

# 华鲁恒升 (600426.SH)

## 公司分析

### 景气下行业绩承压，项目投产贡献增量

基础化工 | 氮肥III

投资评级

**增持-B(维持)**

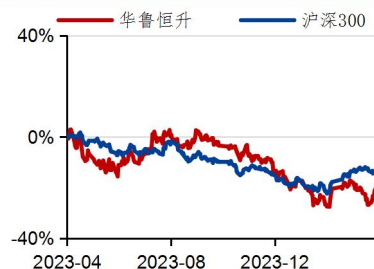
股价(2024-04-02)

26.40 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	56,055.65
流通市值(百万元)	55,846.91
总股本(百万股)	2,123.32
流通股本(百万股)	2,115.41
12个月价格区间	34.50/24.64

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.0	-9.49	-11.5
绝对收益	-3.79	-3.76	-23.11

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.cn

#### 相关报告

华鲁恒升: 景气低点短期业绩承压, 新项目助力中长期成长-华金证券-化工-华鲁恒升-公司快报 2023.9.10

#### 投资要点

◆ **事件:** 华鲁恒升发布 2023 年年报, 2023 年实现营收 272.60 亿元, 同比减少 9.87%; 归母净利润 35.76 亿元, 同比减少 43.14%; 扣非归母净利润 37.03 亿元, 同比减少 42.28%; 毛利率 20.85%, 同比减少 8.09pct。单 2023 年 Q4 看, 实现营收 79.14 亿元, 同比增加 9.36%, 环比增加 13.26%; 归母净利润 6.49 亿元, 同比减少 14.09%, 环比减少 46.73%; 扣非归母净利润 8.00 亿元, 同比减少 14.52%, 环比减少 33.93%; 毛利率 17.77%, 同比减少 0.91pct, 环比减少 6.56pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.00 元(含税), 分红总金额 12.74 亿元, 占 2023 年度归母净利润 35.63%。

◆ **景气下行业绩承压, 产销稳步增长。** 2023 年, 受需求收缩、供给冲击、预期减弱三重压力影响, 化工行业景气程度下行, 传统产能过剩、高端供给不足、同质竞争加剧、盈利能力下降的矛盾突出, 公司所在市场竞争加剧, 部分产品价格低位震荡。公司虽然通过完善大生产管理体系、提高资源能源利用效率, 加快项目建设进度, 消化了部分减利因素, 但经营业绩同比仍出现一定下滑。分产品来看, 2023 年公司新能源材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品收入分别为 154.76、26.74、56.76、20.52 亿元, 同比变化 5.61%、-55.38%、2.86%、-2.59%; 销量分别为 217.91、52.16、325.97、71.54 万吨, 同比变化 20.20%、8.80%、14.89%、24.20%; 销售均价分别为 7102、5128、1741、2868 元/吨, 同比变化-12.14%、-59.00%、-10.47%、-21.57%; 毛利率分别为 17.24%、12.87%、35.07%、20.95%, 分别同比提升 1.93pct、减少 44.12pct、减少 4.29pct、减少 10.02pct。其中 2023 年第四季度公司新能源材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品收入分别为 41.22、6.87、17.99、7.52 亿元, 同比变化 18.04%、-33.88%、22.88%、85.68%, 环比变化-5.11%、4.25%、41.43%、60.00%; 销量分别为 57.95、14.14、98.66、26.25 万吨, 同比变化 19.66%、22.11%、27.65%、90.22%, 环比变化-9.16%、5.68%、29.07%、76.53%; 均价分别为 7113、4859、1823、2865 元/吨, 同比变化-1.35%、-45.85%、-3.73%、-2.39%, 环比变化 4.45%、-1.35%、9.58%、-9.36%。

◆ **两地协同并进, 看好公司未来发展。** 公司以煤化工平台为基础, 依托洁净煤气化技术, 构建了可持续发展的产业技术平台, 协同推动德州本部及荆州基地“一体两翼”发展。2023 年 11 月公司荆州基地一期项目建成开车并运营达效, 创下业内建设、开车、盈利最快新纪录; 德州本部同步推进新能源、新材料“两新”项目和平台优化技改项目, 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。荆州基地一期项目预计产能达标后可年产尿素 100 万吨、醋酸 100 万吨、二甲基甲酰胺(DMF) 15 万吨、混甲胺 15 万吨, 进一步增强公司核心竞争力。此外, 截止 2023 年 12 月末, 公司荆州基地年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目、蜜胺树脂单体材料项目、蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目工程进度分别达到 23%、49%、37%, 预计项目建成投产后将进一步丰富公司产品结构, 提升公司市场竞争力。随



着公司德州和荆州基地新项目不断建成投产，产能将不断扩大，产品结构将更加丰富合理，进一步打开公司增长空间。

◆ **投资建议：**华鲁恒升为煤化工行业龙头公司，具有一头多线柔性联产和低成本优势，基于自身产业链协同随下游市场变化持续拓展产品线，随经济复苏周期回暖带来业绩弹性，荆州基地等项目陆续迎来投产收获期。考虑产品景气变化，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 327.32(原 352.77)/377.74(原 396.68)/413.03 亿元，同比增长 20.1%/15.4%/9.3%，归母净利润分别为 46.65(原 60.61)/58.07(原 72.06)/67.35 亿元，同比增长 30.5%/24.5%/16.0%，对应 PE 分别为 12.0x/9.7x/8.3x；维持“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**新增扩产超预期；下游需求不及预期；原材料大幅波动；项目建设不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	32,732	37,774	41,303
YoY(%)	13.6	-9.9	20.1	15.4	9.3
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	4,665	5,807	6,735
YoY(%)	-13.3	-43.1	30.5	24.5	16.0
毛利率(%)	28.9	20.9	21.3	22.3	23.3
EPS(摊薄/元)	2.96	1.68	2.20	2.74	3.17
ROE(%)	22.5	11.9	13.3	14.6	14.8
P/E(倍)	8.9	15.7	12.0	9.7	8.3
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利率(%)	20.8	13.1	14.3	15.4	16.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8581	7923	8289	10098	11330	<b>营业收入</b>	30245	27260	32732	37774	41303
现金	1849	2041	2381	3612	4515	营业成本	21491	21576	25758	29368	31684
应收票据及应收账款	39	73	61	94	76	营业税金及附加	217	190	219	245	282
预付账款	805	492	1065	732	1233	营业费用	52	60	65	76	83
存货	1173	1493	960	1837	1684	管理费用	262	336	327	378	413
其他流动资产	4716	3823	3822	3823	3822	研发费用	611	578	629	703	818
<b>非流动资产</b>	26424	36129	40266	44423	46264	财务费用	59	68	124	11	-115
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-24	-36	-37	-45	-46
固定资产	15591	28941	31437	34062	35212	公允价值变动收益	1	-6	-3	-2	-3
无形资产	1737	1947	2157	2338	2527	投资净收益	38	8	31	27	26
其他非流动资产	9096	5241	6672	8023	8525	<b>营业利润</b>	7604	4428	5600	6973	8115
<b>资产总计</b>	35005	44051	48555	54521	57594	营业外收入	28	8	16	18	18
<b>流动负债</b>	3571	5788	6420	8534	7446	营业外支出	221	156	98	119	148
短期借款	0	200	200	200	200	<b>利润总额</b>	7411	4281	5518	6872	7984
应付票据及应付账款	1624	3807	2677	4716	3260	所得税	1123	658	838	1042	1215
其他流动负债	1946	1781	3542	3618	3986	<b>税后利润</b>	6288	3622	4680	5830	6769
<b>非流动负债</b>	3514	7826	7018	6048	4541	少数股东损益	-2	47	15	23	33
长期借款	3257	7348	6540	5570	4064	<b>归属母公司净利润</b>	6289	3576	4665	5807	6735
其他非流动负债	258	478	478	478	478	EBITDA	9344	6769	8376	10128	11601
<b>负债合计</b>	7085	13614	13438	14582	11988						
少数股东权益	998	1547	1561	1584	1617	<b>主要财务比率</b>					
股本	2123	2123	2123	2123	2123	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2318	2386	2386	2386	2386	<b>成长能力</b>					
留存收益	22704	24581	28355	33170	38859	营业收入(%)	13.6	-9.9	20.1	15.4	9.3
归属母公司股东权益	26923	28891	33556	38355	43989	营业利润(%)	-10.6	-41.8	26.4	24.5	16.4
<b>负债和股东权益</b>	35005	44051	48555	54521	57594	归属于母公司净利润(%)	-13.3	-43.1	30.5	24.5	16.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	28.9	20.9	21.3	22.3	23.3
						净利率(%)	20.8	13.1	14.3	15.4	16.3
						ROE(%)	22.5	11.9	13.3	14.6	14.8
						ROIC(%)	20.9	10.9	11.5	12.9	13.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	20.2	30.9	27.7	26.7	20.8
						流动比率	2.4	1.4	1.3	1.2	1.5
						速动比率	0.9	0.4	0.4	0.4	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	525.9	488.1	488.1	488.1	488.1
						应付账款周转率	11.3	7.9	7.9	7.9	7.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	8.9	15.7	12.0	9.7	8.3
						P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	6.2	9.4	7.6	6.1	5.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)