.2	2.7	2.4	2.1	1.8
净利率(%)	27.2	20.8	15.0	17.2	18.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**化肥:**荆州基地 2023 年新增 100 万吨尿素产能,价格方面维持较高位震荡计 2023-2025 年收入增速分别为 5.6%、9.6%、5.5%, 毛利率分别为 40.5%、37.1%、37.1%。

**有机胺:**荆州基地 2023 年新增 15 万吨 DMF 和混甲胺产能,价格回落盈利下行。预计 2023-2025 年收入增速分别为-48.6%、27.3%、8.1%, 毛利率分别为 30.9%、35.7%、37.2%。

**醋酸及衍生品:**荆州基地 2023 年新增 100 万吨醋酸产能,价格回落盈利压缩。预计 2023-2025 年收入增速分别为 24.8%、62.3%、20.0%, 毛利率分别为 11.7%、19.4%、21.9%。

**新材料:**德州高端溶剂项目新增产能 30 万吨碳酸甲乙酯、5 万吨碳酸二乙酯预计 23 年底-24 年投产,尼龙 66 高端新材料项目新增产能尼龙 66 产品 8 万吨、己二酸产品 20 万吨(外销 14.8 万吨)预计 24 年投产,荆州一体化项目新增 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP、3 万吨 PBAT 预计 24 年投产,预计 2023-2025 年收入增速分别为 6.8%、17.7%、15.0%, 毛利率分别为 16.1%、19.9%、21.1%。

表 1: 公司业务分拆和预测

华鲁恒升	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>					
收入(百万元)	26636	30245	29309	35277	39668
YoY (%)	103.1%	13.6%	-3.1%	20.4%	12.4%
毛利(百万元)	9453	8754	6436	8579	10008
毛利率 (%)	35.5%	28.9%	22.0%	24.3%	25.2%
<b>肥料</b>					
收入(百万元)	4141	5518	5828	6388	6738
YoY (%)	23.6%	33.3%	5.6%	9.6%	5.5%
毛利(百万元)	1195	2172	2363	2373	2503
毛利率 (%)	28.9%	39.4%	40.5%	37.1%	37.1%
<b>有机胺</b>					
收入(百万元)	5918	5995	3080	3920	4238
YoY (%)	142.4%	1.3%	-48.6%	27.3%	8.1%
毛利(百万元)	3180	3417	952	1400	1575
毛利率 (%)	53.7%	57.0%	30.9%	35.7%	37.2%
<b>醋酸及衍生品</b>					
收入(百万元)	3463	2106	2628	4266	5120
YoY (%)	143.1%	-39.2%	24.8%	62.3%	20.0%
毛利(百万元)	1855	652	307	826	1120
毛利率 (%)	53.6%	31.0%	11.7%	19.4%	21.9%
<b>新材料产品</b>					
收入(百万元)	11556	14653	15649	18415	21169
YoY (%)		26.8%	6.8%	17.7%	15.0%
毛利(百万元)	2953	2243	2520	3659	4472
毛利率 (%)	25.6%	15.3%	16.1%	19.9%	21.1%
<b>其他</b>					
收入(百万元)	1559	1972	2124	2290	2404
YoY (%)		26.5%	7.7%	7.8%	5.0%

华鲁恒升	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利 (百万元)	270	270	295	322	339
毛利率 (%)	17.4%	13.7%	13.9%	14.1%	14.1%

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、估值对比

我们选择化工龙头公司万华化学、宝丰能源、扬农化工作为可比公司，2023-2025 平均 PE 分别为 15.3x/12.0x/9.6x，华鲁恒升对应 PE 分别为 16.3x /11.8x /9.9x。华鲁恒升不断巩固柔性联产低成本优势和管理效率，行业景气低点展现经营韧性，随经济复苏周期回暖带来业绩弹性，荆州基地等项目陆续迎来收获期，助力中长期成长。

表 2: 可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600309.SH	万华化学	96.53	3,031	6.30	7.81	9.11	15.3	12.4	10.6	
600989.SH	宝丰能源	14.26	1,046	0.92	1.33	2.05	15.4	10.7	7.0	
600486.SH	扬农化工	65.46	266	4.35	5.03	5.88	15.1	13.0	11.1	
化工龙头公司平均值								15.3	12.0	9.6
600426.SH	华鲁恒升	33.62	714	2.06	2.85	3.39	16.3	11.8	9.9	

资料来源: 数据截止日期 2023 年 9 月 6 日, wind (可比公司采用 wind 一致预期), 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8391	8581	8557	10313	11117	<b>营业收入</b>	26636	30245	29309	35277	39668
现金	1884	1849	2211	2917	3798	营业成本	17182	21491	22873	26698	29659
应收票据及应收账款	76	39	73	61	89	营业税金及附加	135	217	193	233	252
预付账款	595	805	552	1081	755	营业费用	63	52	88	71	79
存货	1039	1173	1005	1537	1758	管理费用	276	262	293	353	397
其他流动资产	4797	4716	4716	4716	4716	研发费用	368	611	579	665	720
<b>非流动资产</b>	20262	26424	29724	32687	37985	财务费用	96	59	86	62	-1
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-42	-24	-25	-35	-42
固定资产	16081	15591	16808	19484	21768	公允价值变动收益	1	1	2	-1	1
无形资产	1497	1737	1943	2158	2344	投资净收益	30	38	39	39	36
其他非流动资产	2685	9096	10972	11046	13873	<b>营业利润</b>	8509	7604	5212	7198	8555
<b>资产总计</b>	28653	35005	38281	43000	49102	营业外收入	19	28	15	18	20
<b>流动负债</b>	4219	3571	4518	4864	5440	营业外支出	1	221	60	74	89
短期借款	10	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	8527	7411	5167	7141	8486
应付票据及应付账款	2192	1624	2438	2303	2963	所得税	1273	1123	784	1081	1281
其他流动负债	2017	1946	2080	2561	2477	<b>税后利润</b>	7254	6288	4383	6061	7205
<b>非流动负债</b>	1729	3514	3158	2665	2293	少数股东损益	-0	-2	-0	-1	-1
长期借款	1705	3257	2900	2407	2035	<b>归属母公司净利润</b>	7254	6289	4384	6061	7206
其他非流动负债	23	258	258	258	258	EBITDA	10001	9344	6735	8999	10702
<b>负债合计</b>	5948	7085	7675	7529	7733						
少数股东权益	450	998	997	997	996	<b>主要财务比率</b>					
股本	2112	2123	2123	2123	2123	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2066	2318	2318	2318	2318	<b>成长能力</b>					
留存收益	18096	22704	25984	30491	35874	营业收入(%)	103.1	13.6	-3.1	20.4	12.4
归属母公司股东权益	22256	26923	29608	34475	40373	营业利润(%)	300.0	-10.6	-31.4	38.1	18.9
<b>负债和股东权益</b>	28653	35005	38281	43000	49102	归属于母公司净利润(%)	303.4	-13.3	-30.3	38.3	18.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	35.5	28.9	22.0	24.3	25.2
						净利率(%)	27.2	20.8	15.0	17.2	18.2
						ROE(%)	31.9	22.5	14.3	17.1	17.4
						ROIC(%)	29.6	20.9	13.3	16.1	16.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	20.8	20.2	20.1	17.5	15.7
						流动比率	2.0	2.4	1.9	2.1	2.0
						速动比率	0.7	0.9	0.8	0.9	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	536.3	525.9	525.9	525.9	525.9
						应付账款周转率	9.4	11.3	11.3	11.3	11.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	9.8	11.4	16.3	11.8	9.9
						P/B	3.2	2.7	2.4	2.1	1.8
						EV/EBITDA	7.1	7.8	10.8	7.9	6.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)