

2023年7月13日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

35.7

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/7/13)	33.14
上证指数(2023/7/13)	3236.48
股价 12 个月高/低	37.55/25.1
总发行股数(百万)	2123.32
A 股数(百万)	2111.88
A 市值(亿元)	699.88
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.06%)
每股净值(元)	12.27
股价/账面净值	2.70
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.5 -0.1 28.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.3.30	33.64	买进
2023.4.27	31.05	区间操作

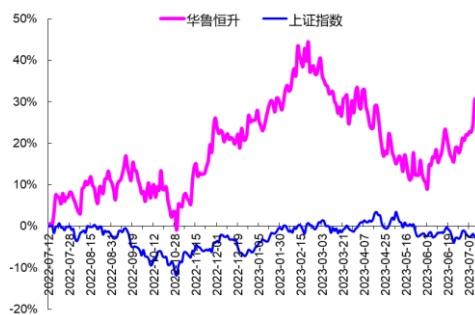
产品组合

新材料相关产品	49.9%
有机胺	20.4%
肥料	18.8%

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)

Trading Buy 区间操作

Q2 业绩符合预期，荆州基地保障长期成长

事件：公司发布2023年上半年业绩预告，2023年H1预计实现归母净利润16.50-17.50亿元，yoy-61.20%至-63.41%，业绩符合预期。Q2单季来看，公司预计实现归母净利润8.68-9.68亿元，yoy-58.27%至-53.46%,qoq+11.09%至23.88%，实现环比增长。

结论与建议：主营化工品价格弱勢带累公司业绩，叠加 22 年高基期，业绩同比大幅下降，但原料端压力逐渐消退，公司业绩环比修复。公司周期底部扩张，年内多个专案投产，有望以量补价，确立盈利底部。公司荆州基地规划下游新材料专案，看好公司长期成长。目前化工品价格依然处于底部，维持“区间操作”评级。

■ **主营产品价格下行，上半年业绩承压：**2023 年来，受下游需求偏弱、产能过剩、同质竞争加剧等因素影响，公司主营的周期性化工品价格下滑，叠加 2022 年高基期，公司业绩同比下降。据百川盈孚，Q2 尿素市场均价为 2292 元/吨 (yoy-25%,qoq-15%)，醋酸市场均价为 3109 元/吨 (yoy-36%,qoq-6%)，甲醇市场均价为 2082 元/吨 (yoy-17%,qoq-10%)，DMF 市场均价为 5159 元/吨 (yoy-9%,qoq+3%)，己二酸市场均价为 9507 元/吨 (yoy-21%,qoq-6%)，辛醇市场均价为 9398 元/吨 (yoy-22%,qoq-3%)，DMC 市场均价为 4667 元/吨 (yoy-10%,qoq-9%)。我们认为公司业绩环比增长，主要是受益于原材料和能源成本下降，2023 年 Q2，动力煤均价为 837 元/吨 (yoy-10%,qoq-18%)，纯苯均价为 6845 元/吨 (yoy-24%,qoq-3%)，丙烯均价为 6637 元/吨 (yoy-18%,qoq-8%)。

■ **7 月价格回暖，看好业绩逐季修复：**6 月底以来，尿素、醋酸、甲醇等产品价格触底反弹。据百川盈孚，目前尿素市场价为 2263 元/吨 (相较于 6 月底上涨 5.45%)，醋酸价格为 3218 元/吨 (相较于 6 月底上涨 11.40%)，甲醇价格为 2034 元/吨 (相较于 6 月底上涨 5.55%)。产品价格回暖，加上上游原料价格逐步回落，看好公司盈利逐季修复。

■ **荆州基地投产在即，新晋产能保障成长：**公司德州基地30万吨DMC专案中15万吨和30万吨草酸专案中20万吨装置已运行，为Q2业绩贡献利润。德州尼龙66项目一期20万吨/年己二酸(外销量14.8万吨)预计下半年建成投产。公司荆州基地下半年也将迎来收获期，荆州一期项目将为公司带来100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年DMF、15万吨/年混二甲胺等产品。后续，公司在荆州基地还规划了16万吨NMP、20万吨BDO、3万吨PBTA、10万吨醋酐，16万吨蜜胺树脂单体材料、80万吨碳酸氢铵、52万吨尿素(中间原料)等产能，总投资达50.54亿元，全部建设完成后预计将为公司带来73.55亿/年的营收增长，保障公司长期成长。

■ **盈利预测：**目前公司主营产品价格仍处于低位，我们下修盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现净利润45/61/73亿元，yoy-29%/+35%/+20%，(前值50/64/78亿元)，折合EPS为2.12/2.86/3.44元，目前A股股价对应的PE为16/12/10倍，估值合理，长期成长动力充足，维持“区间操作”评级，建议逢低布局。

■ **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	4,496	6,065	7,303
同比增减	%	304.30%	-13.50%	-28.52%	34.90%	20.42%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.44	2.96	2.12	2.86	3.44
同比增减	%	211.41%	-13.96%	-28.52%	34.90%	20.42%
A 股市盈率(P/E)	X	9.63	11.19	15.65	11.60	9.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.8	0.8	1	1
股息率 (Yield)	%	2.41%	2.41%	2.41%	3.02%	3.02%

【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	28252	35699	42355
经营成本	17274	21491	21663	26978	31928
研发费用	368	611	559	692	805
营业税金及附加	135	217	203	257	305
销售费用	63	52	48	61	72
管理费用	276	262	244	309	366
财务费用	96	59	55	69	82
资产减值损失	-39	-27	-29	-29	-29
投资收益	30	38	31	25	20
营业利润	8526	7604	5518	7367	8826
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	5297	7146	8605
所得税	1273	1123	803	1083	1304
少数股东损益	0	-2	-1	-2	-2
归属于母公司股东权益	7271	6289	4496	6065	7303

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	552	2247	4165
应收账款	76	39	46	56	67
存货	1039	1173	1314	1577	1892
流动资产合计	8391	8581	8083	10928	14202
长期股权投资	0	0	0	0	0
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	32790	36705	41458
资产总计	28653	35005	40873	47634	55659
流动负债合计	4219	3571	3936	4320	4763
非流动负债合计	1729	3514	4430	4517	4524
负债合计	5948	7085	8366	8836	9287
少数股东权益	450	998	1165	1390	1662
股东权益合计	22705	27921	32507	38797	46372
负债及股东权益合计	28653	35005	40873	47634	55659

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	7139	8567	9424
投资活动产生的现金流量净额	-3629	-7292	-8021	-6417	-7059
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	-1296	1694	1919

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, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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j@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j@。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。