

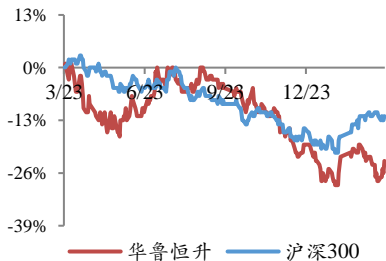
## Q4 产品价格差短期回落，荆州基地投产贡献业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-31

收盘价（元）	26.16
近12个月最高/最低（元）	34.34/24.09
总股本（百万股）	2,123
流通股本（百万股）	2,112
流通股比例（%）	99.46
总市值（亿元）	555
流通市值（亿元）	552

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2024年3月29日晚，华鲁恒升发布2023年年度报告，报告期内公司实现营业收入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%。2023Q4实现营收79.14亿元，同比增长9.36%，环比增长13.27%，归母净利润6.49亿元，同比下降14.09%，环比下降46.72%。

#### ● Q4 主营产品量增价差缩减，公司产品毛利率环比下降

受益于荆州基地项目投产，2023Q4公司主营产品产销量环比大增，新能源材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品生产量分别为106.35/107.25/15.46/29.45万吨，环比分别为-0.99%/+25.90%/+27.03%/+96.99%；新能源材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品销售量分别为57.95/98.66/14.14/26.25万吨，环比分别为-9.16%/+29.07%/+5.68%/+76.53%，公司2023Q4营收79.14亿元，环比增长13.27%。但2023Q4原材料价格稳中有升，部分产品价格有所回落，产品毛利率短期承压。根据百川数据，2023Q4动力煤/纯苯/丙烯市场均价894.62/7474.52/6943.95元/吨，环比变化+5.88%/-1.56%/+4.72%，产品方面，尿素/DMF/醋酸/碳酸二甲酯价格分别为2411.66/5039.95/3225.77/3991.21元/吨，环比变化+0.31%/-7.01%/-11.70%/-7.89%，2023Q4公司毛利率17.77%，环比下降6.56pct。

#### ● 荆州基地投产贡献业绩，加码新材料打开成长空间

公司煤气化平台后端多线布局，向价值链高端发展，成本控制水平高于行业平均水准。2023年11月，荆州子公司一期项目建成，投产，创下业内建设、开车、盈利最快新纪录，实现稳产增盈；德州本部全力推进新能源、新材料“两新”项目，高端溶剂、3x480t/h高效锅炉项目投产达产，尼龙66高端新材料项目如期推进。此外荆州基地绿色新能源项目投资50.54亿元，建设年产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。荆州基地作为公司资本开支的重要项目，新项目的投产将打开公司新的成长空间。

#### ● 投资建议

华鲁恒升是国内化工行业的龙头企业之一，以煤气化平台为基础，构筑一体化运行模式，具有较强的成本控制优势，目前产品价格仍处于底部区间，叠加公司新产能项目投产，预计公司2024-2026年归母净利润分别为45.36、54.97、63.10亿元，同比增速为26.8%、21.2%、14.8%，2024-2025年业绩较前值分别变化-27.53%、-

24.33%，对应 PE 分别为 12、10、9 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27260	35193	39360	42462
收入同比 (%)	-9.9%	29.1%	11.8%	7.9%
归属母公司净利润	3576	4536	5497	6310
净利润同比 (%)	-43.1%	26.8%	21.2%	14.8%
毛利率 (%)	20.9%	20.0%	21.7%	22.5%
ROE (%)	12.4%	13.6%	14.1%	13.9%
每股收益 (元)	1.69	2.14	2.59	2.97
P/E	16.34	12.25	10.10	8.80
P/B	2.03	1.66	1.43	1.23
EV/EBITDA	9.81	6.84	5.46	4.70

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7923	8256	12826	16698
现金	2041	862	4895	8217
应收账款	57	59	74	76
其他应收款	2	1	2	2
预付账款	492	849	816	931
存货	1493	1743	2019	2096
其他流动资产	3837	4741	5019	5375
<b>非流动资产</b>	36129	41961	45823	49864
长期投资	0	0	0	0
固定资产	28941	33776	38027	41754
无形资产	1947	2172	2389	2610
其他非流动资产	5241	6013	5407	5501
<b>资产总计</b>	44051	50217	58648	66562
<b>流动负债</b>	5788	6377	8236	8774
短期借款	200	700	1200	1700
应付账款	3314	3228	4131	4091
其他流动负债	2274	2449	2904	2983
<b>非流动负债</b>	7826	8831	9834	10829
长期借款	7348	8348	9348	10348
其他非流动负债	478	483	486	481
<b>负债合计</b>	13614	15208	18069	19603
少数股东权益	1547	1575	1628	1679
股本	2123	2123	2123	2123
资本公积	2386	2386	2386	2386
留存收益	24382	28925	34442	40772
归属母公司股东权益	28891	33433	38951	45280
<b>负债和股东权益</b>	44051	50217	58648	66562

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4715	7116	11001	11119
净利润	3622	4564	5551	6360
折旧摊销	2065	3633	4193	4718
财务费用	91	426	551	676
投资损失	-25	-106	-130	-140
营运资金变动	-1054	-1410	832	-501
其他经营现金流	4692	5983	4723	6868
<b>投资活动现金流</b>	-7280	-9378	-7939	-8636
资本支出	-8705	-9473	-8059	-8766
长期投资	1400	-10	-10	-10
其他投资现金流	25	106	130	140
<b>筹资活动现金流</b>	2658	1076	952	819
短期借款	200	500	500	500
长期借款	4092	1000	1000	1000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	67	0	0	0
其他筹资现金流	-1701	-424	-548	-681
<b>现金净增加额</b>	101	-1179	4033	3322

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	27260	35193	39360	42462
营业成本	21576	28170	30804	32901
营业税金及附加	190	249	277	300
销售费用	60	69	82	86
管理费用	336	369	449	464
财务费用	68	344	517	480
资产减值损失	-33	-9	-4	-6
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	8	106	130	140
<b>营业利润</b>	4428	5387	6555	7508
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	156	0	0	0
<b>利润总额</b>	4281	5387	6555	7508
所得税	658	822	1004	1148
<b>净利润</b>	3622	4564	5551	6360
少数股东损益	47	29	53	50
<b>归属母公司净利润</b>	3576	4536	5497	6310
EBITDA	6560	9364	11264	12707
EPS (元)	1.69	2.14	2.59	2.97

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.9%	29.1%	11.8%	7.9%
营业利润	-41.8%	21.6%	21.7%	14.5%
归属于母公司净利润	-43.1%	26.8%	21.2%	14.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	20.9%	20.0%	21.7%	22.5%
净利率 (%)	13.1%	12.9%	14.0%	14.9%
ROE (%)	12.4%	13.6%	14.1%	13.9%
ROIC (%)	9.9%	10.9%	11.6%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	30.9%	30.3%	30.8%	29.5%
净负债比率 (%)	44.7%	43.4%	44.5%	41.7%
流动比率	1.37	1.29	1.56	1.90
速动比率	0.76	0.65	1.02	1.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.75	0.72	0.68
应收账款周转率	570.76	606.63	590.43	566.80
应付账款周转率	8.74	8.61	8.37	8.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.69	2.14	2.59	2.97
每股经营现金流 (摊薄)	2.22	3.35	5.18	5.24
每股净资产	13.61	15.75	18.34	21.33
<b>估值比率</b>				
P/E	16.34	12.25	10.10	8.80
P/B	2.03	1.66	1.43	1.23
EV/EBITDA	9.81	6.84	5.46	4.70

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。