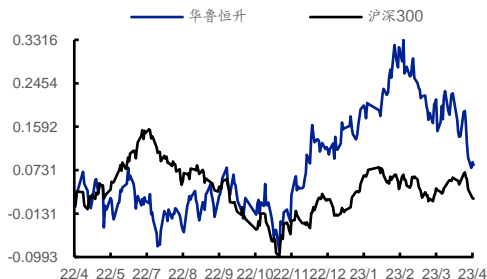


研究所  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn

## Q1 业绩承压，新能源新材料产业持续扩张

### ——华鲁恒升（600426）点评报告

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2023/04/26		
表现	1M	3M	12M	
华鲁恒升	-5.9%	-10.1%	14.9%	
沪深 300	-1.7%	-5.3%	4.6%	

市场数据		2023/04/26
当前价格(元)		31.05
52 周价格区间(元)		25.77-38.55
总市值(百万)		65,929.09
流通市值(百万)		65,573.87
总股本(万股)		212,332.00
流通股本(万股)		211,188.00
日均成交额(百万)		535.26
近一月换手(%)		0.67

《华鲁恒升(600426.SH)2022 年报点评：Q4 业绩短期承压，荆州基地新项目再加码（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2023-03-31

《——华鲁恒升（600426）点评报告：高煤价下 Q3 业绩承压，荆州基地及新材料项目有望带来高成长（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2022-10-30

《华鲁恒升（600426.SH）2022 年中报点评：上半年业绩同比增长，新能源新材料项目持续推进（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2022-08-31

《——华鲁恒升（600426）事件点评：归母净利

#### 事件：

2023 年 4 月 25 日，华鲁恒升发布 2023 年一季报：2023Q1 实现营收 60.53 亿元，同比-25.41%，环比 16.35%；实现归母净利润 7.82 亿元，同比-67.82%，环比+3.52%；实现扣非归母净利润 7.76 亿元，同比-67.83%，环比-17.14%。毛利率 20.18%，同比-18.86pct，环比+1.50pct；净利率 12.89%，同比-17.04pct，环比+2.46pct。

#### 投资要点：

##### ■ 产品价格下降，Q1 业绩承压

2023Q1，公司实现营收 60.53 亿元，同比-25.41%，环比 16.35%；实现归母净利润 7.82 亿元，同比-67.82%，环比+3.52%。其中，肥料销量 74.33 万吨，同比+18.59%，环比-3.83%，营收 14.33 亿元，同比+20.52%，环比-2.12%；有机胺销量 12.08 万吨，同比-6.72%，环比+4.32%，营收 6.93 亿元，同比-66.31%，环比-35.17%；醋酸及衍生品销量 15.02 万吨，同比+13.36%，环比+8.84%，营收 4.10 亿元，同比-32.22%，环比+1.23%；新材料相关产品销量 43.59 万吨，同比+5.06%，环比-9.99%，营收 32.09 亿元，同比-14.93%，环比-8.10%。公司一季度业绩下滑主要原因系，一季度以来公司主要产品 DMF、醋酸等价格低位运行，同时煤炭价格高位下降，但降幅小于产品，导致公司盈利能力下降。据 wind 数据，2023Q1 尿素均价 2745 元/吨，同比+0.15%，环比+5.42%；DMF 均价 6099 元/吨，同比-63.99%，环比-11.34%；醋酸均价 2964 元/吨，同比-40.50%，环比-3.86%；己二酸均价 10156 元/吨，同比-25.10%，环比+3.27%；DMC 均价 4725 元/吨，同比-36.69%，环比-15.58%；己内酰胺均价 12299 元/吨，同比-11.57%，环比+3.44%。原材料端，2023Q1 烟煤、纯苯、丙烯均价分别为 932、7036、7365 元/吨，同比分别-2.42%、-11.61%、-9.83%，环比分别-3.99%、+0.76%、-0.03%。

2023Q1 公司经营活动现金流入净额为 8.00 亿元，同比-65.23%，环比-23.32%，主要系销售商品收到的现金减少所致。2023Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 55.15 亿元，同比-21.83%，环比-20.80%。期间费用方面，2023Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.21%/1.07%/0.20%，同比+0.05/+0.19/-0.02pct，环比+0.01/+1.21/+0.07pct。

再创新高，多个项目稳步推进（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏——2022-05-01

《全年业绩创新高，新材料与新基地齐发力未来可期（买入）\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——

2022-03-30

■ 煤炭价格持续下降，盈利能力有望修复

2023年以来煤炭价格持续下降，据wind数据，截至2023年4月25日，秦皇岛动力煤(Q:5500)价格为990元/吨，较年初下降9.17%。2023年1-3月全国原煤产量为11.5亿吨，同比增加5.5%；进口煤炭1.0亿吨，同比增长96.1%。煤炭生产企业在确保安全的前提下有序释放先进产能，原煤生产较快增长，煤炭供给端得到有效保障，煤炭价格有望进一步下行。公司主要产品价格仍处于低位运行状态，进一步下跌空间有限。据wind数据，截至2023年4月25日，尿素、醋酸、DMF、己二酸、DMC均价分别为2440、3000、6000、9800、4550元/吨，同比-8.79%、-1.64%、+3.00%、+5.38%、持平。煤炭价格下降有望缓解公司原料及能源成本，公司盈利能力有望修复。

图1：公司分季度经营数据

		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比	环比
肥料	产量(万吨)	64.52	70.92	78.35	80.91	79.70	79.54	12.15%	-0.20%
	销量(万吨)	56.20	62.68	71.14	72.62	77.29	74.33	18.59%	-3.83%
	营收(亿元)	10.54	11.89	15.87	12.78	14.64	14.33	20.52%	-2.12%
	均价(元/吨)	1875.44	1896.94	2230.81	1759.85	1894.16	1927.89	1.63%	1.78%
有机胺	产量(万吨)	12.78	13.42	11.64	9.46	10.19	12.34	-8.05%	21.10%
	销量(万吨)	13.61	12.95	12.81	10.60	11.58	12.08	-6.72%	4.32%
	营收(亿元)	19.63	20.57	16.68	12.01	10.69	6.93	-66.31%	-35.17%
	均价(元/吨)	14423.22	15884.17	13021.08	11330.19	9231.43	5736.75	-63.88%	-37.86%
醋酸及衍生物	产量(万吨)	15.37	13.64	13.64	15.15	14.35	15.73	15.32%	9.62%
	销量(万吨)	14.68	13.25	13.25	15.11	13.80	15.02	13.36%	8.84%
	营收(亿元)	9.56	6.05	6.05	4.53	4.05	4.10	-32.23%	1.23%
	均价(元/吨)	6512.26	4566.04	4566.04	2998.01	2934.78	2729.69	-40.22%	-6.99%
新材料相关产品	产量(万吨)	116.06	75.68	75.68	75.52	77.26	83.83	10.77%	8.50%
	销量(万吨)	62.83	41.49	41.49	43.19	48.43	43.59	5.06%	-9.99%
	营收(亿元)	55.20	37.72	37.72	32.25	34.92	32.09	-14.93%	-8.10%
	均价(元/吨)	8785.61	9091.35	9091.35	7467.01	7210.41	7361.78	-19.02%	2.10%

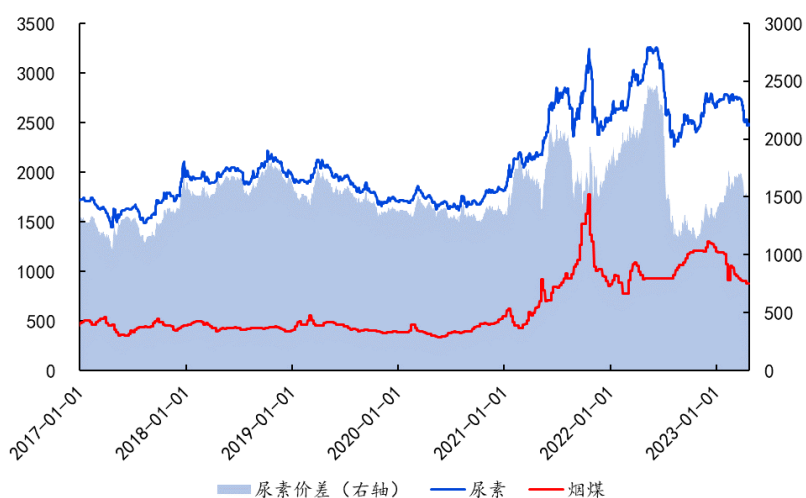
资料来源：Wind，国海证券研究所

图2：产品分季度价格价差（元/吨）

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比	环比
尿素	价格(元/吨)	2074.83	2372.42	2691.52	2655.48	2740.67	3105.97	2485.69	2603.47	2744.67	0.15%	5.42%
	价差(元/吨)	1455.45	1553.15	1612.79	1383.48	1746.15	1954.64	1415.93	1354.79	1570.44	-10.06%	15.92%
DMF	价格(元/吨)	10271.67	11486.67	14587.20	16419.78	16936.67	13579.46	11025.00	6878.33	6098.63	-63.99%	-11.34%
	价差(元/吨)	6203.09	7014.02	9458.23	10873.93	11512.29	8448.63	6685.19	2648.00	2085.02	-81.89%	-21.26%
己二酸	价格(元/吨)	9394.17	10175.00	10791.67	12890.32	13558.33	11970.97	9588.46	9834.68	10155.83	-25.10%	3.27%
	价差(元/吨)	2853.67	2098.44	1904.29	4253.41	4829.91	2285.42	874.89	1901.24	2278.64	-52.82%	19.85%
醋酸	价格(元/吨)	5391.33	7558.06	6531.36	6912.10	4982.50	4616.13	3258.46	3083.55	2964.41	-40.50%	-3.86%
	价差(元/吨)	3592.53	5443.30	4434.28	4656.11	3025.09	2736.04	1653.87	1372.00	1328.20	-56.09%	-3.19%
辛醇	价格(元/吨)	12828.33	14831.45	16984.09	12243.55	12536.67	12150.81	8718.85	9454.10	9814.41	-21.71%	3.81%
	价差(元/吨)	6445.83	7963.55	10066.82	5721.52	5889.85	5522.50	3091.45	3672.53	3989.71	-32.26%	8.64%
己内酰胺	价格(元/吨)	12405.00	13477.05	14884.09	14509.68	13908.33	14296.77	12524.62	11890.32	12299.15	-11.57%	3.44%
	价差(元/吨)	6404.00	5747.71	6661.08	6908.29	5827.48	5188.27	4298.35	4836.75	5159.36	-11.47%	6.67%
PA6	价格(元/吨)	13130.83	14034.43	15366.67	15954.84	15551.67	15167.74	13753.85	12853.23	13098.31	-15.78%	1.91%
	价差(元/吨)	642.33	493.25	427.06	1278.90	1454.28	770.77	1087.81	852.13	707.21	-51.37%	-17.01%
DMC	价格(元/吨)	7096.61	6600.00	9181.54	10237.10	7462.50	5162.10	6606.92	5596.77	4724.58	-36.69%	-15.58%
	价差(元/吨)	4643.29	4111.19	6256.25	7030.51	4681.48	2694.57	4138.89	3068.44	2382.19	-49.11%	-22.36%

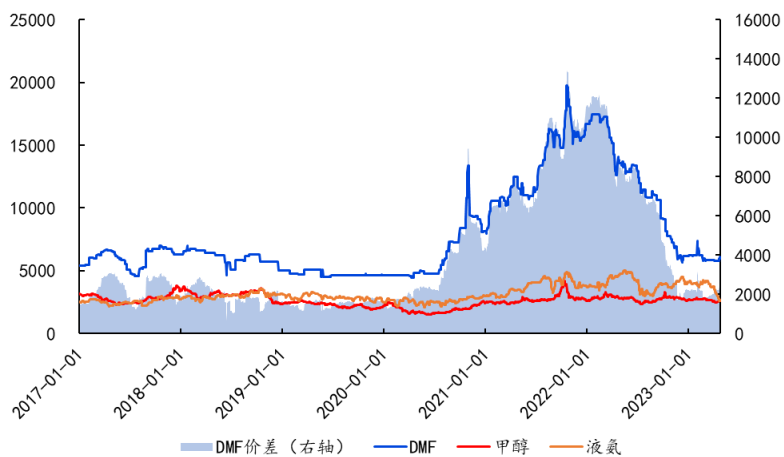
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3: 尿素价格价差 (元/吨)



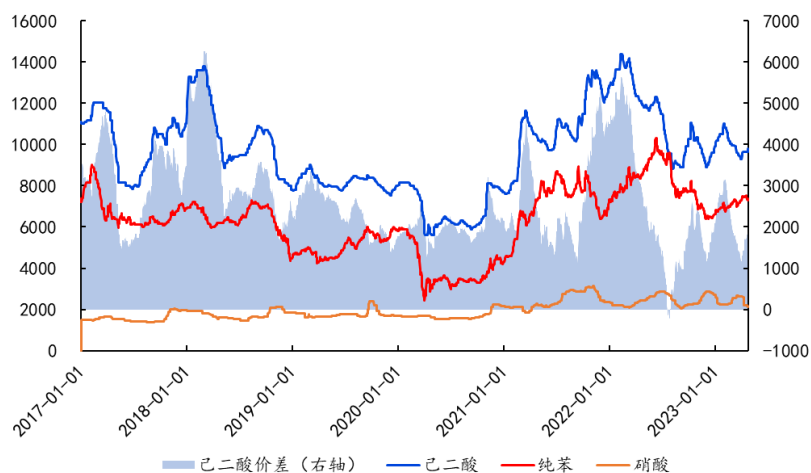
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: DMF 价格价差 (元/吨)



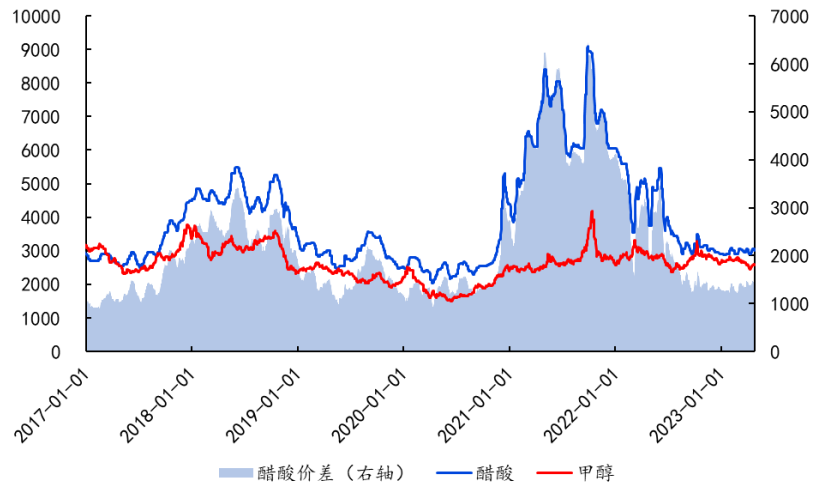
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 己二酸价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 醋酸价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

### ■ 新能源新材料产业持续扩张, 煤化工龙头优势显著

依托洁净煤气化技术及“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式, 公司不断推进现有产业链延伸拓展和产品迭代升级, 在新能源新材料领域保持固有成本优势并持续开辟新的盈利增长点。公司高端溶剂项目(建设 60 万吨/年碳酸二甲酯装置和 30 万吨/年碳酸甲乙酯装置, 副产 5 万吨/年碳酸二乙酯)预计将于 2023 年 3 月投产。30 万吨/年二元酸项目预计将于 2023 年上半年投产。尼龙 66 高端新材料项目中 20 万吨/年己二酸预计将于 2023 年底投产。

公司荆州基地一期项目建设园区气体动力平台项目与合成气综合利用项目, 形成 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年 DMF 和 15 万吨/年混甲胺产能, 项目已进入大规模设备安装阶段, 预计将于 2023 年 6 月投产。二期启动新一批高端化工项目, 包括: 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, 10 万吨/年醋酐项目, 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。荆州基地的开工建设解决了制约公司发展的空间问题, 通过低成本产能扩张和高端化工项目布局, 公司规模效益和领先优势愈发突出, 看好公司长期成长性。

### ■ 盈利预测和投资评级

受原材料价格下行影响, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 53.24、75.15、90.16 亿元, EPS 为 2.51、3.54、4.25 元/股, 对应 PE 为 12、9、7 倍, 维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30245	30548	36776	41028
增长率（%）	13	1	20	12
归母净利润（百万元）	6289	5324	7515	9016
增长率（%）	-13	-15	41	20
摊薄每股收益（元）	2.97	2.51	3.54	4.25
ROE（%）	23	17	19	18
P/E	11.18	12.38	8.77	7.31
P/B	2.61	2.04	1.66	1.35
P/S	2.33	2.16	1.79	1.61
EV/EBITDA	7.67	8.21	5.81	4.96

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华鲁恒升盈利预测表

证券代码:	600426				股价:	31.05		投资评级:	买入		日期:	2023/04/26	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	23%	17%	19%	18%	EPS	2.97	2.51	3.54	4.25				
毛利率	29%	26%	29%	31%	BVPS	12.68	15.19	18.73	22.97				
期间费率	1%	2%	1%	1%	<b>估值</b>								
销售净利率	21%	17%	20%	22%	P/E	11.18	12.38	8.77	7.31				
<b>成长能力</b>					P/B	2.61	2.04	1.66	1.35				
收入增长率	13%	1%	20%	12%	P/S	2.33	2.16	1.79	1.61				
利润增长率	-13%	-15%	41%	20%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.86	0.73	0.73	0.68	<b>营业收入</b>	<b>30245</b>	<b>30548</b>	<b>36776</b>	<b>41028</b>				
应收账款周转率	781.78	509.78	542.40	567.29	营业成本	21491	22678	25952	28349				
存货周转率	25.78	26.03	26.20	27.10	营业税金及附加	217	244	294	308				
<b>偿债能力</b>					销售费用	52	61	74	82				
资产负债率	20%	20%	19%	17%	管理费用	262	275	331	369				
流动比	2.40	1.93	2.16	2.14	财务费用	59	123	141	158				
速动比	1.85	1.50	1.69	1.67	其他费用/(-收入)	611	764	809	821				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>营业利润</b>	<b>7604</b>	<b>6397</b>	<b>9169</b>	<b>10935</b>				
现金及现金等价物	3255	3275	3933	4093	营业外净收支	-193	0	0	0				
应收款项	39	60	68	72	<b>利润总额</b>	<b>7411</b>	<b>6397</b>	<b>9169</b>	<b>10935</b>				
存货净额	1173	1174	1404	1514	所得税费用	1123	991	1421	1640				
其他流动资产	4115	4234	5206	5601	<b>净利润</b>	<b>6288</b>	<b>5405</b>	<b>7748</b>	<b>9295</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>8581</b>	<b>8743</b>	<b>10611</b>	<b>11280</b>	少数股东损益	-2	81	232	279				
固定资产	15591	17608	21923	25535	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6289</b>	<b>5324</b>	<b>7515</b>	<b>9016</b>				
在建工程	5026	9329	11480	17040	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	5807	6220	6550	6891	<b>经营活动现金流</b>	<b>6999</b>	<b>8169</b>	<b>9515</b>	<b>12071</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	6289	5324	7515	9016				
<b>资产总计</b>	<b>35005</b>	<b>41900</b>	<b>50564</b>	<b>60745</b>	少数股东权益	-2	81	232	279				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1784	1797	2419	2735				
应付款项	1624	2351	2548	2728	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1130	820	-824	-154				
其他流动负债	1946	2179	2367	2543	<b>投资活动现金流</b>	<b>-7292</b>	<b>-8539</b>	<b>-9224</b>	<b>-12258</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>3571</b>	<b>4530</b>	<b>4915</b>	<b>5271</b>	资本支出	-6931	-8539	-9224	-12258				
长期借款及应付债券	3257	3787	4317	4848	长期投资	-400	0	0	0				
其他长期负债	258	258	258	258	其他	38	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>3514</b>	<b>4044</b>	<b>4575</b>	<b>5105</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>276</b>	<b>389</b>	<b>368</b>	<b>347</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7085</b>	<b>8574</b>	<b>9490</b>	<b>10377</b>	债务融资	1350	530	530	530				
股本	2123	2123	2123	2123	权益融资	754	0	0	0				
股东权益	27921	33326	41074	50369	其它	-1828	-141	-163	-184				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35005</b>	<b>41900</b>	<b>50564</b>	<b>60745</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-13</b>	<b>20</b>	<b>659</b>	<b>159</b>				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所



## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。  
 董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。  
 汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。  
 陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验  
 贾冰，贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。  
 陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。  
 刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。