

600426.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.99

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.6)	(1.6)	(1.8)	(20.9)
相对上证综指	(5.2)	(3.0)	(5.3)	(14.0)

发行股数(百万)	2,123.32
流通股(百万)	2,115.41
总市值(人民币 百万)	57,308.41
3个月日均交易额(人民币 百万)	368.52
主要股东	
山东华鲁恒升集团有限公司	32.06

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月3日收市价为标准

相关研究报告

- 《华鲁恒升》20230904
- 《华鲁恒升》20230401
- 《华鲁恒升》20220902

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 农化制品

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

华鲁恒升

低成本优势巩固, 荆州基地增添新动能

2023年度, 公司实现营业收入272.6亿元, 同比减少9.87%, 归母净利润35.76亿元, 同比减少43.14%。其中, 第四季度实现营收79.14亿元, 同比增长9.36%, 环比增长13.26%, 实现归母净利润6.49亿元, 同比减少14.09%, 环比减少46.73%。受行业景气度下行影响, 公司业绩短期承压, 看好其未来盈利修复以及荆州基地发展潜力, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **行业景气度短期承压, 产品销量逆势增长。**2023年, 受需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力影响, 产品价格低位震荡, 行业景气度承压下行, 公司销售毛利率为20.85%, 同比降低8.09pct, 其中, 第四季度销售毛利率为17.77%, 同比降低0.91pct。公司通过新项目投产及技改扩能, 实现产品总销量逆势增长, 2023年度, 新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸板块分别实现销量217.91/325.97/52.16/71.54万吨, 同比+20.20%/+14.89%/+8.80%/+24.20%; 销售均价分别为7101.80/1741.30/5128.16/2868.23元/吨, 同比减少12.14%/10.47%/58.99%/21.57%; 实现营收154.76/56.76/26.75/20.52亿元, 同比分别+5.61%/+2.86%/-55.38%/-5.59%; 毛利率为17.24%/35.07%/12.87%/20.95%, 同比分别+1.93pct/-44.12pct/-4.29pct/-10.02pct。此外, 公司根据诉讼和解情况计提装置运营补偿金和技术使用费, 2023年摊销1.54亿元。未来随着行业景气度修复, 公司盈利能力有望改善。
- **荆州基地一期投产, 成长空间提升。**2023年荆州基地一期投产, 新增年产尿素100万吨、醋酸100万吨、二甲基酰胺(DMF)15万吨、混甲胺15万吨, 同时, 高端溶剂项目顺利投产, 公司具备年产碳酸二甲酯60万吨(其中销售量30万吨)、碳酸甲乙酯30万吨、碳酸二乙酯5万吨能力。此外, 公司二期项目仍在推进, 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、52万吨熔融尿素、10万吨醋酐、蜜胺树脂单体材料、4万吨尼龙66、20万吨己二酸、4.2万吨己二胺等。未来随着荆州基地新产能释放以及二期建设稳步推进, 公司成长空间有望再次打开。
- **降本降耗持续推进, 低成本优势巩固。**公司加大技改力度, 实现部分产品产能提升, 强化节能降耗, 加大资源综合利用, 提高减碳能力。2023年, 公司顺利通过工信部工业节能监察和山东省“两高”行业能耗核查; 并再次获评全国合成氨、甲醇、醋酸行业能效“领跑者”标杆企业。通过深挖装置与系统潜力, 强化精益化管理, 公司的低成本优势得到明显巩固。

估值

- 行业景气度下行, 业绩短期承压, 下调公司盈利预测, 预计2024-2026年公司EPS分别为2.16元、2.71元和3.07元, 当前股价对应的PE为12.5倍、10.0倍、8.8倍。荆州基地建设有序推进, 看好公司长期发展, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济形势变化; 公司新项目投产不及预期; 化肥产品价格大幅下跌。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	30,245	27,260	33,808	41,815	43,570
增长率(%)	13.6	(9.9)	24.0	23.7	4.2
EBITDA(人民币 百万)	9,372	6,550	7,984	9,525	10,583
归母净利润(人民币 百万)	6,289	3,576	4,579	5,754	6,515
增长率(%)	(13.3)	(43.1)	28.1	25.7	13.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.96	1.68	2.16	2.71	3.07
原摊薄每股收益预测(人民币)	/	/	2.77	3.29	/
调整幅度(%)	/	/	(28.24)	(21.40)	/
市盈率(倍)	9.1	16.0	12.5	10.0	8.8
市净率(倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(倍)	7.6	10.8	8.3	6.7	6.0
每股股息(人民币)	0.8	0.6	0.8	1.0	1.1
股息率(%)	2.4	2.2	2.8	3.6	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2023 年年报摘要

(亿元)	2023 年度	2022 年度	同比增长(%)
一、营业总收入	272.60	302.45	(9.87)
二、营业总成本	228.08	226.91	0.51
其中：营业成本	215.76	214.91	0.39
营业税金及附加	1.90	2.17	(12.52)
销售费用	0.60	0.52	16.30
管理费用	3.36	2.62	28.24
研发费用	5.78	6.11	(5.28)
财务费用	0.68	0.59	15.80
资产减值损失	(0.33)	(0.27)	(24.66)
三、其他经营收益	0.10	0.34	(69.99)
公允价值变动收益	(0.06)	0.01	(618.80)
投资收益	0.08	0.38	(78.16)
四、营业利润	44.28	76.04	(41.76)
加：营业外收入	0.08	0.28	(70.64)
减：营业外支出	1.56	2.21	(29.44)
五、利润总额	42.81	74.11	(42.23)
减：所得税	6.58	11.23	(41.38)
六、净利润	36.22	62.88	(42.39)
减：少数股东损益	0.47	(0.02)	(2612.49)
七、归属母公司净利润	35.76	62.89	(43.14)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2023 年第四季度摘要

(亿元)	2023 年第四季度	2022 年第四季度	同比增长(%)
一、营业总收入	79.14	72.37	9.36
二、营业总成本	68.40	61.22	11.74
其中：营业成本	65.07	58.85	10.58
营业税金及附加	0.49	0.46	5.84
销售费用	0.21	0.15	43.64
管理费用	1.02	(0.10)	1108.26
研发费用	1.31	1.77	(26.31)
财务费用	0.30	0.09	235.17
资产减值损失	(0.25)	(0.22)	(13.58)
三、其他经营收益	0.01	0.20	(94.55)
公允价值变动收益	(0.04)	0.05	(192.42)
投资收益	(0.13)	0.07	(275.28)
四、营业利润	10.32	11.25	(8.26)
加：营业外收入	0.01	0.02	(18.08)
减：营业外支出	1.54	2.18	(29.32)
五、利润总额	8.79	9.08	(3.23)
减：所得税	1.82	1.54	18.17
六、净利润	6.97	7.55	(7.59)
减：少数股东损益	0.49	(0.00)	(12234.78)
七、归属母公司净利润	6.49	7.55	(14.09)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,245	27,260	33,808	41,815	43,570
营业收入	30,245	27,260	33,808	41,815	43,570
营业成本	21,491	21,576	26,666	33,001	33,797
营业税金及附加	217	190	236	292	304
销售费用	52	60	68	84	87
管理费用	262	336	372	418	436
研发费用	611	578	727	907	945
财务费用	59	68	105	77	57
其他收益	34	10	15	15	15
资产减值损失	(27)	(33)	(20)	(20)	(20)
信用减值损失	2	(2)	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	(6)	0	0	0
投资收益	38	8	20	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,604	4,428	5,649	7,051	7,959
营业外收入	28	8	15	15	15
营业外支出	221	156	200	200	200
利润总额	7,411	4,281	5,464	6,866	7,774
所得税	1,123	658	839	1,054	1,193
净利润	6,288	3,622	4,625	5,812	6,580
少数股东损益	(2)	47	46	58	66
归母净利润	6,289	3,576	4,579	5,754	6,515
EBITDA	9,372	6,550	7,984	9,525	10,583
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.96	1.68	2.16	2.71	3.07

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,581	7,923	7,859	9,489	9,652
货币资金	1,849	2,041	2,028	3,209	3,297
应收账款	39	57	56	60	61
应收票据	0	16	12	14	18
存货	1,173	1,493	1,322	1,612	1,392
预付账款	805	492	545	647	480
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,716	3,823	3,896	3,947	4,404
非流动资产	26,424	36,129	37,239	37,710	41,246
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,591	28,941	29,719	30,368	32,449
无形资产	1,737	1,947	1,957	1,963	1,964
其他长期资产	9,096	5,241	5,562	5,379	6,833
资产合计	35,005	44,051	45,098	47,198	50,899
流动负债	3,571	5,788	5,500	4,583	4,051
短期借款	0	200	715	300	300
应付账款	1,624	3,314	2,611	1,972	1,595
其他流动负债	1,946	2,274	2,174	2,311	2,156
非流动负债	3,514	7,826	6,166	5,422	5,394
长期借款	3,257	7,348	5,800	5,000	5,000
其他长期负债	258	478	366	422	394
负债合计	7,085	13,614	11,666	10,005	9,445
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
少数股东权益	998	1,547	1,593	1,651	1,717
归属母公司股东权益	26,923	28,891	31,839	35,543	39,736
负债和股东权益合计	35,005	44,051	45,098	47,198	50,899

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,288	3,622	4,625	5,812	6,580
折旧摊销	1,784	2,065	2,265	2,432	2,602
营运资金变动	(276)	1,653	(820)	(917)	(624)
其他	(796)	(2,626)	(341)	270	(69)
经营活动现金流	6,999	4,715	5,729	7,597	8,489
资本支出	(6,970)	(8,711)	(3,060)	(3,060)	(6,060)
投资变动	(400)	1,400	0	0	0
其他	78	31	20	20	20
投资活动现金流	(7,292)	(7,280)	(3,040)	(3,040)	(6,040)
银行借款	1,541	4,292	(1,033)	(1,215)	0
股权融资	(1,025)	(1,372)	(1,631)	(2,050)	(2,321)
其他	(240)	(262)	(37)	(111)	(40)
筹资活动现金流	276	2,658	(2,702)	(3,376)	(2,361)
净现金流	(16)	94	(13)	1,181	88

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	13.6	(9.9)	24.0	23.7	4.2
营业利润增长率(%)	(10.6)	(41.8)	27.6	24.8	12.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(13.3)	(43.1)	28.1	25.7	13.2
息税前利润增长率(%)	(11.4)	(40.9)	27.5	24.0	12.5
息税折旧前利润增长率(%)	(6.2)	(30.1)	21.9	19.3	11.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(13.3)	(43.1)	28.1	25.7	13.2
获利能力					
息税前利润率(%)	25.1	16.5	16.9	17.0	18.3
营业利润率(%)	25.1	16.2	16.7	16.9	18.3
毛利率(%)	28.9	20.9	21.1	21.1	22.4
归母净利润率(%)	20.8	13.1	13.5	13.8	15.0
ROE(%)	23.4	12.4	14.4	16.2	16.4
ROIC(%)	22.7	8.9	11.3	13.8	14.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
净负债权益比	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
流动比率	2.4	1.4	1.4	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	525.9	570.8	600.0	720.0	720.0
应付账款周转率	15.9	11.0	11.4	18.2	24.4
费用率					
销售费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
研发费用率(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
财务费用率(%)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.0	1.7	2.2	2.7	3.1
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	2.2	2.7	3.6	4.0
每股净资产(最新摊薄)	12.7	13.6	15.0	16.7	18.7
每股股息	0.8	0.6	0.8	1.0	1.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.1	16.0	12.5	10.0	8.8
P/B(最新摊薄)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.6	10.8	8.3	6.7	6.0
价格/现金流(倍)	8.2	12.2	10.0	7.5	6.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371