

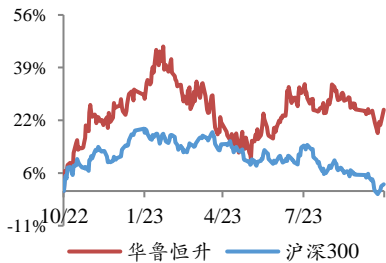
Q3 业绩环比改善，荆州项目有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-30

收盘价（元）	32.07
近12个月最高/最低（元）	37.17/25.50
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）	681
流通市值（亿元）	677

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10月27日晚，华鲁恒升发布2023年三季报：2023年前三季度实现营收193.46亿元，同比下降15.92%；实现归母净利润29.27亿元，同比下降47.11%；2023Q3实现营收69.87亿元，同比增长7.91%，环比改善10.8%；实现归母净利润12.18亿元，同比增长18.84%，环比改善31.2%。

● 主营产品价差改善，新能源材料产销量大幅提升，公司盈利毛利率环比改善

2023Q3，原材料煤炭价格回落，主营产品价格有所上涨，价差改善。根据百川数据，2023Q3动力煤(Q:5000)市场均价771.63元/吨，环比变化-5.99%，DMF/醋酸/尿素/己二酸/辛醇价格分别为5420.13/3653.16/2404.19/9452.53/11312.30元/吨，环比变化+5.18%/+17.62%/+5.08%/-0.56%/+20.37%，2023Q3毛利率24.33%，环比改善2.82pct。产品产销量方面，2023Q3新能源材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品生产量分别为107.41/85.19/12.17/14.950万吨，环比分别为+10.47%/+0.61%/-1.78%/-2.92%；新能源材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品销售量分别为63.79/76.44/13.38/14.87万吨，环比分别为+21.32%/-0.13%/+6.53%/-3.44%，新能源材料产销量环比大幅改善主要为公司高端溶剂项目上半年的陆续投产。

● 新项目投产持续推进，加速布局新材料打开未来发展空间

公司煤气化平台后端多线布局，向价值链高端发展，成本控制水平高于行业平均水准。荆州基计划总投资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，目前气体动力平台及合成气综合利用项目一次投料成功，预计2023.11陆续进入正常运行状态。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45.96、62.59、72.64亿元，同比增速为-26.9%、36.2%、16.1%，2023-2025年业绩较前值分别变化-23.24%、-19.84%、-15.08%，对应PE分别为15、11、9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	29998	37488	41965
收入同比 (%)	13.1%	-0.8%	25.0%	11.9%
归属母公司净利润	6289	4596	6259	7264
净利润同比 (%)	-13.5%	-26.9%	36.2%	16.1%
毛利率 (%)	28.9%	21.6%	22.9%	23.4%
ROE (%)	23.4%	15.4%	17.3%	16.8%
每股收益 (元)	2.97	2.16	2.95	3.42
P/E	11.18	14.82	10.88	9.37
P/B	2.61	2.28	1.89	1.57
EV/EBITDA	7.67	9.25	7.10	5.74

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	11956	17070	24522	
现金	1849	5137	7680	14823	
应收账款	39	77	66	95	
其他应收款	0	0	1	0	
预付账款	805	788	1011	1122	
存货	1173	863	1745	1184	
其他流动资产	4715	5091	6569	7298	
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	40665	48205	57948	
流动负债	3571	5282	5258	6560	
短期借款	0	56	122	184	
应付账款	1624	2989	2572	3574	
其他流动负债	1946	2238	2564	2803	
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	9845	11124	13602	
少数股东权益	998	997	996	994	
股本	2123	2123	2123	2123	
资本公积	2318	2318	2318	2318	
留存收益	22482	25382	31644	38911	
归属母公司股东权益	26923	29824	36085	43352	
负债和股东权益	35005	40665	48205	57948	

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	8359	6115	10785	
净利润	6288	4596	6258	7263	
折旧摊销	1784	1944	2121	2276	
财务费用	90	0	0	0	
投资损失	-38	-48	-53	-61	
营运资金变动	-1130	1771	-2361	1183	
其他经营现金流	7425	2920	8769	6204	
投资活动现金流	-7292	-4479	-4945	-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	58	63	71	
筹资活动现金流	276	-594	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	-1691	7	7	
现金净增加额	-13	3289	2543	7143	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	30245	29998	37488	41965	
营业成本	21491	23522	28893	32144	
营业税金及附加	217	196	244	278	
销售费用	52	66	77	86	
管理费用	262	301	360	402	
财务费用	59	-74	-205	-307	
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	48	53	61	
营业利润	7604	5500	7509	8668	
营业外收入	28	23	26	24	
营业外支出	221	111	166	138	
利润总额	7411	5412	7369	8554	
所得税	1123	817	1111	1291	
净利润	6288	4596	6258	7263	
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	6289	4596	6259	7264	
EBITDA	9423	7331	9382	10586	
EPS (元)	2.97	2.16	2.95	3.42	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.1%	-0.8%	25.0%	11.9%
营业利润	-10.8%	-27.7%	36.5%	15.4%
归属于母公司净利润	-13.5%	-26.9%	36.2%	16.1%
获利能力				
毛利率 (%)	28.9%	21.6%	22.9%	23.4%
净利率 (%)	20.8%	15.3%	16.7%	17.3%
ROE (%)	23.4%	15.4%	17.3%	16.8%
ROIC (%)	20.5%	12.8%	14.2%	13.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.2%	24.2%	23.1%	23.5%
净负债比率 (%)	25.4%	31.9%	30.0%	30.7%
流动比率	2.40	2.26	3.25	3.74
速动比率	1.74	1.87	2.59	3.26
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.79	0.84	0.79
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	2.16	2.95	3.42
每股经营现金流 (摊薄)	3.30	3.94	2.88	5.08
每股净资产	12.68	14.05	16.99	20.42
估值比率				
P/E	11.18	14.82	10.88	9.37
P/B	2.61	2.28	1.89	1.57
EV/EBITDA	7.67	9.25	7.10	5.74

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。