

2023年9月1日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

38.00

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/8/31)	33.10
上证指数(2023/8/31)	3119.88
股价 12 个月高/低	37.55/25.49
总发行股数(百万)	2123.32
A 股数(百万)	2111.88
A 市值(亿元)	699.03
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.06%)
每股净值(元)	12.71
股价/账面净值	2.60
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.2 11.4 16.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.4.27	31.05	区间操作
2023.7.13	33.14	区间操作

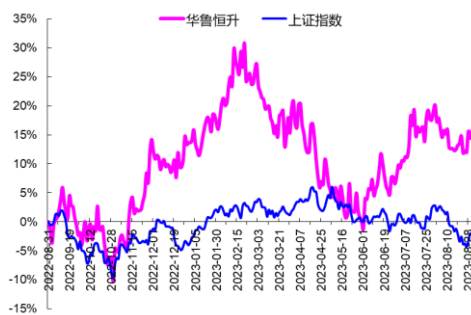
产品组合

新材料相关产品	57.6%
肥料	21.4%
有机胺	10.9%

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

Q2 业绩符合预期，荆州基地保障长期成长

事件：公司发布2023年半年报，上半年实现营收123.59亿，yoy-25.25%；实现归母净利润16.92亿元，yoy-62.09%，处于业绩预告范围中值。Q2单季公司实现营收63.05亿元，yoy-25.10%,qoq+4.17%；实现归母净利润9.27亿元，yoy-55.40%,qoq+18.71%，符合预期。

结论与建议：2023 上半年受化工品价格下滑影响，公司业绩同比下滑，但受益于销量增长和原材料成本下降，Q2 公司业绩环比增长。Q3 以来公司产品价格回暖，步入“金九银十”旺季，看好公司业绩持续修复。荆州基地一期项目建设完成，投产在即，看好新项目带来的业绩增长。公司长期成长潜力大，给予“买进”评级。

■ **新材料销量提升，Q2 业绩实现环比增长：**公司 Q2 单季营收和业绩环比增长，主要受益于新材料板块销量增长。Q2 单季公司新材料板块销量达 96 万吨，yoy+9%，qoq+21%；虽然板块产品均价环比降低 2%，但总营收环比增加 18%达 38 亿元。板块内德州基地 DMC 和草酸新装置贡献销售增量，拉动板块营收增长。醋酸板块产品 Q2 均价环比持平，销量环比微增 3%，板块整体营收环比微增 2%到 4.2 亿元。有机胺板块均价环比降 12%，销量环比增加 4%，营收下滑 8%到 6.4 亿元。肥料版块均价环比下滑 21%，销量环比增 3%，营收环比下降 18%到 11.7 亿元。公司业绩环比增长还受益于原材料和能源价格环比下降，据百川盈孚，Q2 动力煤均价为 837 元/吨，qoq-18%，纯苯均价为 6845 元/吨，qoq-3%，丙烯均价为 6637 元/吨，qoq-8%。

■ **Q3 价格回暖，看好业绩逐季修复：**Q3 以来，公司大部分主营产品价格进一步回暖，7、8 月尿素均价为 2367 元/吨，较 Q2 均价提高 3%；醋酸均价为 3215 元/吨，较 Q2 均价提高 3%；甲醇均价为 2092 元/吨，较 Q2 均价提高 1%；DMF 均价为 5034 元/吨，较 Q2 均价下降 3%；己二酸均价为 9262 元/吨，较 Q2 均价下降 3%；辛醇均价为 10906 元/吨，较 Q2 均价提高 16%；DMC 市场均价为 4408 元/吨，较 Q2 均价下降 6%。成本端，原材料价格持续下降，7、8 月动力煤均价为 711 元/吨，较 Q2 均价下降 15%；纯苯均价为 7231 元/吨，较 Q2 均价提高 6%；丙烯均价为 6437 元/吨，较 Q2 均价下降 3%。步入“金九银十”化工旺季，看好 Q3 公司业绩进一步提升。

■ **毛利环比提高，费用控制合理：**2023H1 公司毛利为 28.43%，同比下降 7.22pct；Q2 单季毛利率为 21.51%，yoy-10.87%，qoq+1.33%。上半年公司费用整体控制合理，管理和财务费用同比下降，但由于营收降低，整体费用率增加 0.65pct 到 3.60%。其中研发费用率同比增加 0.30pct 到 1.88%，销售费用率同比增加 0.01pct 到 0.16%，管理费用率同比增加 0.40pct 到 1.34%，财务费用率同比降低 0.07pct 到 0.21%，主要是本期费用化利息支出减少。

■ **荆州基地安装完成，新晋产能保障成长：**公司荆州基地一期项目主体安装基本完成，水电汽等公用工程管线相继投用，部分工序进入试车、调试阶段。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：**我们维持盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 45/61/73 亿元，yoy-29%/+35%/+20%，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，考虑“金九银十”旺季将至，给予“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	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	9.61	11.17	15.63	11.59	9.62
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.8	0.8	1	1
股息率 (Yield)	%	2.42%	2.42%	2.42%	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。