

2023年3月30日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

41

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/3/29)	33.64
上证指数(2023/3/29)	3240.06
股价 12 个月高/低	38.55/25.77
总发行股数(百万)	2123.32
A 股数(百万)	2111.88
A 市值(亿元)	710.44
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.06%)
每股净值(元)	12.68
股价/账面净值	2.65
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.5 1.5 4.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.07.27	28.26	买进
2022.10.27	27.34	买进

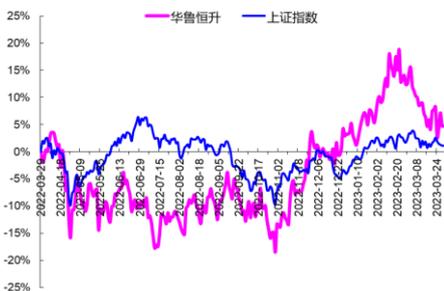
产品组合

新材料相关产品	43.9%
有机胺	22.5%
肥料	15.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	25.0%
一般法人	39.5%

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买进

业绩短期承压，荆州项目投产在即

事件：公司发布2022年年报，全年实现营收302.45亿元，yoy+13.09%，实现归母净利润62.89亿元，yoy-13.78%，符合预期。Q4单季实现营收72.36亿元，yoy-14.96%，qoq+11.76%，实现归母净利润7.55亿元，yoy-55.18%，qoq-26.35%。公司利润分配方案为每股派发现金红利0.80元（含税）。

公司同时发布公告，拟投资50.54亿元，在荆州基地建设一系列高端化工项目，其中包括年产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以及蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目。

结论与建议：2022年下半年，化工景气度下滑，能源价格高位，公司业绩承压。2023年随着国内下游需求复苏，化工品价格企稳，叠加公司荆州基地产能投放，公司业绩有望修复。公司是煤化工标杆企业，成本和能耗优势明显，竞争能力强。此外公司前期在建此项目将迎来收获期，看好公司长期成长，维持“买进”评级。

■ **下半年景气回落，公司业绩承压：**2022年化工行业景气度前高后低，上半年公司业绩同比大增，但下半年化工品价格下跌，公司部分主营产品价格下行，叠加能源价格持续高位，公司利润受到双向挤压。2022年公司毛利率同比下滑6.47pct到28.94%。分板块看，公司新能源新材料板块销量为181万吨（yoy+30%），主要受益于酰胺及尼龙新材料项目20万吨尼龙6装置建成投产，板块营收为147亿元（yoy+26%），板块毛利率同比下滑10.14pct至15.31%。有机胺板块销量为48万吨（yoy-16%），板块营收为60亿元（yoy+1%），板块毛利率同比增加3.26pct至56.99%。肥料板块销量为284万吨（yoy+22%），板块营收为55亿元（yoy+13%），板块毛利率同比增加10.47pct至39.36%。醋酸及衍生品板块销量为57.60万吨（yoy-2%），板块营收为21亿元（yoy-39%），板块毛利率同比下降22.60pct至30.97%。

■ **费用控制合理，研发投入持续增加：**公司费用控制合理，销售费用率同比下降0.07pct到0.17%，管理费用率同比下降0.17pct达0.87%，财务费用率同比下降0.16pct到0.19%。公司加大研发投入，研发费用率同比增加0.64pct达2.02%。

■ **Q4业绩探底，静待盈利修复：**22年Q4公司部分产品价格探底，叠加原料煤价格上涨，公司业绩触底，Q4单季毛利率环比下滑4.61pct至18.67%。据百川资讯，2022Q4动力煤均价达1067元/吨（qoq+13%），公司原料成本大幅上升。目前来看公司至暗时刻已过，尿素、己内酰胺等产品价格回升，根据百川资讯，2023Q1尿素均价2683元/吨（qoq+4%），醋酸均价3319元/吨（qoq-4%），己内酰胺均价12346元/吨（qoq+4%），己二酸均价10190元/吨（qoq+4%），DMF均价为5702元/吨（qoq-14%），乙二醇均价4154元/吨（qoq+4%），DMC均价4791元/吨（qoq-16%）。此外原料端动力煤价格回落，2023Q1动力煤均价为1019元/吨（qoq-5%）公司盈利有望得到修复。

■ **荆州基地投产在即，新晋产能保障成长：**公司前期在煤化工和新材料方面的新建项目迎来收获期，2023年下半年荆州基地一期预计投产，公司将新增100万吨尿素、100万吨醋酸、15万吨DMF、15万吨混甲胺等产能。公司还新公布了荆州基地的四个规划项目，总投资达50.45亿元，建设周期14-29个月，后续将为公司带来年产20万吨BDO、16万吨NMP、3万吨PBAT、10万吨醋酐、16万吨蜜胺树脂单体及52万吨熔融尿素的新晋产能，建成后预计贡献营收合计73.55亿元，公司长期成长动力充足。公司德州基地专注发展新材料新能源领域，高端新材料项目一期20万吨/年己二酸项目、12万吨PBAT可降解塑料项目、30万吨DMC项目预计均在2023年投产，为公司带来新的利润点。

- 盈利预测：**考虑到公司主营产品价格仍在低位，我们下修 2023/2024 盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 58/69/79 亿元，yoy-7%/+18%/+14%（前值 70.47/82.29 亿元，yoy+6.5%/+16.77%），折合 EPS 为 2.75/3.26/3.73 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 12/10/9 倍，看好公司长期成长，维持“买进”评级。
- 风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7,271	6,289	5,850	6,923	7,923
同比增减	%	304.30%	-13.50%	-6.99%	18.35%	14.45%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.44	2.96	2.75	3.26	3.73
同比增减	%	211.41%	-13.96%	-6.99%	18.35%	14.45%
A 股市盈率(P/E)	X	9.77	11.36	12.21	10.32	9.02
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.8	0.8	1	1
股息率 (Yield)	%	2.38%	2.38%	2.38%	2.97%	2.97%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	26744	30245	31473	37675	42546
经营成本	17274	21491	23165	27868	31385
研发费用	368	611	623	730	808
营业税金及附加	135	217	226	271	306
销售费用	63	52	54	64	73
管理费用	276	262	272	326	368
财务费用	96	59	61	73	83
资产减值损失	-39	-27	-27	-27	-27
投资收益	30	38	31	25	20
营业利润	8526	7604	7113	8378	9556
营业外收入	19	28	29	31	32
营业外支出	1	221	221	221	221
利润总额	8543	7411	6893	8157	9336
所得税	1273	1123	1045	1236	1415
少数股东损益	0	-2	-2	-2	-2
归属于母公司股东权益	7271	6289	5850	6923	7923

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1884	1849	5208	7666	8785
应收账款	76	39	46	56	67
存货	1039	1173	1314	1577	1892
流动资产合计	8391	8581	12739	16348	18821
长期股权投资					
固定资产	16081	15591	20268	24322	29186
在建工程	1239	5026	6534	6207	5897
非流动资产合计	20262	26424	29708	34361	38396
资产总计	28653	35005	42447	50709	57217
流动负债合计	4219	3571	3515	3254	3078
非流动负债合计	1729	3514	2970	2676	2412
负债合计	5948	7085	6485	5930	5490
少数股东权益	450	998	1215	1471	1765
股东权益合计	22705	27921	33987	41167	49384
负债及股东权益合计	28653	35005	40472	47097	54874

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	4906	6999	8049	9659	10625
投资活动产生的现金流量净额	-3629	-7292	-5104	-7657	-9954
筹资活动产生的现金流量净额	-556	276	414	456	447
现金及现金等价物净增加额	717	-13	3359	2458	1118

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。