

2023年05月04日

盈利能力处于底部区域，高端新材料持续扩张

华鲁恒升(600426)

评级:	买入	股票代码:	600426
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	38.55/25.77
目标价格:		总市值(亿)	676.91
最新收盘价:	31.88	自由流通市值(亿)	673.27
		自由流通股数(百万)	2,111.88

事件概述:

事件1: 2023年3月29日, 公司发布2022年度报告, 2022年公司营业收入302.45亿元, 同比+13.09%; 实现归母净利润62.89亿元, 同比-13.50%。

事件2: 2023年4月25日, 公司发布2023年一季度报告, 公司一季度实现营业收入60.53亿元, 同比-25.41%, 实现归母净利润7.82亿元, 同比-67.82%。

分析判断:

► 煤炭供需紧张逐渐缓解, 煤化工周期有望见底

据中煤协数据, 2022年受俄乌冲突、欧洲能源危机等因素影响, 煤炭价格呈现高位波动态势, 年内价格峰谷差达到900元/吨, 公司原材料煤和苯价格分别同比+29%、+12%, 拖累公司利润。营收分产品来看, 2022年公司新材料产品/有机胺/肥料/醋酸及衍生品实现营业收入146.53/59.95/55.18/21.06亿元, 分别同比+25.70%/+1.31%/+33.04%/-39.17%; 毛利率分别为15.31%/56.99%/39.36%/30.97%, 同比-10.14%/-3.26%/-10.47%/-22.60pct。从价格数据来看, 据百川盈孚数据, 新材料板块2022年己内酰胺/己二酸/碳酸二甲酯均价分别为13175/11230/6273元/吨, 同比-5.04%/+4.28%/-25.01%; 有机胺中DMF均价为11820元/吨, 同比-9.16%; 化肥尿素2022年均价为2689元/吨, 同比+12.42%。截至2023年4月底, 公司各产品市场价格均有不同幅度的下滑, 公司第一季度新材料相关产品/有机胺/肥料/醋酸及衍生品分别实现销售43.59/12.08/74.33/15.02万吨, 同比+5.06%/-6.72%/+18.59%/+13.36%。我们认为, 2023年随着煤炭价格回落, 在国内经济弱复苏预期下, 煤化工周期有望见底, 公司成本压力缓解, 盈利水平逐渐修复。

► 传统业务产能继续扩大, 新材料项目投产带来新的增量

公司为煤化工龙头, 截至2022年底, 公司拥有己内酰胺/己二酸/异辛醇/碳酸二甲酯/尿素/DMF/醋酸/尼龙6切片30/33/20/30/155/33/50/20万吨/年, 另有己二酸/碳酸二甲酯/尿素/DMF/醋酸在建产能20/30/100/15/100万吨/年, 其中据荆楚网, 尿素、DMF和醋酸预计2023年中建成投产。此外公司在新材料板块保持双基地扩张态势, 其中据山东广播电视台新建30万吨/年DMC和30万吨/年EMC德州基地高端溶剂项目即将建成投产, 荆州绿色新能源材料项目年产20万吨BDO、16万吨NMP、3万吨PBAT生物可降解材料, 此外我们预计10万吨/年醋酐已开始建设。我们认为, 随着未来产能逐步落地, 公司市占率有望进一步提升, 同时新材料板块将为公司业绩提供充分弹性。

投资建议

由于化工行业景气仍未恢复, 我们调整之前的盈利预测, 并新增2025年盈利预测。预计2023-2025年公司营业收入分别为326.34/383.12/444.89亿元(此前2023、2024年分别为320.51、330.26亿元); 归母净利润分别为63.16/74.53/81.83亿元(此前2023、2024年分别为91.96、96.57亿元); EPS分别为2.97/3.51/3.85元, 对应2023年4月28日收盘价31.88元PE分别为11/9/8倍。公司为煤化工行业龙头, 2022年受疫情多发

和需求转弱的影响，多项产品价格下跌，且原料价格涨幅较大，拖累公司业绩。我们预计随着原料煤价格逐渐回落，公司新建产能逐渐落地，龙头优势凸显，我们看好公司业绩修复和新增产品带来的弹性，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，项目投产不及预期，环保政策升级。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	26,744	30,245	32,634	38,312	44,489
YoY (%)	103.9%	13.1%	7.9%	17.4%	16.1%
归母净利润 (百万元)	7,271	6,289	6,316	7,453	8,183
YoY (%)	304.3%	-13.5%	0.4%	18.0%	9.8%
毛利率 (%)	35.4%	28.9%	27.0%	26.6%	25.2%
每股收益 (元)	3.44	2.97	2.97	3.51	3.85
ROE	32.7%	23.4%	19.0%	18.3%	16.7%
市盈率	9.27	10.75	10.72	9.08	8.27

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,245	32,634	38,312	44,489	净利润	6,288	6,315	7,451	8,182
YoY (%)	13.1%	7.9%	17.4%	16.1%	折旧和摊销	1,784	1,944	2,121	2,276
营业成本	21,491	23,812	28,124	33,271	营运资金变动	-1,130	1,609	-2,136	1,507
营业税金及附加	217	213	249	267	经营活动现金流	6,999	9,939	7,506	12,025
销售费用	52	75	81	80	资本开支	-6,931	-4,248	-4,566	-4,588
管理费用	262	359	387	445	投资	-400	0	0	0
财务费用	59	87	2	9	投资活动现金流	-7,292	-4,196	-4,512	-4,523
研发费用	611	718	767	890	股权募资	754	0	0	0
资产减值损失	-27	-9	-10	-11	债务募资	1,350	0	0	0
投资收益	38	52	54	64	筹资活动现金流	276	-114	-114	-114
营业利润	7,604	7,437	8,775	9,625	现金净流量	-13	5,628	2,880	7,387
营业外收支	-193	0	0	0					
利润总额	7,411	7,437	8,775	9,625	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1,123	1,122	1,323	1,444	成长能力				
净利润	6,288	6,315	7,451	8,182	营业收入增长率	13.1%	7.9%	17.4%	16.1%
归属于母公司净利润	6,289	6,316	7,453	8,183	净利润增长率	-13.5%	0.4%	18.0%	9.8%
YoY (%)	-13.5%	0.4%	18.0%	9.8%	盈利能力				
每股收益	2.97	2.97	3.51	3.85	毛利率	28.9%	27.0%	26.6%	25.2%
					净利率	20.8%	19.4%	19.5%	18.4%
					总资产收益率 ROA	18.0%	14.7%	14.9%	13.6%
					净资产收益率 ROE	23.4%	19.0%	18.3%	16.7%
					偿债能力				
					流动比率	2.40	2.70	3.88	3.91
					速动比率	1.74	2.31	3.26	3.48
					现金比率	0.52	1.41	2.13	2.59
					资产负债率	20.2%	20.5%	16.7%	17.2%
					经营效率				
					总资产周转率	0.95	0.84	0.82	0.81
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.97	2.97	3.51	3.85
					每股净资产	12.68	15.65	19.16	23.02
					每股经营现金流	3.30	4.68	3.54	5.66
					每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	10.75	10.72	9.08	8.27
					PB	2.61	2.04	1.66	1.38

资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,849	7,477	10,357	17,744
预付款项	805	797	984	1,161
存货	1,173	888	1,650	1,382
其他流动资产	4,755	5,179	5,927	6,486
流动资产合计	8,581	14,342	18,917	26,773
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15,591	16,357	17,006	17,232
无形资产	1,737	1,972	2,212	2,450
非流动资产合计	26,424	28,720	31,155	33,456
资产合计	35,005	43,061	50,072	60,229
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,624	3,046	2,367	3,994
其他流动负债	1,946	2,266	2,503	2,852
流动负债合计	3,571	5,312	4,871	6,846
长期借款	3,257	3,257	3,257	3,257
其他长期负债	258	258	258	258
非流动负债合计	3,514	3,514	3,514	3,514
负债合计	7,085	8,826	8,385	10,360
股本	2,123	2,123	2,123	2,123
少数股东权益	998	997	995	994
股东权益合计	27,921	34,236	41,687	49,869
负债和股东权益合计	35,005	43,061	50,072	60,229

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。