

华鲁恒升（600426.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2023年5月19日

评级：买入（维持）

市场价格：29.57

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

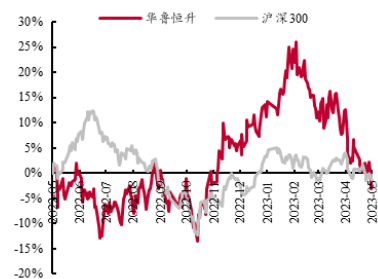
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	26,636	30,245	31,231	37,055	43,465
增长率 yoy%	103.1%	13.6%	3.3%	18.6%	17.3%
净利润（百万元）	7,254	6,289	5,311	7,567	8,486
增长率 yoy%	303.4%	-13.3%	-15.6%	42.5%	12.2%
每股收益（元）	3.42	2.96	2.50	3.56	4.00
每股现金流量	2.31	3.30	3.52	4.00	4.08
净资产收益率	31.9%	22.5%	16.7%	19.8%	18.7%
P/E	8.7	10.0	11.8	8.3	7.4
P/B	2.8	2.3	2.1	1.7	1.5

备注：股价取自 2023/5/19

基本状况

总股本(百万股)	2,123
流通股本(百万股)	2,112
市价(元)	29.57
市值(百万元)	62,787
流通市值(百万元)	62,448

股价与行业-市场走势对比



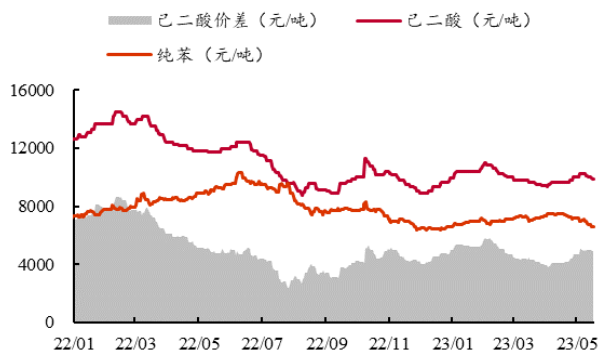
相关报告

投资要点

- **事件：4月25日，公司发布2023年第一季度报告：2023年第一季度公司实现营业收入60.53亿元，同比下降25.41%，环比下降16.35%；实现归属母公司净利润7.82亿元，同比下降67.82%，环比增长3.52%；实现扣非归母净利润7.76亿元，同比下降67.83%，环比下降17.14%。**
- **点评：**
- **周期底部确认，盈利环比改善、产销经营稳健。**盈利能力方面，受欧美等国持续加息影响，原油价格下行带动能源价格逐步回落，成本端压力释放下，公司盈利环比22Q4已有改善。23Q1，公司毛利率为20.18%，同比-18.86pct，环比+1.5pct；净利率为12.89%，同比-17.04pct，环比+2.46pct；ROE为2.86%，同比-7.49pct，环比+0.01pct。**分产品看**，根据公告，23Q1公司新能源新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品分别实现收入32.09、6.93、14.33、4.10亿元，同比-14.93%、-66.31%、+20.52%、-32.23%，环比-8.10%、-35.17%、-2.12%、+1.23%。**产销方面**，23Q1公司新能源新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品的产量分别为83.83、12.34、79.54、15.73万吨，同比+10.77%、-8.05%、+12.15%、+15.32%，环比+8.50%、+21.10%、-0.20%、+9.62%。各产品的销量分别为43.59、12.08、74.33、15.02万吨，同比+5.06%、-6.72%、+18.59%、+13.36%，环比-9.99%、+4.32%、-3.83%、+8.84%。
- **原料价格回落，产品价差修复。**原料方面，根据Wind，23Q1，纯苯、丙烯、动力煤的市场均价分别为7020、7370、1154元/吨，同比-11.37%、-9.36%、+6.48%，环比-0.03%、-0.10%、-19.11%。**价格方面**，23Q1，公司核心主营产品己二酸、乙二醇、尿素、醋酸、DMF的市场均价分别为10177、4152、2700、2960、5717元/吨，同比-24.99%、-19.68%、+3.20%、-41.32%、-65.63%，环比+3.72%、+4.46%、+4.58%、-4.13%、-16.27%。**价差方面**，己二酸、尿素、醋酸、DMF的价差均值分别为4912、691、969、1532、2114元/吨，同比-35.61%、-2.19%、-58.63%、-84.02%，环比+8.08%、+119.19%、+15.88%、-18.42%。其中，23Q1乙二醇的价差均值为691元/吨，较22Q4均值-304元/吨相比已有显著回升。随着原材料价格的持续下行，核心产品价差逐步修复下，公司依托一体化成本优势，有望推动业绩盈利能力持续回升。

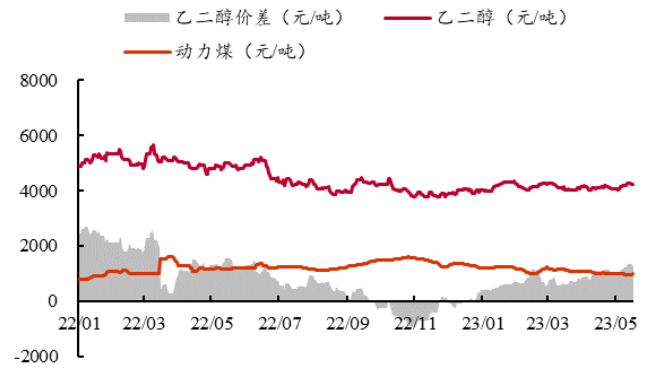
- **新能源、新材料项目建设提速。**根据公告，截至 22 年底，公司新能源新材料相关产品己内酰胺、己二酸、异辛醇、碳酸二甲酯的产能分别为 30、32.66、20、30 万吨/年；有机胺系列以 DMF 为主导，具备年产能 50 万吨；化肥业务以尿素为主导产品，现有年产能 155 万吨；醋酸及衍生品系列产品主要包括醋酸和醋酐，分别具备年产能 50 万吨和 5 万吨。22 年 11 月，公司酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）20 万吨尼龙 6 切片装置建成投产，可年产尼龙 6 切片 20 万吨。在建项目方面，截至 23Q1，公司在建工程合计 74.99 亿元，较 22 年底增加 24.73 亿元。1) **二元酸、高端溶剂项目**：根据德州新闻网，22 年 10 月，公司投资 22.3 亿元建设年产草酸二甲酯 28.5 万吨、草酸 30 万吨、碳酸二甲酯 30 万吨、碳酸甲乙酯 30 万吨，按项目规划，预计于今年年底投产放量。项目建成后，预计年可实现销售收入 66.5 亿元，利税 15 亿元。2) **尼龙 66 高端新材料项目**：根据公告，22 年 4 月，公司投资 30.78 亿元建设两套年产 4 万吨尼龙 66 装置、一套年产 20 万吨己二酸装置和一套年产 4.2 万吨己二胺装置，建成投产后年均可实现营业收入 33.56 亿元，利润 5.34 亿元。
- **荆州一期投产在即，二期建设加速推进。**根据湖北日报，荆州基地项目一期预计于今年 6 月投建投产。根据环评，合成气综合利用项目总投资 56.04 亿元，建设 80 万吨/年小颗粒尿素、20 万吨/年大颗粒尿素、100 万吨/年醋酸和 15 万吨/年 DMF，副产一甲胺 1.25 万吨和三甲胺 4.3 万吨，目前正处于设备安装高峰期。**二期项目方面**，22 年 12 月，公司年产 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环评进行报批前公示，总投资 33.87 亿元，预计建设周期为 26 个月。同期建设项目上，密胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目投资 5.41 亿元，建设尿素 52 万吨，其中 21 万吨作为密胺树脂单体项目原料，16 万吨用作柴油机尾气清洁剂产品外售，15 万吨作为功能性肥料外售。今年 2 月，10 万吨/年醋酸裂解法生产醋酐项目环评进行报批前公示，总投资 3.92 亿元，建设年产醋酐 10 万吨，预计建设期为 22 个月；4 月，密胺树脂单体材料项目（重新报批）环评征求意见公示，投资 7.34 亿元建设年产密胺单体 16 万吨、碳酸氢铵 80 万吨。随新增项目的陆续投产转固，公司有望复制德州成本、技术优势，再建一个新华鲁。
- **盈利预测与投资建议：**结合近期产品价格与原材料价格的波动，我们调整公司的盈利预测并新增 2025 年业绩预测，调整后预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 53.11/75.67/84.86 亿元（原 2023 和 2024 年分别为 70.39/89.33 亿元），**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**产品及原材料价格大幅波动、产能释放不及预期、下游需求不及预期、安全环保因素。

图表 1: 己二酸产品价格价差变化



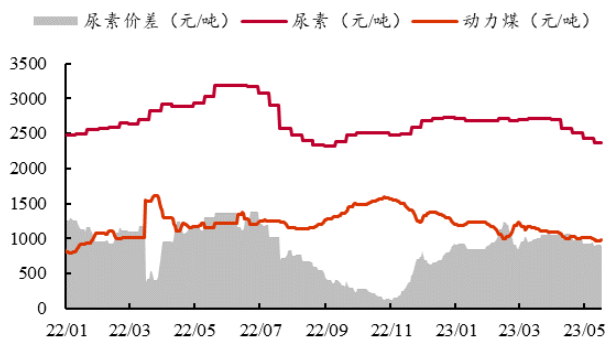
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 乙二醇产品价格价差变化



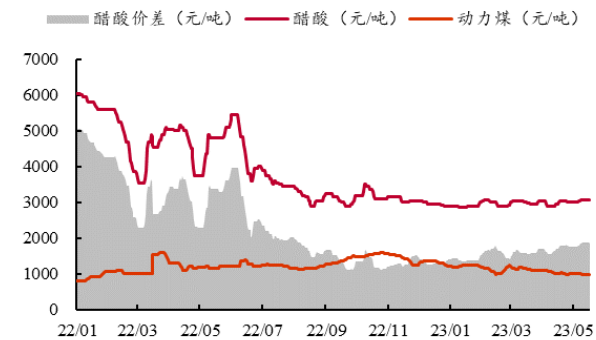
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 尿素产品价格价差变化



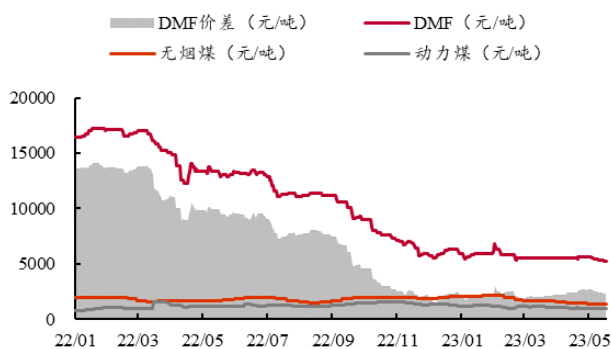
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 醋酸产品价格价差变化



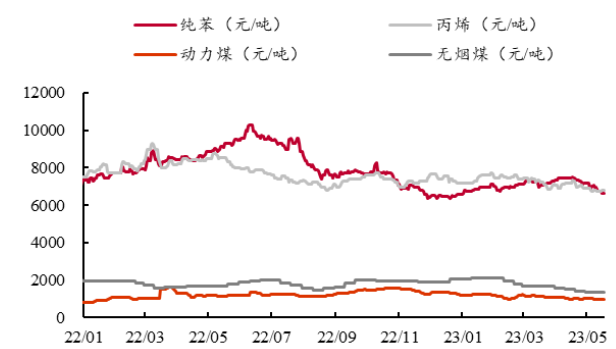
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: DMF 产品价格价差变化



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司主要原料价格变化



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 公司主营产品原料、价格及价差跟踪 (元/吨)

		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	2022	2023	23Q1 同比	23Q1 环比	23 同比
原料	动力煤	1083	1217	1254	1426	1154	1019	1246	1107	6.5%	-19.1%	-11.1%
	无烟煤	1842	1776	1741	1957	1918	1452	1829	1758	4.1%	-2.0%	-3.9%
	丙烯	8131	8212	7260	7377	7370	6990	7742	7240	-9.4%	-0.1%	-6.5%
	纯苯	7921	9158	8304	7023	7020	7203	8099	7083	-11.4%	0.0%	-12.5%
产品	己二酸	13568	12026	9682	9811	10177	9835	11257	10060	-25.0%	3.7%	-10.6%
	乙二醇	5170	4879	4196	3975	4152	4132	4551	4145	-19.7%	4.5%	-8.9%
	尿素	2616	3046	2541	2582	2700	2518	2696	2637	3.2%	4.6%	-2.2%
	醋酸	5044	4614	3265	3087	2960	3007	3995	2976	-41.3%	-4.1%	-25.5%
	DMF	16635	13351	10962	6828	5717	5508	11914	5645	-65.6%	-16.3%	-52.6%
价差	己二酸-纯苯	13568	12026	9682	9811	10177	9835	11257	10060	-25.0%	3.7%	-10.6%
	乙二醇-动力煤	1920	1229	435	-304	691	1075	813	823	+64.0%		1.2%
	尿素-动力煤	991	1221	660	442	969	989	827	976	-2.2%	119.2%	18.1%
	醋酸-动力煤	3704	3108	1713	1322	1532	1746	2453	1606	-58.6%	15.9%	-34.6%
	DMF-动力煤/无烟煤	13230	9681	7227	2591	2114	2453	8151	2230	-84.0%	-18.4%	-72.6%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 8: 公司主营业务产量变化跟踪 (万吨)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比	23Q1 环比
新能源新材料相关产品					75.68	75.85	111.52	77.26	83.83	10.8%	8.5%
有机胺	14.17	15.20	14.49	12.78	13.42	11.64	8.96	10.19	12.34	-8.0%	21.1%
肥料	68.99	70.15	59.12	64.52	70.92	78.35	80.91	79.70	79.54	12.2%	-0.2%
醋酸及衍生品	13.65	15.70	15.06	15.37	13.64	15.50	15.15	14.35	15.73	15.3%	9.6%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 公司主营业务销量变化跟踪 (万吨)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比	23Q1 环比
新能源新材料相关产品					41.49	48.18	43.19	48.43	43.59	5.1%	-10.0%
有机胺	14.30	15.26	14.09	13.71	12.95	12.81	10.60	11.58	12.08	-6.7%	4.3%
肥料	61.86	62.39	51.54	56.20	62.68	71.14	72.62	77.29	74.33	18.6%	-3.8%
醋酸及衍生品	13.83	15.32	14.85	14.68	13.25	15.44	15.11	13.80	15.02	13.4%	8.8%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 公司主营业务收入变化跟踪 (亿元)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比	23Q1 环比
新能源新材料相关产品					37.72	41.64	32.25	34.92	32.09	-14.9%	-8.1%
有机胺	10.82	13.11	15.62	19.63	20.57	16.68	12.01	10.69	6.93	-66.3%	-35.2%
肥料	9.63	10.92	10.32	10.54	11.89	15.87	12.78	14.64	14.33	20.5%	-2.1%
醋酸及衍生品	6.51	10.09	8.47	9.56	6.05	6.43	4.53	4.05	4.10	-32.2%	1.2%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,849	10,367	17,045	23,908	营业收入	30,245	31,231	37,055	43,465
应收票据	0	0	0	0	营业成本	21,491	23,731	26,644	31,678
应收账款	39	62	76	86	税金及附加	217	225	266	313
预付账款	805	620	785	1,011	销售费用	52	50	56	61
存货	1,173	1,386	1,505	1,820	管理费用	262	256	296	339
合同资产	0	0	0	0	研发费用	611	687	852	1,043
其他流动资产	4,716	4,216	4,927	6,222	财务费用	59	56	63	70
流动资产合计	8,581	16,650	24,339	33,048	信用减值损失	2	2	2	2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-27	-25	-30	-27
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	1	1	1
固定资产	15,591	13,883	12,363	11,009	投资收益	38	34	38	37
在建工程	4,884	4,884	4,884	4,884	其他收益	34	20	27	24
无形资产	1,737	1,981	2,238	2,472	营业利润	7,604	6,258	8,916	9,999
其他非流动资产	4,212	1,754	2,009	2,169	营业外收入	28	0	0	0
非流动资产合计	26,424	22,503	21,494	20,534	营业外支出	221	0	0	0
资产合计	35,005	39,153	45,833	53,582	利润总额	7,411	6,258	8,916	9,999
短期借款	0	0	0	0	所得税	1,123	949	1,351	1,515
应付票据	0	0	0	0	净利润	6,288	5,309	7,565	8,484
应付账款	1,624	1,793	2,014	2,394	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	6,290	5,311	7,567	8,486
合同负债	708	731	867	1,017	NOPLAT	6,337	5,357	7,618	8,543
其他应付款	261	261	261	261	EPS (按最新股本摊薄)	2.96	2.50	3.56	4.00
一年内到期的非流动负债	473	473	473	473					
其他流动负债	504	509	547	595					
流动负债合计	3,571	3,768	4,162	4,740					
长期借款	3,257	3,257	3,257	3,257					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	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	7,282	7,676	8,254					
归属母公司所有者权益	26,923	30,541	36,445	43,196					
少数股东权益	998	1,330	1,712	2,132					
所有者权益合计	27,921	31,871	38,157	45,328					
负债和股东权益	35,005	39,153	45,833	53,582					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,999	7,484	8,492	8,667
现金收益	8,120	7,103	9,179	9,939
存货影响	-135	-213	-119	-315
经营性应收影响	-145	188	-150	-209
经营性应付影响	-352	169	220	380
其他影响	-489	236	-638	-1,129
投资活动现金流	-7,292	2,783	-88	1
资本支出	-5,220	-274	-288	-265
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-2,072	3,057	200	266
融资活动现金流	276	-1,749	-1,726	-1,805
借款增加	1,354	0	0	0
股利及利息支付	-1,818	-1,335	-1,973	-2,173
股东融资	754	252	291	350
其他影响	-14	-666	-44	18

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.6%	3.3%	18.6%	17.3%
EBIT增长率	-13.4%	-15.5%	42.2%	12.1%
归母公司净利润增长率	-13.3%	-15.6%	42.5%	12.2%
获利能力				
毛利率	28.9%	24.0%	28.1%	27.1%
净利率	20.8%	17.0%	20.4%	19.5%
ROE	22.5%	16.7%	19.8%	18.7%
ROIC	29.1%	19.2%	23.0%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	20.2%	18.6%	16.7%	15.4%
债务权益比	14.3%	12.5%	10.4%	8.8%
流动比率	2.4	4.4	5.8	7.0
速动比率	2.1	4.1	5.5	6.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	32	26	26	25
存货周转天数	19	19	20	19
每股指标 (元)				
每股收益	2.96	2.50	3.56	4.00
每股经营现金流	3.30	3.52	4.00	4.08
每股净资产	12.68	14.38	17.16	20.34
估值比率				
P/E	10	12	8	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	47	54	41	38

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。