

氮肥

华鲁恒升（600426.SH）

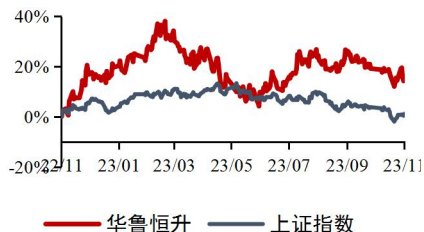
买入-B(首次)

原料价格回落推动盈利修复，23Q3 略超预期

2023年11月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年11月3日

收盘价(元):	30.97
年内最高/最低(元):	38.55/27.33
流通A股/总股本(亿):	21.12/21.23
流通A股市值(亿):	654.05
总市值(亿):	657.59

基础数据：2023年9月30日

基本每股收益:	1.38
摊薄每股收益:	1.38
每股净资产(元):	13.86
净资产收益率:	9.94

资料来源：最闻

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 根据荆州发布，11月2号华鲁恒升（荆州）有限公司首批700吨尿素经过荆沙铁路发往荆门南站，第二批2000吨产品也将于本月发出。另根据中化六建，荆州项目首批醋酸开始外售。标志着荆州项目已顺利投产，陆续进入收获期。

事件点评

➢ 荆州项目全部开车成功，进入收获时节。荆州项目总投资460亿，一期总投资123亿，占地2495亩。荆州基地于20年10月份开展投资规划，于21年11月份启动建设。23年6月份锅炉开车成功，2023年10月20日尿素产品陆续产出。至此，华鲁恒升荆州基地生产设备全部开车成功。一期项目包含100万吨尿素，100万吨醋酸，15万吨DMF，产品可覆盖西南和华南市场，凭借低成本优势，进一步提升市场渗透率。

➢ 主要产品步入3年景气中低位区间，安全边际充足。根据百川盈孚数据显示，截止11月27日，目前尿素/己内酰胺/PA6/辛醇/己二酸/草酸/DMF/醋酐/醋酸/三聚氰胺的三年维度价格分位分别为51%/51%/1%/39%/40%/28%/3%/10%/15%/16%，算数平均价格分位值为25.3%，对应行业毛利分位为22.78%，价格底部夯实，安全边际充足。

投资建议

➢ 公司是煤化工龙头企业，凭借管理、技术、产业链塑造的低成本优势稳步扩张。在行业景气中低位逆势扩产，不断提升市场占有率。预计23-25年实现归母净利润分别为41.04/48.94/54.79亿元，对应公司11月3号市值为658亿元，2023-2025年PE分别为16/13.4/12X，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示

➢ 新建项目投产进度不及预期：由于公司成长性目前主要依托于荆州基地等新项目的扩产，若新建项目投产进度滞后的话，则会对公司未来收入增速造成压力。

➢ 扩产后价格体系下行风险：由于需求增速相对平缓，而对应产能增速在24-25年相对较高，会有产品价格体系在竞争后的下滑风险，会影响一定收入。

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	27,318	34,874	36,610
YoY(%)	103.1	13.6	-9.7	27.7	5.0



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



净利润(百万元)	7,254	6,289	4,104	4,894	5,479
YoY(%)	303.4	-13.3	-34.8	19.3	11.9
毛利率(%)	35.5	28.9	22.0	21.0	21.8
EPS(摊薄/元)	3.42	2.96	1.93	2.31	2.58
ROE(%)	31.9	22.5	13.5	14.4	14.3
P/E(倍)	9.1	10.5	16.0	13.4	12.0
P/B(倍)	3.0	2.4	2.2	2.0	1.8
净利率(%)	27.2	20.8	15.0	14.0	15.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8391	8581	6512	12724	15841
现金	1884	1849	1942	5957	10892
应收票据及应收账款	76	39	65	67	72
预付账款	595	805	0	1074	118
存货	1039	1173	486	1605	740
其他流动资产	4797	4716	4019	4019	4019
<b>非流动资产</b>	20262	26424	37295	36643	35750
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16081	15591	17509	18660	19181
无形资产	1497	1737	2151	2311	2468
其他非流动资产	2685	9096	17635	15672	14101
<b>资产总计</b>	28653	35005	43807	49367	51590
<b>流动负债</b>	4219	3571	5951	7245	6928
短期借款	10	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2192	1624	2829	2781	2935
其他流动负债	2017	1946	3122	4463	3993
<b>非流动负债</b>	1729	3514	7480	8046	6414
长期借款	1705	3257	7405	7954	6303
其他非流动负债	23	258	75	92	112
<b>负债合计</b>	5948	7085	13431	15291	13342
少数股东权益	450	998	998	998	998
股本	2112	2123	2123	2123	2123
资本公积	2066	2318	2369	2369	2369
留存收益	18096	22704	25775	29414	33508
归属母公司股东权益	22256	26923	29379	33079	37250
<b>负债和股东权益</b>	28653	35005	43807	49367	51590

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4906	6999	8281	5565	9052
净利润	7254	6288	4104	4894	5479
折旧摊销	1417	1774	1558	1841	2085
财务费用	96	59	170	350	206
投资损失	-30	-38	-21	-21	-21
营运资金变动	-3878	-1347	2468	-1503	1301
其他经营现金流	46	265	3	3	1
<b>投资活动现金流</b>	-3629	-7292	-11724	-1171	-1171
<b>筹资活动现金流</b>	-556	276	3536	-379	-2946
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.42	2.96	1.93	2.31	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	3.30	3.90	2.62	4.26
每股净资产(最新摊薄)	10.48	12.68	13.81	15.55	17.52

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	26636	30245	27318	34874	36610
营业成本	17182	21491	21306	27549	28629
营业税金及附加	135	217	180	219	245
营业费用	63	52	67	76	77
管理费用	276	262	296	347	359
研发费用	368	611	507	611	687
财务费用	96	59	170	350	206
资产减值损失	-42	-24	-10	-10	-10
公允价值变动收益	1	1	-2	-2	-2
投资净收益	30	38	21	21	21
<b>营业利润</b>	8509	7604	4829	5759	6445
营业外收入	19	28	10	10	10
营业外支出	1	221	2	2	2
<b>利润总额</b>	8527	7411	4837	5767	6453
所得税	1273	1123	734	873	974
<b>税后利润</b>	7254	6288	4104	4894	5479
少数股东损益	-0	-2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	7254	6289	4104	4894	5479
EBITDA	9985	9329	6499	7664	8215

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	103.1	13.6	-9.7	27.7	5.0
营业利润(%)	300.0	-10.6	-36.5	19.3	11.9
归属于母公司净利润(%)	303.4	-13.3	-34.8	19.3	11.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.5	28.9	22.0	21.0	21.8
净利率(%)	27.2	20.8	15.0	14.0	15.0
ROE(%)	31.9	22.5	13.5	14.4	14.3
ROIC(%)	29.6	20.9	10.9	11.4	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.8	20.2	30.7	31.0	25.9
流动比率	2.0	2.4	1.1	1.8	2.3
速动比率	0.7	0.9	0.5	0.9	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7
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	9.6	9.8	10.0
<b>估值比率</b>					
P/E	9.1	10.5	16.0	13.4	12.0
P/B	3.0	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	6.6	7.2	11.3	9.2	7.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

