

华鲁恒升 (600426)

2023 年年报点评: 行业景气有所承压, 荆州基地投产贡献增量

买入 (维持)

2024 年 03 月 30 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	30,245	27,260	38,631	41,977	44,250
同比	13.09%	-9.87%	41.71%	8.66%	5.42%
归母净利润 (百万元)	6,289	3,576	4,476	5,467	6,783
同比	-13.50%	-43.14%	25.17%	22.15%	24.06%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.96	1.68	2.11	2.57	3.19
P/E (现价&最新摊薄)	8.83	15.53	12.41	10.16	8.19

关键词: #平台化布局 #产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 实现营业收入 273 亿元, 同比-10%, 归母净利润 35.8 亿元, 同比-43%, 扣非净利润 37.0 亿, 同比-42%。其中 Q4 单季度, 实现归母净利润 6.5 亿元, 同比-14%, 环比-47%, 扣非净利润 8.0 亿, 同比-15%, 环比-34%, 业绩符合预期。
- **传统煤化工: 尿素盈利相对较优, 醋酸及有机胺景气承压。** 1) 2023 年公司肥料/有机胺/醋酸及衍生品分别实现收入 57/27/21 亿元, 占公司收入比重为 21%/10%/8%, 实现毛利 19.9/3.4/4.3 亿元, 占公司毛利比重为 35%/6%/8%, 毛利率分别为 35%/13%/21%, 较 2022 年分别-4 pct /-44 pct /-10pct。2) 2023 年尿素市场呈现 V 型走势, 其中下半年受益于库存低位以及农业需求提振, 尿素盈利中枢抬升。根据百川盈孚统计(下同), 2023 年尿素行业平均毛利为 515 元/吨, 同比+2 元/吨, 行业开工率为 80.4%。3) 受新增产能投放影响, DMF 和醋酸供需压力加大, 景气承压运行, 其中 2023 年 DMF、醋酸行业平均毛利分别为 279/413 元/吨, 同比分别-4420/-715 元/吨, 行业开工率为 51.5%/77.4%。
- **新能源新材料: 收入占比持续提升, 产品盈利表现有所分化。** 1) 2023 年公司新材料产品实现收入 155 亿元, 占公司收入比例为 57%, 实现毛利 26.7 亿元, 占公司毛利比重为 47%, 毛利率为 17%, 较 2022 年+2pct。2) 分产品来看, 受益于下游增塑剂消费复苏, 以及行业检修活动增多, 2023 年辛醇维持高景气运行, 行业平均毛利为 3063 元/吨, 同比+229 元/吨。但与此同时, 受行业产能投放等因素影响, 2023 年部分新材料产品盈利出现下滑, 其中 DMC/己二酸行业平均毛利分别为-1140/-225 元/吨, 同比分别-3399/-1023 元/吨。
- **荆州一期投产贡献增量, 能效水平全面领跑行业。** 荆州一期项目于 23 年 11 月正式投产运行, 创下业内建设、开车、盈利最快新纪录, 全年实现净利润约 1.55 亿元。根据荆州市政府披露的节能验收报告, 荆州一期项目的测算年综合能耗低于批复值 5%, 其中合成氨、尿素、煤制甲醇等产品的单位产品综合能耗均优于行业标杆值水平。
- **动力煤价格中枢下移, 产品价差有望筑底企稳。** 根据百川盈孚统计, 2023 年秦皇岛 5500 卡动力煤均价为 981 元/吨, 同比-278 元/吨。进入 2024 年后, 动力煤价格延续下行趋势, 截至 3 月 28 日, 动力煤价格为 850 元/吨, 较年初下降约 76 元/吨。当前公司主营产品价差整体处于历史较低分位, 随着原材料成本回落, 行业景气有望筑底企稳。
- **盈利预测与投资评级:** 综合考虑需求复苏节奏, 我们调整公司 2024-2025 年归母净利润为 45/55 亿元 (此前为 61/74 亿元), 并新增 2026 年归母净利润为 68 亿元, 按照 3 月 29 日收盘价计算, 对应 PE 为 12.4/10.2/8.2 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品需求不及预期, 行业产能大幅扩张, 煤炭价格剧烈波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.16
一年最低/最高价	23.32/36.03
市净率(倍)	1.92
流通 A 股市值(百万元)	55,246.78
总市值(百万元)	55,546.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.61
资产负债率(% ,LF)	30.90
总股本(百万股)	2,123.32
流通 A 股(百万股)	2,111.88

相关研究

《华鲁恒升(600426): 低成本筑壁垒, 双基地促成长》

2024-02-20

齐鲁恒升三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,923	11,410	15,884	21,482	营业总收入	27,260	38,631	41,977	44,250
货币资金及交易性金融资产	2,041	3,073	7,015	12,312	营业成本(含金融类)	21,576	31,753	33,876	34,635
经营性应收款项	2,853	5,039	5,453	5,711	税金及附加	190	270	294	310
存货	1,493	1,764	1,882	1,924	销售费用	60	66	71	75
合同资产	0	0	0	0	管理费用	336	386	420	442
其他流动资产	1,536	1,534	1,534	1,534	研发费用	578	715	777	819
非流动资产	36,129	37,921	37,347	35,721	财务费用	68	218	181	58
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	17	50	50
固定资产及使用权资产	28,961	30,170	32,461	30,336	投资净收益	8	25	24	19
在建工程	3,201	3,783	918	1,418	公允价值变动	(6)	0	0	0
无形资产	1,947	1,947	1,947	1,947	减值损失	(36)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	300	300	300	300	营业利润	4,428	5,266	6,432	7,980
其他非流动资产	1,720	1,720	1,720	1,720	营业外净收支	(148)	0	0	0
资产总计	44,051	49,331	53,231	57,203	利润总额	4,281	5,266	6,432	7,980
流动负债	5,788	6,514	6,939	7,129	减:所得税	658	790	965	1,197
短期借款及一年内到期的非流动负债	482	482	482	482	净利润	3,622	4,476	5,467	6,783
经营性应付款项	3,807	3,969	4,235	4,329	减:少数股东损益	47	0	0	0
合同负债	676	966	1,049	1,106	归属母公司净利润	3,576	4,476	5,467	6,783
其他流动负债	823	1,097	1,173	1,211	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.68	2.11	2.57	3.19
非流动负债	7,826	7,896	6,904	5,404	EBIT	4,495	5,483	6,613	8,038
长期借款	7,348	7,419	6,426	4,926	EBITDA	6,560	7,832	9,202	10,663
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.85	17.80	19.30	21.73
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	13.12	11.59	13.02	15.33
其他非流动负债	465	465	465	465	收入增长率(%)	(9.87)	41.71	8.66	5.42
负债合计	13,614	14,411	13,843	12,533	归母净利润增长率(%)	(43.14)	25.17	22.15	24.06
归属母公司股东权益	28,891	33,374	37,841	43,123					
少数股东权益	1,547	1,547	1,547	1,547					
所有者权益合计	30,438	34,920	39,387	44,670					
负债和股东权益	44,051	49,331	53,231	57,203					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,715	5,328	8,168	9,477	每股净资产(元)	13.61	15.72	17.82	20.31
投资活动现金流	(7,280)	(4,115)	(1,991)	(981)	最新发行在外股份(百万股)	2,123	2,123	2,123	2,123
筹资活动现金流	2,658	(188)	(2,235)	(3,199)	ROIC(%)	10.87	11.49	12.61	14.17
现金净增加额	101	1,032	3,942	5,298	ROE-摊薄(%)	12.38	13.41	14.45	15.73
折旧和摊销	2,065	2,349	2,590	2,626	资产负债率(%)	30.90	29.21	26.01	21.91
资本开支	(8,705)	(4,141)	(2,015)	(1,000)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.53	12.41	10.16	8.19
营运资本变动	(1,054)	(1,729)	(107)	(110)	P/B(现价)	1.92	1.66	1.47	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>