

# 华鲁恒升 (600426. SH)

## 荆州项目一期投产，看好公司规模扩张

买入

### 核心观点

**公司荆州项目一期顺利投产。**11月9日，公司发布公告显示，控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目已打通全部流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。项目的建成投产，将进一步增强公司核心竞争力，并为荆州基地的后期发展打下坚实基础，符合公司发展战略和长期规划，具有良好的经济和社会效益。

**荆州项目采用先进技术，公司成本优势依旧。**园区气体动力平台项目以煤为原料，采用具有自主知识产权的国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设4台煤气化炉及配套装置，配套建设2套空分装置、3台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施。合成气综合利用项目以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设100万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设100万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产DMF技术，建设15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置；氨冷冻、硫回收和公用工程设施相应配套。

**进入四季度以来，公司主要原料价格及主营产品价格环比提升为主。**据Wind数据，进入四季度以来，纯苯/烟煤（坑口价，陕西神木Q6500）/丙烯平均价格分别约为7761/985/6113元/吨（环比+2%/+8%/+5%，同比+8%/-31%/-2%），成本端环比略有提高；尿素/DMF/醋酸/辛醇/己内酰胺/己二酸/碳酸二甲酯平均价格分别约为2514/5661/3709/11545/12827/9437/4575元/吨（环比+7%/+4%/+24%/+22%/+4%/-1%/-11%，同比-1%/-49%/+13%/+31%/+2%/-2%/-32%），多数主营产品价格环比增长，而已二酸、碳酸二甲酯等价格环比有所下滑。

**项目资金无忧，回报丰富。**根据公司可行性研究报告测算，园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目预计总投资分别为59.24、56.04亿元，项目建设资金由控股子公司自有资金和银行贷款解决。据公司公告，合成气综合利用项目投产后，预计年均实现营业收入59.68亿元，利润总额6.26亿元。园区气体动力平台项目主要建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

**风险提示：**原材料及产品价格波动；下游需求不及预期；政策风险等。

**投资建议：**考虑公司主营产品目前盈利水平，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为44.5/58.6/75.8亿元，对应EPS为2.10/2.76/3.57元，对应当前股价PE为15/11/9X，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,636	30,245	30,869	40,866	45,190
(+/-%)	103.1%	13.6%	2.1%	32.4%	10.6%
净利润(百万元)	7254	6289	4448	5857	7579
(+/-%)	303.4%	-13.3%	-29.3%	31.7%	29.4%
每股收益(元)	3.43	2.96	2.10	2.76	3.57
EBIT Margin	32.3%	25.2%	18.1%	17.5%	20.3%
净资产收益率(ROE)	32.6%	23.4%	14.8%	17.2%	19.2%
市盈率(PE)	9.0	10.4	14.7	11.1	8.6
EV/EBITDA	7.1	7.7	10.2	8.3	6.6
市净率(PB)	2.92	2.43	2.17	1.91	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学原料

证券分析师：杨林 联系人：余双雨  
010-88005379 021-60375485  
yanglin6@guosen.com.cn yushuangyu@guosen.com.cn  
S0980520120002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	30.75元
总市值/流通市值	65292/64940百万元
52周最高价/最低价	38.55/28.00元
近3个月日均成交额	262.80百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《华鲁恒升(600426.SH)-2023Q3业绩同环比均提升，荆项目进展顺利》——2023-10-28
- 《华鲁恒升(600426.SH)-多业联产煤化工龙头，周期加成长再进一步》——2023-10-13
- 《华鲁恒升(600426.SH)-2023Q2业绩环比改善，新项目增量可期》——2023-08-31
- 《华鲁恒升(600426.SH)-2023Q2业绩环比提升，新产能待投迎增量》——2023-07-13
- 《华鲁恒升(600426.SH)-2022Q3业绩承压，煤化工龙头长期成长》——2022-10-28

**公司荆州项目一期顺利投产。**11月9日，公司发布公告显示，控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目已打通全部流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。项目的建成投产，将进一步增强公司核心竞争力，并为荆州基地的后期发展打下坚实基础，符合公司发展战略和长期规划，具有良好的经济和社会效益。

**荆州项目采用先进技术，公司成本优势依旧。**园区气体动力平台项目以煤为原料，采用具有自主知识产权的国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设4台煤气化炉及配套装置，配套建设2套空分装置、3台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施。合成气综合利用项目以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设100万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设100万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产DMF技术，建设15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置；氨冷冻、硫回收和公用工程设施相应配套。

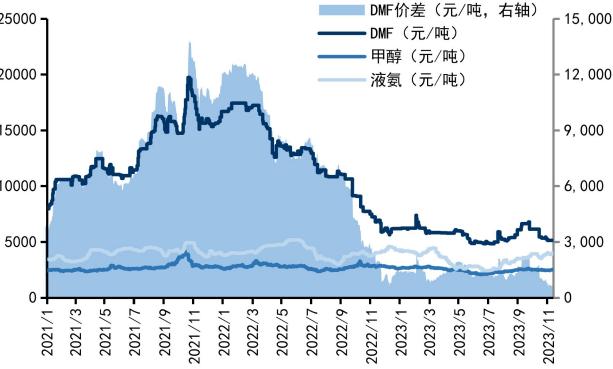
**进入四季度以来，公司主要原料价格及主营产品价格环比提升为主。**据Wind数据，进入四季度以来，纯苯/烟煤（坑口价，陕西神木Q6500）/丙烯平均价格分别约为7761/985/6113元/吨（环比+2%/+8%/+5%，同比+8%/-31%/-2%），成本端环比略有提高；尿素/DMF/醋酸/辛醇/己内酰胺/己二酸/碳酸二甲酯平均价格分别约2514/5661/3709/11545/12827/9437/4575元/吨（环比+7%/+4%/+24%/+22%/+4%/-1%/-11%，同比-1%/-49%/+13%/+31%/+2%/-2%/-32%），多数主营产品价格环比增长，而已二酸、碳酸二甲酯等价格环比有所下滑。

图1：尿素价格及价差（元/吨）

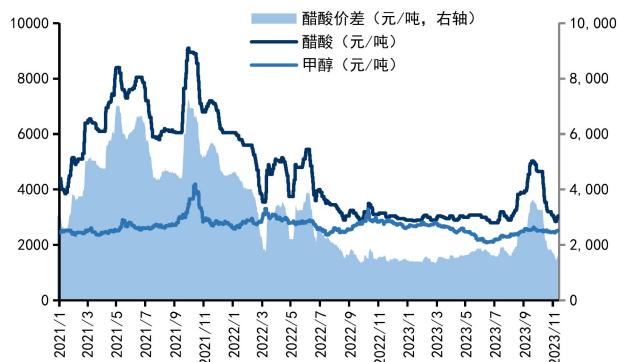


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：DMF价格及价差（元/吨）



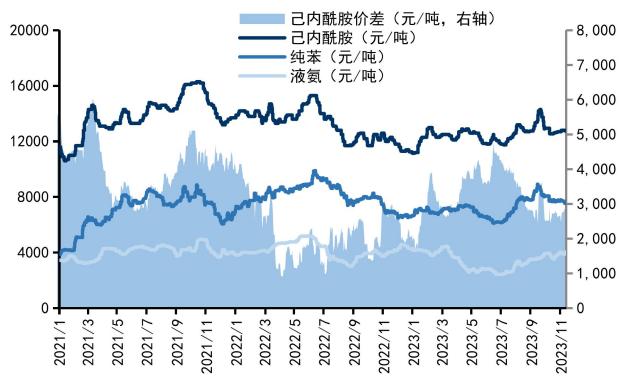
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图3: 醋酸价格及价差 (元/吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图4: 辛醇价格及价差 (元/吨)**

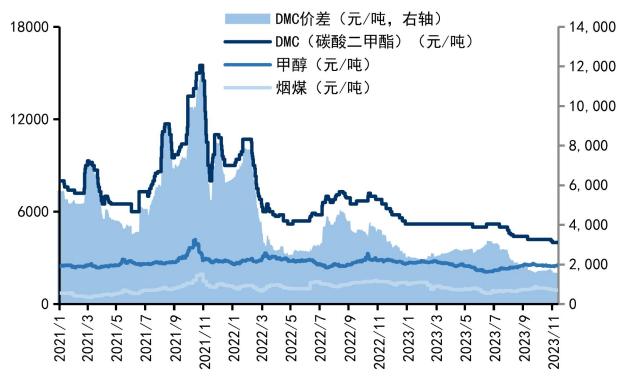

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图5: 己内酰胺价格及价差 (元/吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图6: 己二酸价格及价差 (元/吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图7: 碳酸二甲酯价格及价差 (元/吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图8: 纯苯、丙烯价格及陕西神木烟煤块坑口价 (元/吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**项目资金无忧，回报丰富。**根据公司可行性研究报告测算，园区气体动力平台项

目、合成气综合利用项目预计总投资分别为 59.24、56.04 亿元，项目建设资金由控股子公司自有资金和银行贷款解决。据公司公告，合成气综合利用项目投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。园区气体动力平台项目主要建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

**投资建议：**考虑公司主营产品目前盈利水平，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 44.5/58.6/75.8 亿元，对应 EPS 为 2.10/2.76/3.57 元，对应当前股价 PE 为 15/11/9X，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1884	1849	4846	3204	3741	营业收入	26636	30245	30869	40866	45190
应收款项	77	39	40	53	58	营业成本	17182	21491	24069	32134	34280
存货净额	1039	1173	1329	1795	1908	营业税金及附加	135	217	222	294	325
其他流动资产	4387	4114	4199	6743	7456	销售费用	63	52	53	70	77
<b>流动资产合计</b>	<b>8391</b>	<b>8581</b>	<b>11553</b>	<b>12978</b>	<b>14406</b>	管理费用	276	262	307	384	417
固定资产	17320	20617	23318	26463	29805	研发费用	368	611	623	825	912
无形资产及其他	1497	1737	1668	1598	1529	财务费用	96	59	173	191	154
投资性房地产	1445	4070	4070	4070	4070	投资收益	30	38	(45)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	40	28	(25)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>28653</b>	<b>35005</b>	<b>40609</b>	<b>45109</b>	<b>49809</b>	其他收入	(443)	(628)	(683)	(825)	(912)
短期借款及交易性金融负债	670	473	473	539	495	营业利润	8509	7604	5292	6967	9024
应付款项	2192	1624	1840	2485	2641	营业外净收支	18	(193)	(60)	(78)	(110)
其他流动负债	1357	1474	1667	2251	2393	<b>利润总额</b>	<b>8527</b>	<b>7411</b>	<b>5232</b>	<b>6889</b>	<b>8914</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4219</b>	<b>3571</b>	<b>3981</b>	<b>5274</b>	<b>5529</b>	所得税费用	1273	1123	785	1033	1337
长期借款及应付债券	1705	3257	5257	4257	3257	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	23	258	337	446	587	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7254</b>	<b>6289</b>	<b>4448</b>	<b>5857</b>	<b>7579</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1729</b>	<b>3514</b>	<b>5594</b>	<b>4702</b>	<b>3843</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5948</b>	<b>7085</b>	<b>9575</b>	<b>9976</b>	<b>9373</b>	<b>净利润</b>	<b>7254</b>	<b>6289</b>	<b>4448</b>	<b>5857</b>	<b>7579</b>
少数股东权益	450	998	997	996	994	资产减值准备	29	(41)	36	3	4
股东权益	22256	26923	30037	34137	39443	折旧摊销	1407	1764	1727	1942	2194
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28653</b>	<b>35005</b>	<b>40609</b>	<b>45109</b>	<b>49809</b>	公允价值变动损失	(40)	(28)	25	0	0
						财务费用	96	59	173	191	154
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(3315)	(2697)	284	(1683)	(388)
每股收益	3.43	2.96	2.10	2.76	3.57	其它	(29)	40	(37)	(4)	(5)
每股红利	0.29	0.86	0.63	0.83	1.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>5307</b>	<b>5326</b>	<b>6483</b>	<b>6115</b>	<b>9384</b>
每股净资产	10.54	12.68	14.15	16.08	18.58	资本开支	(4035)	(5028)	(4419)	(5021)	(5470)
ROIC	37%	26%	17%	20%	22%	其它投资现金流	(1)	(401)	268	(45)	(59)
ROE	33%	23%	15%	17%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4036)</b>	<b>(5429)</b>	<b>(4152)</b>	<b>(5065)</b>	<b>(5529)</b>
毛利率	35%	29%	22%	21%	24%	权益性融资	(3)	754	0	0	0
EBIT Margin	32%	25%	18%	18%	20%	负债净变化	530	1551	2000	(1000)	(1000)
EBITDA Margin	38%	31%	24%	22%	25%	支付股利、利息	(613)	(1818)	(1335)	(1757)	(2274)
收入增长	103%	14%	2%	32%	11%	其它融资现金流	(285)	(152)	0	66	(44)
净利润增长率	303%	-13%	-29%	32%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(453)</b>	<b>68</b>	<b>665</b>	<b>(2691)</b>	<b>(3318)</b>
资产负债率	22%	23%	26%	24%	21%	<b>现金净变动</b>	<b>817</b>	<b>(35)</b>	<b>2997</b>	<b>(1642)</b>	<b>537</b>
息率	0.9%	2.8%	2.0%	2.7%	3.5%	货币资金的期初余额	1066	1884	1849	4846	3204
P/E	9.0	10.4	14.7	11.1	8.6	货币资金的期末余额	1884	1849	4846	3204	3741
P/B	2.9	2.4	2.2	1.9	1.7	企业自由现金流	1383	497	2347	1323	4138
EV/EBITDA	7.1	7.7	10.2	8.3	6.6	权益自由现金流	1628	1896	4200	226	2963

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032