

华鲁恒升 (600426.SH)

业绩短期承压，新产能顺利投放

买入

核心观点

公司2023年业绩同比下滑，短期承压。公司发布2023年年度报告，2023年营收272.6亿元（同比-9.9%），归母净利润35.8亿元（同比-43.1%），扣非归母净利润37.0亿元（同比-42.3%）；其中2023Q4单季度营收79.1亿元（同比+9.4%，环比+13.3%），归母净利润6.5亿元（同比-14.1%，环比-46.7%），扣非归母净利润8.0亿元（同比-14.5%，环比-33.9%）。2023Q4销售毛利率为17.8%（同比-0.9pct，环比-6.6pct），销售净利率为8.8%（同比-1.6pct，环比-8.6pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为0.3%、1.3%、1.7%、0.4%，总费用率3.6%（同比+1.0pct，环比-0.03pct）。

2023年公司主营产品产销量均同比提升。得益于新项目投产及技改扩能，2023年公司主营产品产销量均同比增长。2023年公司新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品产量分别为394.8/356.7/52.4/75.5万吨（同比+30%/+15%/+17%/+29%），销量217.9/326.0/52.2/71.5万吨（同比+20%/+15%/+9%/+24%）。

2023年公司产品及原料价格均同比下降，肥料、有机胺、醋酸及衍生品毛利率均同比下降。2023年化工行业面临需求偏弱、供给过剩的挑战，行业景气下降，企业盈利能力承压。2023年公司主要产品尿素、己内酰胺、己二酸、DMF、醋酸、碳酸二甲酯价格范围分别为1810-2940、7650-12740、7400-10000、3600-6900、2260-4300、3190-6120元/吨，受市场供给过剩等因素影响，产品价格均同比降低；主要原材料原料煤、苯、丙烯价格范围分别为710-1290、5420-7820、5340-6840元/吨，受市场供需及原油价格等因素影响，价格均同比降低。2023年公司新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品营收分别为154.76/56.76/26.75/20.52亿元（同比+5.6%/+2.9%/-55.4%/-2.6%，占比57%/21%/10%/8%），毛利率分别为17.24%/35.07%/12.87%/20.95%（同比+1.9%/-4.3%/-44.1%/-10.0pct）。

新项目进展顺利，产能增量逐渐释放。2023年，荆州基地一期项目建成投产，德州本部高端溶剂、等容量替代3×480t/h高效大容量燃煤锅炉等项目顺利投产，尼龙66高端新材料一期项目如期推进。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：考虑公司主营产品受到产能过剩、需求偏弱等因素影响，盈利能力处于较低水平且短期改善幅度有限，我们下调公司2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，即2024-2026年归母净利润预测为44.4/47.5/49.9亿元（原2024-2025年预测值为58.6/75.8亿元），对应EPS为2.1/2.2/2.4元，对应当前股价PE为12.5/11.7/11.1X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	31,621	34,151	35,517
(+/-%)	13.6%	-9.9%	16.0%	8.0%	4.0%
归母净利润(百万元)	6289	3576	4439	4754	4988
(+/-%)	-13.3%	-43.1%	24.1%	7.1%	4.9%
每股收益(元)	2.96	1.68	2.09	2.24	2.35
EBIT Margin	25.2%	16.6%	18.1%	18.0%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	23.4%	12.4%	13.9%	13.6%	13.2%
市盈率 (PE)	8.8	15.5	12.5	11.7	11.1
EV/EBITDA	6.7	10.8	7.9	7.4	6.9
市净率 (PB)	2.06	1.92	1.74	1.59	1.47

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

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.16元
总市值/流通市值	55546/55339百万元
52周最高价/最低价	36.03/23.32元
近3个月日均成交额	354.84百万元

市场走势



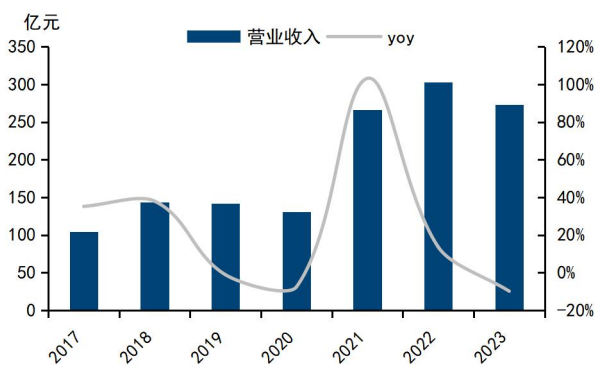
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华鲁恒升(600426.SH)-荆州项目一期投产，看好公司规模扩张》——2023-11-11
- 《华鲁恒升(600426.SH)-2023Q3业绩同环比均提升，荆州项目进展顺利》——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

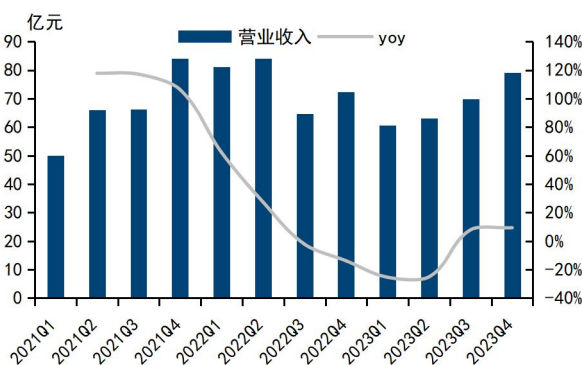
公司 2023 年业绩同比下滑，短期承压。公司发布 2023 年年度报告，2023 年营收 272.6 亿元（同比-9.9%），归母净利润 35.8 亿元（同比-43.1%），扣非归母净利润 37.0 亿元（同比-42.3%）；其中 2023Q4 单季度营收 79.1 亿元（同比+9.4%，环比+13.3%），归母净利润 6.5 亿元（同比-14.1%，环比-46.7%），扣非归母净利润 8.0 亿元（同比-14.5%，环比-33.9%）。2023Q4 销售毛利率为 17.8%（同比-0.9pct，环比-6.6pct），销售净利率为 8.8%（同比-1.6pct，环比-8.6pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.3%、1.3%、1.7%、0.4%，总费用率 3.6%（同比+1.0pct，环比-0.03pct）。

图1：华鲁恒升营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



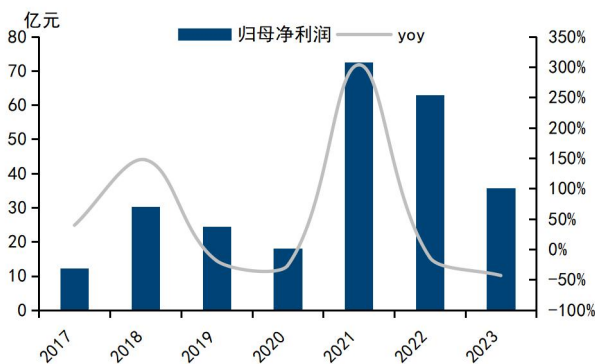
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华鲁恒升单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华鲁恒升归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



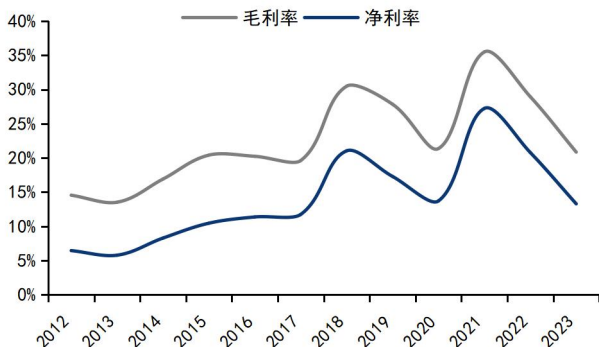
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华鲁恒升单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



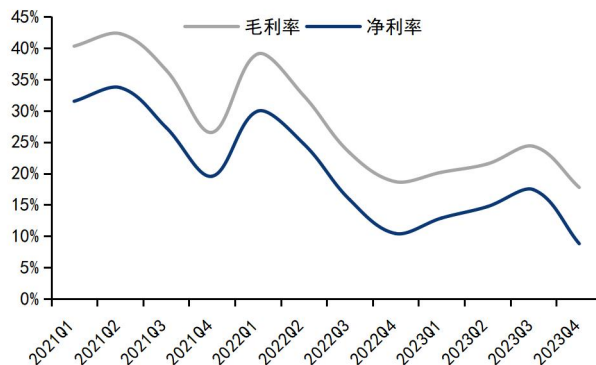
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 华鲁恒升毛利率、净利率



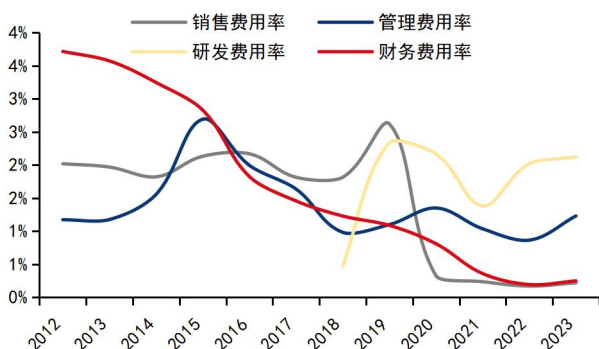
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 华鲁恒升季度毛利率、净利率



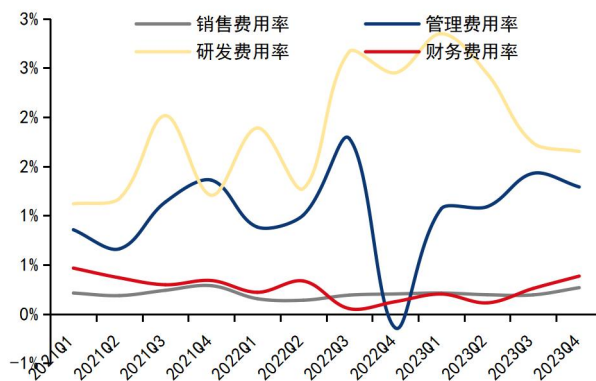
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 华鲁恒升销售、管理、研发、财务费用率



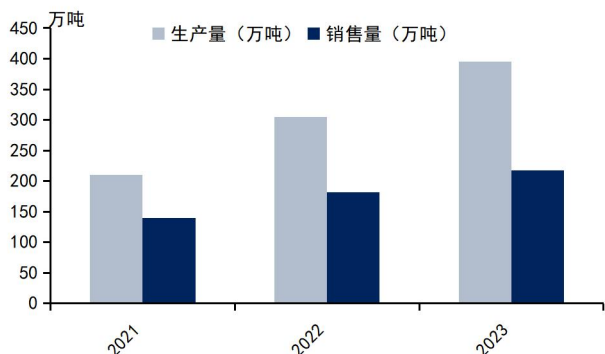
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 华鲁恒升季度销售、管理、研发、财务费用率

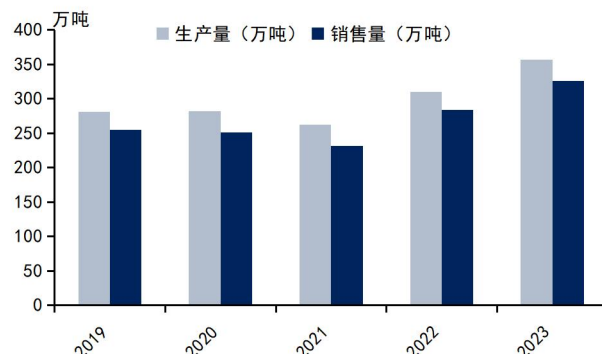


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

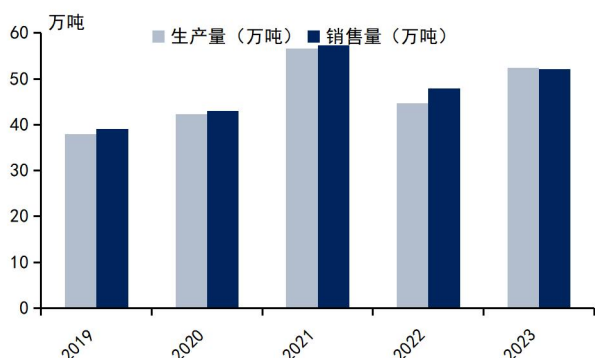
2023 年公司主营产品产销量均同比提升。得益于新项目投产及技改扩能, 2023 年公司主营产品产销量均同比增长。2023 年公司新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品产量分别为 394.8/356.7/52.4/75.5 万吨 (同比+30%/+15%/+17%/+29%), 销量 217.9/326.0/52.2/71.5 万吨 (同比+20%/+15%/+9%/+24%); 其中 2023Q4 单季度产量分别为 106.35/107.25/15.46/29.45 万吨 (同比+38%/+35%/+52%/+105%, 环比-1%/+26%/+27%/+97%), 销量分别为 57.95/98.66/14.14/26.25 万吨 (同比+20%/+28%/+22%/+90%, 环比-9%/+29%/+6%/+77%)。

图9：华鲁恒升新能源新材料相关产品产销量（万吨）


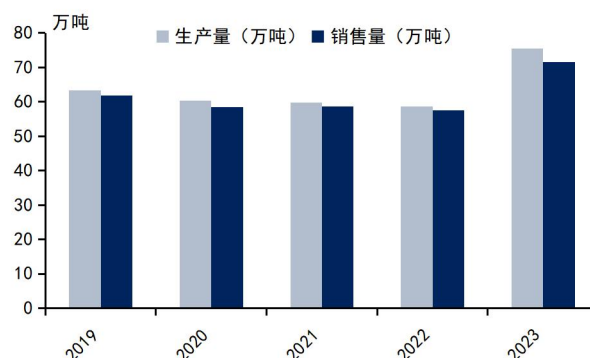
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：华鲁恒升肥料产销量（万吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：华鲁恒升有机胺产销量（万吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

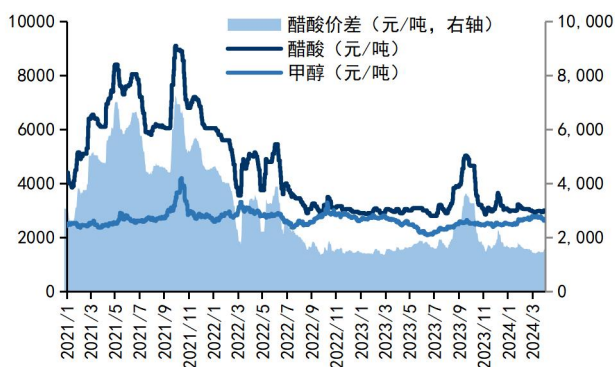
图12：华鲁恒升醋酸及衍生品产销量（万吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023年公司产品及原料价格均同比下降，肥料、有机胺、醋酸及衍生品毛利率均同比下降。2023年化工行业面临需求偏弱、供给过剩的挑战，行业景气下降，传统产能过剩与高端供给不足并存，同质化竞争加剧，产品价格以下降为主，企业盈利能力承压。2023年公司主要产品尿素、己内酰胺、己二酸、DMF、醋酸、碳酸二甲酯价格范围分别为1810-2940、7650-12740、7400-10000、3600-6900、2260-4300、3190-6120元/吨，受市场供给过剩等因素影响，产品价格均同比降低；主要原材料原料煤、苯、丙烯价格范围分别为710-1290、5420-7820、5340-6840元/吨，受市场供需及原油价格等因素影响，价格均同比降低。2023年公司新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品营收分别为154.76/56.76/26.75/20.52亿元（同比+5.6%/+2.9%/-55.4%/-2.6%，占比57%/21%/10%/8%），毛利率分别为17.24%/35.07%/12.87%/20.95%（同比+1.9%/-4.3%/-44.1%/-10.0pct）。

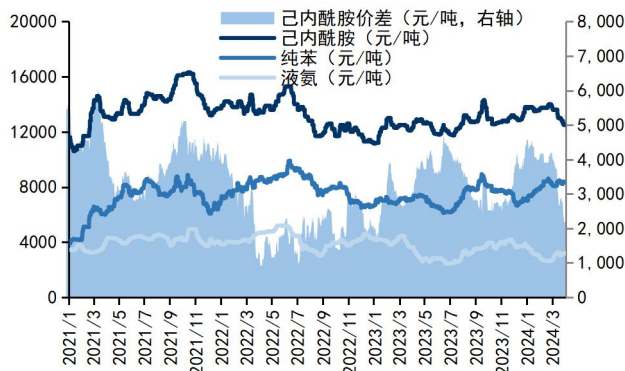
新项目进展顺利，产能增量逐渐释放。2023年，荆州基地一期项目建成投产，德州本部高端溶剂、等容量替代3×480t/h高效大容量燃煤锅炉等项目顺利投产，尼龙66高端新材料一期项目如期推进。

图13: 醋酸价格及价差 (元/吨)



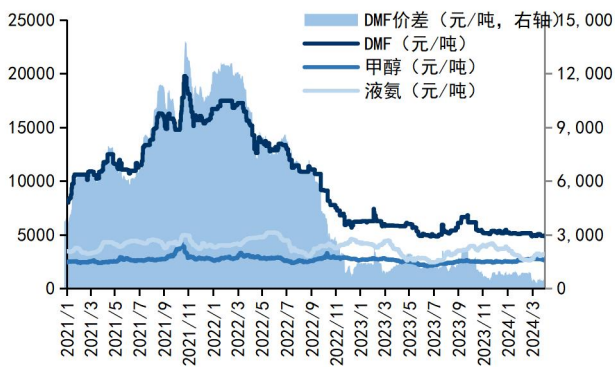
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 己内酰胺价格及价差 (元/吨)



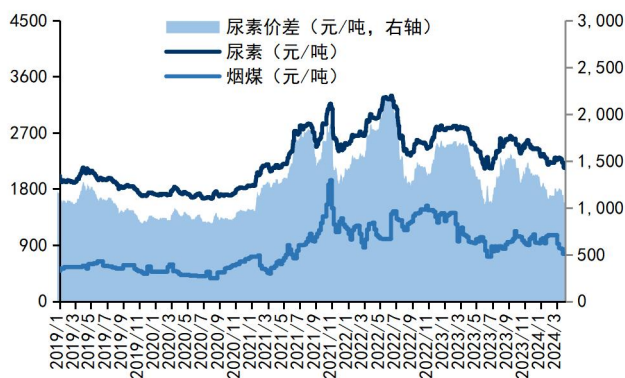
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 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16: 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

我们的盈利预测基于以下假设条件:

新能源新材料相关产品: 该板块 2024-2026 年有包括 BDO 等的新增产能, 我们假设新产能顺利投产产能稳定贡献利润增量。价格方面, 2023 年已为多数产品的价格低点, 我们假设产品价格不出现过大的波动, 该板块产品平均单吨价格为 7100 元, 单吨毛利水平也与 2023 年接近。

肥料: 该板块属于较为稳健的业务板块, 预计荆州二期项目 50 万吨尿素将在 2025 年释放产能, 公司拥有成熟的生产工艺技术, 成本优势显著。预计原料煤成本将略有下降, 未来三年尿素盈利较 2023 年稳中有升。

有机胺: 该板块主要产品 DMF 盈利处于较低水平, 产品供需情况预期难以在短期内改善, 我们假设 2024-2026 年其盈利水平较为稳定, 在原料煤成本可能将稍有下降的预期下毛利略有提升。

醋酸及衍生品: 2023 年醋酸盈利水平处于相对低位, 荆州一期项目中包含的 100 万吨醋酸已于 2023 年四季度顺利投产。我们假设 2024-2026 年其原材料价格略下滑, 醋酸盈利水平略有提升。

其他产品及业务：公司其他产品主要是部分副产物等，我们假设其 2024-2026 年不发生太大波动。

表1：华鲁恒升业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源新材料相关产品						
收入 (亿元)	115.56	146.53	154.76	156.20	170.40	184.60
增速	-	27%	6%	1%	9%	8%
销量 (万吨)	139	181	218	220	240	260
单吨收入 (元)	8293	8083	7102	7100	7100	7100
单吨毛利 (元)	2119	1237	1224	1200	1200	1200
毛利 (亿元)	29.53	22.43	26.68	26.40	28.80	31.20
增速	-	-24%	19%	-1%	9%	8%
毛利率	26%	15%	17%	17%	17%	17%
肥料						
收入 (亿元)	41.41	55.18	56.76	72.24	80.84	80.84
增速	24%	33%	3%	27%	12%	0%
销量 (万吨)	232	284	326	420	470	470
单吨收入 (元)	1785	1945	1741	1720	1720	1720
单吨毛利 (元)	515	766	611	630	630	630
毛利 (亿元)	11.95	21.72	19.91	26.46	29.61	29.61
增速	34%	82%	-8%	33%	12%	0%
毛利率	29%	39%	35%	37%	37%	37%
有机胺						
收入 (亿元)	59.18	59.95	26.75	30.90	33.48	33.48
增速	142%	1%	-55%	16%	8%	0%
销量 (万吨)	57	48	52	60	65	65
单吨收入 (元)	10335	12505	5128	5150	5150	5150
单吨毛利 (元)	5553	7127	660	680	680	680
毛利 (亿元)	31.80	34.17	3.44	4.08	4.42	4.42
增速	208%	7%	-90%	19%	8%	0%
毛利率	54%	57%	13%	13%	13%	13%
醋酸及衍生品						
收入 (亿元)	34.63	21.06	20.52	43.20	43.20	43.20
增速	143%	-39%	-3%	111%	0%	0%
销量 (万吨)	59	58	72	150	150	150
单吨收入 (元)	5901	3657	2868	2880	2880	2880
单吨毛利 (元)	3161	1133	601	650	650	650
毛利 (亿元)	18.55	6.52	4.30	9.75	9.75	9.75
增速	459%	-65%	-34%	127%	0%	0%
毛利率	54%	31%	21%	23%	23%	23%
其他产品和业务						
收入 (亿元)	15.59	19.72	13.81	15.00	15.00	15.00
增速	-28%	27%	-30%	9%	0%	0%
毛利 (亿元)	2.70	2.70	2.52	2.50	2.50	2.50
增速	-55%	0%	-7%	-1%	0%	0%
毛利率	17%	14%	18%	17%	17%	17%
合计						
总营收 (亿元)	266.36	302.45	272.60	317.54	342.92	357.12
增速	103%	14%	-10%	16%	8%	4%
毛利 (亿元)	94.54	87.54	56.84	69.19	75.08	77.48
增速	237%	-7%	-35%	22%	9%	3%
毛利率	35%	29%	21%	22%	22%	22%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：考虑公司主营产品受到产能过剩、需求偏弱等不利因素影响，目前盈利能力处于较低水平，且短期内改善幅度有限，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，即 2024-2026 年归母净利润预测为 44.4/47.5/49.9 亿元（原 2024-2025 年预测值为 58.6/75.8 亿元），对应 EPS 为 2.1/2.2/2.4 元，对应当前股价 PE 为 12.5/11.7/11.1X，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS				PE			PB	
					2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2023E
600989.SH	宝丰能源	买入	16.35	119,900.44	0.86	0.77	1.13	1.89	19.0	21.2	14.5	8.7	3.1
000830.SZ	鲁西化工	无评级	9.50	18,206.52	1.64	0.48	1.05	1.38	5.8	19.8	9.1	6.9	1.1
600691.SH	阳煤化工	无评级	2.41	5,726.12	0.03	0.02	0.06	0.08	82.0	117.0	42.4	30.1	1.0
000422.SZ	湖北宜化	无评级	8.79	9,298.65	2.41	0.60	0.96	1.39	3.6	14.6	9.1	6.3	1.4
600426.SH	华鲁恒升	买入	26.16	55,546.05	2.97	1.68	2.09	2.24	8.8	15.5	12.5	11.7	1.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 3 月 30 日, 无评级公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1849	2041	1925	1938	2503	营业收入	30245	27260	31621	34151	35517
应收款项	39	75	87	77	92	营业成本	21491	21576	24665	26638	27703
存货净额	1173	1493	1449	1567	1678	营业税金及附加	217	190	203	234	240
其他流动资产	4114	4313	4838	5091	5450	销售费用	52	60	66	68	75
流动资产合计	8581	7923	8298	8673	9723	管理费用	262	336	373	397	430
固定资产	20617	32142	35526	38966	40551	研发费用	611	578	582	681	705
无形资产及其他	1737	1947	1869	1791	1713	财务费用	59	68	317	336	320
投资性房地产	4070	2040	2040	2040	2040	投资收益	38	8	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(26)	(40)	(34)	(33)	0
资产总计	35005	44051	47734	51471	54027	其他收入	(574)	(570)	(582)	(681)	(705)
短期借款及交易性金融负债	473	482	1496	1746	508	营业利润	7604	4428	5407	5789	6070
应付款项	1624	3807	2988	3205	3746	营业外净收支	(193)	(148)	(108)	(108)	(108)
其他流动负债	1474	1499	1705	1779	1848	利润总额	7411	4281	5299	5681	5962
流动负债合计	3571	5788	6189	6730	6102	所得税费用	1123	658	803	865	909
长期借款及应付债券	3257	7348	7348	7348	7348	少数股东损益	(2)	47	58	62	65
其他长期负债	258	478	633	836	1029	归属于母公司净利润	6289	3576	4439	4754	4988
长期负债合计	3514	7826	7981	8184	8377	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7085	13614	14170	14914	14479	净利润	6289	3576	4439	4754	4988
少数股东权益	998	1547	1587	1625	1663	资产减值准备	(41)	36	26	12	0
股东权益	26923	28891	31976	34932	37884	折旧摊销	1764	1889	3084	3450	3814
负债和股东权益总计	35005	44051	47734	51471	54027	公允价值变动损失	26	40	34	33	0
关键财务与估值指标						财务费用	59	68	317	336	320
每股收益	2.96	1.68	2.09	2.24	2.35	营运资本变动	(2697)	3939	(924)	144	320
每股红利	0.86	0.91	0.64	0.85	0.96	其它	40	(14)	14	27	38
每股净资产	12.68	13.61	15.06	16.45	17.84	经营活动现金流	5380	9464	6673	8420	9160
ROIC	24%	11%	12%	11%	11%	资本开支	0	(13375)	(6451)	(6857)	(5321)
ROE	23%	12%	14%	14%	13%	其它投资现金流	(401)	1406	0	0	0
毛利率	29%	21%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(401)	(11969)	(6451)	(6857)	(5321)
EBIT Margin	25%	17%	18%	18%	18%	权益性融资	3	500	0	0	0
EBITDA Margin	31%	24%	28%	28%	29%	负债净变化	1551	4092	0	0	0
收入增长	14%	-10%	16%	8%	4%	支付股利、利息	(1818)	(1935)	(1353)	(1799)	(2035)
净利润增长率	-13%	-43%	24%	7%	5%	其它融资现金流	(4483)	(2117)	1014	249	(1238)
资产负债率	23%	34%	33%	32%	30%	融资活动现金流	(5014)	2697	(339)	(1549)	(3273)
股息率	3.3%	3.5%	2.4%	3.2%	3.7%	现金净变动	(35)	193	(117)	14	565
P/E	8.8	15.5	12.5	11.7	11.1	货币资金的期初余额	1884	1849	2041	1925	1938
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	1849	2041	1925	1938	2503
EV/EBITDA	6.7	10.8	7.9	7.4	6.9	企业自由现金流	0	(3723)	573	1935	4206
						权益自由现金流	0	(1749)	1319	1900	2697

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所提及的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