

华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩持续改善，新基地即将贡献业绩

业绩简评

2023年10月27日公司披露三季报,前三季度实现营业收入193.46亿元,同比下降15.92%,归母净利润29.27亿元,同比下降47.11%,单三季度实现营收69.87亿元,同比增长7.91%;实现归母净利润12.18亿元,同比增长18.84%。

经营分析

进一步降本优化,新项目逐步投产,带动业绩实现环比增长。自去年下半年以来,多数大宗煤化工产品价格快速回调,但原材料煤炭价格调整相对有限,导致产品价差快速收窄,行业进入低迷运行状态。三季度,煤炭价格实现了小幅下行后提升,但周均价环比二季度下降约1.24%,同比下降约2.15%(5500K煤炭价格指数),小幅环节了煤化工产品的成本压力,但整体煤化工产品的价差依然相对承压。而公司三季度一方面继续实施降本举措,通过工艺优化等措施进一步降低成本,另一方面公司新产能逐步提升负荷实现新能源新材料板块销售稳步提升,单三季度新能源新材料销量环比增长约21%,以量补价,是带动收入增长的主要板块。三季度传统煤化工产品中,尿素、醋酸运行有所改善。三季度国内尿素、醋酸行业阶段性的盈利回升,但其他产品依然有明显承压。尿素受益于库存低位和出口提升等因素影响,行业情绪明显好转,带动产品盈利获得回归;醋酸产品的行业协同性较强,短期的新增产能释放前供给未有增量,需求逐步复苏带动产品盈利回升,三季度来看,尿素、醋酸价差环比提升约14%、25%。

四季度荆州基地逐步投产释放增量,二期项目相继提上日程。公司荆州一期项目稳步推进,预计将在4季度开始贡献业绩,而二期项目也已经开工,德州基地还在持续推进二元酸的技改扩建,未来两大基地新材料项目的规划和建设有望持续带动公司成长。

盈利预测、估值与评级

三季度原材料价格略有下行,但新增产能逐步进行放量,带动业绩环比提升,四季度公司新基地投产放量,叠加现有项目,有望获得盈利的进一步提升,预测公司2023-2025年归母净利润分别为47.02、67.48、76.25亿元,EPS分别为2.21、3.18、3.59元,对应PE分别为14、10、9倍,维持“买入”评级。

风险提示

原材料及产品价格大幅波动风险;项目建设进度不达预期,新产能投放带来的行业竞争风险。

基础化工组

分析师:杨翼荣(执业S1130520090002)

yangyiying@gjzq.com.cn

分析师:陈屹(执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价(人民币):31.13元

相关报告:

- 《华鲁恒升公司点评:行业依旧承压,新材料产销明显提升》,2023.8.31
- 《华鲁恒升公司点评:部分行业有所承压,成本压力有望减弱》,2023.4.26
- 《华鲁恒升:再次彰显核心竞争力,复苏成长双驱动》,2023.3.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,636	30,245	29,990	38,060	42,371
营业收入增长率	103.10%	13.55%	-0.84%	26.91%	11.33%
归母净利润(百万元)	7,254	6,289	4,702	6,748	7,625
归母净利润增长率	303.37%	-13.30%	-25.24%	43.51%	12.99%
摊薄每股收益(元)	3.435	2.962	2.214	3.178	3.591
每股经营性现金流净额	2.32	3.30	3.22	4.52	5.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.59%	23.36%	15.71%	19.29%	18.64%
P/E	9.11	11.19	14.06	9.80	8.67
P/B	2.97	2.61	2.21	1.89	1.62

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,115	26,636	30,245	29,990	38,060	42,371
增长率		103.1%	13.6%	-0.8%	26.9%	11.3%
主营业务成本	-10,312	-17,182	-21,491	-23,083	-28,160	-30,959
%销售收入	78.6%	64.5%	71.1%	77.0%	74.0%	73.1%
毛利	2,803	9,453	8,754	6,907	9,900	11,412
%销售收入	21.4%	35.5%	28.9%	23.0%	26.0%	26.9%
营业税金及附加	-99	-135	-217	-210	-266	-297
%销售收入	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-43	-63	-52	-60	-76	-85
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-177	-276	-262	-270	-343	-381
%销售收入	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	-284	-368	-611	-600	-761	-847
%销售收入	2.2%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	2,200	8,610	7,613	5,768	8,454	9,802
%销售收入	16.8%	32.3%	25.2%	19.2%	22.2%	23.1%
财务费用	-106	-96	-59	-107	-227	-297
%销售收入	0.8%	0.4%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-10	-42	-24	0	0	0
公允价值变动收益	-9	1	1	0	0	0
投资收益	47	30	38	30	30	30
%税前利润	2.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	2,127	8,509	7,604	5,691	8,256	9,535
营业利润率	16.2%	31.9%	25.1%	19.0%	21.7%	22.5%
营业外收支	-4	18	-193	0	0	0
税前利润	2,123	8,527	7,411	5,691	8,256	9,535
利润率	16.2%	32.0%	24.5%	19.0%	21.7%	22.5%
所得税	-325	-1,273	-1,123	-854	-1,238	-1,430
所得税率	15.3%	14.9%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,798	7,254	6,288	4,837	7,018	8,105
少数股东损益	0	0	-2	135	270	480
归属于母公司的净利润	1,798	7,254	6,289	4,702	6,748	7,625
净利率	13.7%	27.2%	20.8%	15.7%	17.7%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,798	7,254	6,288	4,837	7,018	8,105
少数股东损益	0	0	-2	135	270	480
非现金支出	1,318	1,468	1,808	2,288	3,142	3,803
非经营收益	86	63	34	81	42	33
营运资金变动	-208	-3,879	-1,130	-376	-594	-356
经营活动现金净流	2,995	4,906	6,999	6,831	9,608	11,585
资本开支	-2,595	-3,660	-6,931	-2,962	-8,697	-8,215
投资	280	0	-400	0	0	0
其他	50	31	38	30	30	30
投资活动现金净流	-2,266	-3,629	-7,292	-2,932	-8,667	-8,185
股权募资	180	270	754	0	0	0
债权募资	2	-57	1,350	-955	74	-612
其他	-553	-769	-1,828	-1,784	-1,770	-1,761
筹资活动现金净流	-371	-556	276	-2,739	-1,696	-2,373
现金净流量	352	717	-13	1,161	-756	1,026

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,066	1,884	1,849	3,005	2,246	3,271
应收款项	462	3,862	2,961	3,356	4,260	4,742
存货	273	1,039	1,173	1,138	1,389	1,527
其他流动资产	1,465	1,606	2,598	2,124	2,268	2,383
流动资产	3,267	8,391	8,581	9,624	10,162	11,922
%总资产	15.9%	29.3%	24.5%	26.2%	23.8%	24.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	14,721	17,320	20,617	25,102	30,484	34,707
%总资产	71.6%	60.4%	58.9%	68.4%	71.2%	70.9%
无形资产	1,282	1,530	1,760	1,940	2,113	2,304
非流动资产	17,282	20,262	26,424	27,071	32,626	37,038
%总资产	84.1%	70.7%	75.5%	73.8%	76.2%	75.6%
资产总计	20,549	28,653	35,005	36,695	42,788	48,960
短期借款	1,248	670	473	412	486	472
应付款项	1,663	2,238	1,885	1,812	2,211	2,431
其他流动负债	803	1,311	1,212	1,014	1,318	1,477
流动负债	3,714	4,219	3,571	3,238	4,015	4,381
长期贷款	1,175	1,705	3,257	2,372	2,372	1,774
其他长期负债	12	23	258	26	23	21
负债	4,901	5,948	7,085	5,636	6,410	6,175
普通股股东权益	15,469	22,256	26,923	29,926	34,976	40,902
其中：股本	1,627	2,112	2,123	2,123	2,123	2,123
未分配利润	11,003	17,040	21,642	24,646	29,695	35,621
少数股东权益	180	450	998	1,133	1,403	1,883
负债股东权益合计	20,549	28,653	35,005	36,695	42,788	48,960

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.106	3.435	2.962	2.214	3.178	3.591
每股净资产	9.509	10.538	12.680	14.094	16.472	19.263
每股经营现金净流	1.841	2.323	3.296	3.217	4.525	5.456
每股股利	0.300	0.800	0.800	0.800	0.800	0.800
回报率						
净资产收益率	11.63%	32.59%	23.36%	15.71%	19.29%	18.64%
总资产收益率	8.75%	25.32%	17.97%	12.81%	15.77%	15.57%
投入资本收益率	10.31%	29.20%	20.40%	14.48%	18.31%	18.50%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.58%	103.10%	13.55%	-0.84%	26.91%	11.33%
EBIT 增长率	-26.63%	291.46%	-11.58%	-24.24%	46.57%	15.95%
净利润增长率	-26.69%	303.37%	-13.30%	-25.24%	43.51%	12.99%
总资产增长率	12.99%	39.44%	22.17%	4.83%	16.60%	14.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转天数	10.7	13.9	18.8	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	40.4	38.8	32.4	26.0	26.0	26.0
固定资产周转天数	313.1	220.4	188.2	283.9	246.5	244.9
偿债能力						
净负债/股东权益	2.25%	-2.26%	1.70%	-5.24%	-2.19%	-5.68%
EBIT 利息保障倍数	20.7	89.7	129.4	53.8	37.2	33.0
资产负债率	23.85%	20.76%	20.24%	15.36%	14.98%	12.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-25	买入	30.95	N/A
2	2022-03-29	买入	32.34	N/A
3	2022-04-30	买入	30.20	N/A
4	2022-08-31	买入	29.40	N/A
5	2022-10-28	买入	27.34	N/A
6	2023-03-30	买入	33.64	N/A
7	2023-04-26	买入	31.20	N/A
8	2023-08-31	买入	32.73	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806