

基础化工 农化制品

## 荆州基地首批项目顺利投产，助力公司行稳致远

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,123/2,112
总市值/流通(百万元)	64,698/64,349
12个月最高/最低(元)	38.16/28.82

### 相关研究报告:

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升21年一季报点评:受益化工品涨价单季度业绩创新高,维持“买入”》—2021/04/17

### 证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522120001

### 证券分析师: 王海涛

电话: 010-88695269

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523010001

**事件:** 公司公告荆州基地的气体动力平台项目、合成气综合利用项目顺利投产,为荆州基地的后期发展打下坚实基础。维持“买入”评级。

**荆州基地首批项目顺利投产。**公司公告荆州基地的气体动力平台项目、合成气综合利用项目顺利投产。园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目为华鲁恒升荆州基地首批项目,可年产尿素100万吨、醋酸100万吨、二甲基甲酰胺(DMF)15万吨、混甲胺15万吨。通过两个项目的建设,公司基本实现煤——合成气——氨醇——有机胺/尿素/醋酸这一条公司优势产业链的完整布局。根据可行性报告测算,在常规状态下,园区气体动力平台项目按照合成气0.88元/Nm<sup>3</sup>、蒸汽140元/吨价格计,全部外售年可形成收入52亿元、利润总额7亿元;合成气综合利用项目预计实现收入59.68亿元,利润总额6.26亿元。两个项目的建成投产,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。

**主要产品价格下滑拖累公司业绩。**根据2023年三季报,公司前三季度实现营收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%。其中,第三季度公司实现营收69.87亿元,环比增长10.81%;实现归母净利润12.18亿元,环比增长31.22%。2023年以来,肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品和新材料相关产品的销售价格分别同比下降13.15%、61.40%、26.09%和15.51%。但从第三季度看,相关产品的价格和价差都出现了不同程度的环比回升。

**投资建议:** 华鲁恒升是国内煤化工的龙头企业,依托一头多线柔性联产平台实现效益最大化。预计公司2023/2024/2025年EPS分别为2.01元、2.83元、3.48元,当前市值对应PE 15X、11X和9X,维持“买入”评级。

**风险提示:** 产品价格下跌、需求下滑、项目推进不及预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30245	27606	32975	38164
(+/-%)	13.09	(8.73)	19.45	15.74
归母净利润(百万元)	6289	4262	6003	7384
(+/-%)	(13.50)	(32.24)	40.86	23.00
摊薄每股收益(元)	2.97	2.01	2.83	3.48
市盈率(PE)	11.18	15.08	10.71	8.70

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1 华鲁恒升业绩摘要

财务指标	2022Q3	2023Q3	同比增长率(%)
<b>营业收入</b>	<b>23008.77</b>	<b>19345.99</b>	<b>(15.92)</b>
营业成本	15606.28	15068.18	(3.45)
毛利润	7402.50	4277.81	(42.21)
营业税金及附加	171.59	141.69	(17.43)
管理费用	271.80	233.41	(14.12)
销售费用	36.93	38.92	5.37
资产减值	5.02	8.66	72.75
财务费用	49.73	37.64	(24.31)
投资收益	31.30	20.96	(33.04)
<b>营业利润</b>	<b>6478.81</b>	<b>3396.55</b>	<b>(47.57)</b>
营业外收入	26.01	6.71	(74.19)
营业外支出	2.73	1.66	(39.20)
<b>利润总额</b>	<b>6502.10</b>	<b>3401.61</b>	<b>(47.68)</b>
所得税	969.26	476.60	(50.83)
少数股东损益	(1.45)	(2.22)	(52.96)
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>5534.28</b>	<b>2927.22</b>	<b>(47.11)</b>
<b>基本每股收益</b>	<b>2.61</b>	<b>1.38</b>	<b>(47.16)</b>
毛利率	32.17	22.11	下降 10.06 个百分点
净利率	24.05	15.12	下降 8.93 个百分点

资料来源: iFind, 太平洋研究院整理

资产负债表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,884	1,849	5,060	9,667	16,559
应收和预付款项	672	844	839	963	1,095
存货	1,039	1,173	1,171	1,341	1,524
其他流动资产	4,797	4,716	4,610	5,193	6,027
流动资产合计	8,391	8,581	11,679	17,163	25,205
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	16,081	15,591	18,864	21,545	22,625
在建工程	1,239	5,026	3,263	2,382	1,941
无形资产开发支出	1,497	1,737	1,959	2,200	2,434
长期待摊费用	33	23	13	6	(3)
其他非流动资产	9,803	12,628	13,736	19,234	27,288
资产总计	28,653	35,005	37,836	45,366	54,285
短期借款	10	0	10	20	23
应付和预收款项	2,192	1,624	1,621	1,857	2,111
长期借款	1,705	3,257	3,841	4,852	5,901
其他负债	2,040	2,204	1,835	2,077	2,321
负债合计	5,948	7,085	7,307	8,805	10,356
股本	2,112	2,123	2,123	2,123	2,123
资本公积	2,066	2,318	2,369	2,369	2,369
留存收益	18,096	22,704	25,252	31,285	38,656
归母公司股东权益	22,256	26,923	29,533	35,566	42,937
少数股东权益	450	998	997	995	993
股东权益合计	22,705	27,921	30,529	36,561	43,929
负债和股东权益	28,653	35,005	37,836	45,366	54,285

现金流量表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	4,923	6,999	7,056	8,641	10,315
投资性现金流	(3,646)	(7,292)	(2,370)	(4,959)	(4,300)
融资性现金流	(556)	276	(1,460)	895	891
现金增加额	717	(13)	3,230	4,577	6,906

利润表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26,744	30,245	27,606	32,975	38,164
营业成本	17,274	21,491	21,456	24,569	27,928
营业税金及附加	135	217	198	237	274
销售费用	63	52	47	56	65
管理费用	276	262	239	285	330
财务费用	96	59	88	81	66
资产减值损失	(39)	(27)	(6)	(8)	(10)
投资收益	30	38	35	42	49
公允价值变动	1	1	0	0	0
营业利润	8,526	7,604	5,081	7,152	8,811
其他非经营损益	18	(193)	(60)	(78)	(110)
利润总额	8,543	7,411	5,022	7,074	8,701
所得税	1,273	1,123	761	1,072	1,319
净利润	7,270	6,288	4,261	6,002	7,382
少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	(2)
归母股东净利润	7,271	6,289	4,262	6,003	7,384

预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.41%	28.94%	22.28%	25.49%	26.82%
销售净利率	27.19%	20.79%	15.44%	18.21%	19.35%
销售收入增长率	103.92%	13.09%	(8.72%)	19.45%	15.74%
EBIT 增长率	291.28%	(11.07%)	(33.11%)	40.01%	22.54%
净利润增长率	304.30%	(13.50%)	(32.24%)	40.86%	23.00%
ROE	32.67%	23.36%	14.43%	16.88%	17.20%
ROA	25.38%	17.97%	11.26%	13.23%	13.60%
ROIC	29.14%	20.47%	12.47%	14.51%	14.80%
EPS (X)	3.44	2.97	2.01	2.83	3.48
PE (X)	9.10	11.18	15.08	10.71	8.70
PB (X)	2.97	2.61	2.18	1.81	1.50
PS (X)	2.47	2.33	2.33	1.95	1.68
EV/EBITDA (X)	6.65	7.67	8.25	5.91	4.50

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。