

2024年8月23日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

29.50

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/8/22)	21.93
上证指数(2024/8/22)	2848.77
股价 12 个月高/低	34.28/21.7
总发行股数(百万)	2123.32
A 股数(百万)	2115.41
A 市值(亿元)	463.91
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.06%)
每股净值(元)	14.09
股价/账面净值	1.56
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.0 -21.2 -31.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.9.1	33.10	区间操作
2024.4.24	28.34	买进

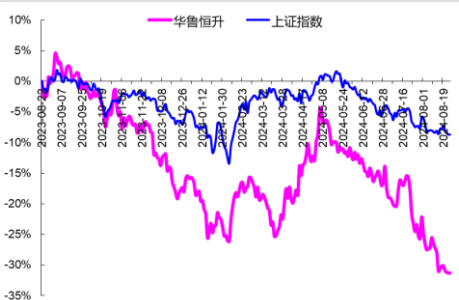
产品组合

新能源新材料相关产品	50%
肥料	22%
醋酸及衍生品	12%
其他产品	9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.57%
一般法人	37.02%

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买进

业绩韧性凸显，煤化工龙头底部扩张

事件1：公司发布2024年半年报，2024H1公司实现营收169.75亿元，yoy+37.35%；实现归母净利润22.24亿元，yoy+30.10%，业绩符合预期。2024Q2单季公司实现营收89.97亿元，yoy+42.69%，qoq+12.78%；实现归母净利润11.58亿元，yoy+24.89%，qoq+8.78%。

事件2：公司同时公告进行中期分红，每股派现金红利0.3元（含税），分红占上半年归母净利润的比例为26.69%，中期分红股息率1.37%。

结论与建议：2024H1，公司各版块销售均价下降，但受益于23年下半年新产能释放，销量增幅较大。此外，主要原料动力煤价格下降，公司产品与原料间的价差拉大，也增厚了公司毛利。荆州二期和德州本部建设稳步推进，看好公司成长潜力。公司增加中期分红，提高分红比例，提振投资者信心，维持“买进”评级。

- **新产能释放带动销量增长，以量补价保障业绩：**2024H1 公司以量补价，醋酸、新能源新材料、肥料版块销量增长带动板块营收增长。公司荆州基地一期气体动力平台项目、合成气综合利用项目于 2023 年 11 月投产，新增产能尿素 100 万吨（原 155 万吨）、醋酸 100 万吨（原 55 万吨）、DMF15 万吨、混甲胺 15 万吨；高端溶剂项目于 2023 年 12 月投产，新增产能碳酸二甲酯 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，项目投产推动公司销量增长。上半年公司新能源新材料板块实现营收 83.18 亿元（yoy+19%），板块盈利 12.90 亿元，板块毛利率 15.50%，板块均价 6732 元/吨（yoy-8%），销量 123.55 万吨（yoy+28%）。肥料板块实现营收 36.44 亿元（yoy+40%），板块盈利 12.60 亿元，板块毛利率 34.58%，板块均价 1683 元/吨（yoy-3%），销量 216 万吨（yoy+44%）。醋酸及衍生品板块实现营收 20.39 亿元（yoy+146%），板块盈利 5.43 亿元，板块毛利率 26.64%，板块均价为 2702 元/吨（yoy-1%），销量 75.45 万吨（yoy+148%）。有机胺板块实现营收 12.63 亿元（yoy-5%），板块盈利 1.04 亿元，板块毛利率 8.24%，板块均价 4466 元/吨（yoy-17%），销量 28.28 万吨（yoy+15%）。
- **毛利率同比提高，费用控制合理：**新产能投产叠加原材料价格下降，提升公司毛利率。2024H1公司整体毛利率同比增加0.34pct至21.20%。费用端控制合理，期间费用率同比下降0.58pct到3.50%，其中研发费用率同比下降1.14pct到1.50%，销售费用率同比增加0.05pct到0.25%，管理费用率同比增加0.02pct到1.10%，财务费用率同比增加0.50pct到0.66%。
- **Q2 产品价格环比略降，看好金九银十旺季复苏：**Q2 单季公司各版块销量同环比均实现增长，其中新能源新材料板块销量环比大增 28%，带动公司营收和毛利增长。但主营产品价格环比下降拖累毛利率，Q2 单季毛利率环比下降 1.30pct 到 20.59% 新能源新材料版块均价环比下降 7%到 6732 元/吨，肥料版块均价环比下降 2%到 1683 元/吨，有机胺板块的均价环比下降 3%至 4466 元/吨，醋酸板块均价同比略增 2%到 2702 元/吨。7、8 月化工品步入淡季，公司尿素、己内酰胺、己二酸、PA6、DMF 等主营产品价格环比 Q2 均价微降，虽然成本端煤炭压力也有所缓解，但预计价差环比略有收窄。后续随着金九银十化工旺季来临，叠加秋肥需求启动，预计公司肥料和新材料版块价格有修复空间。
- **新建产能保障成长，荆州二期：**公司荆州一期产能正在释放，荆州二期和德州本部技改项目也正在进行，预计随着产能的释放，能够以量补价，维持盈利增长。上市公司持有荆州公司70%股权，荆州基地上半年实收 37.7 亿元，净利润 5.4 亿元，随着产能爬坡，荆州后续效益有望日益提升，

增厚公司利润。目前公司荆州基地二期项目正在建设，包括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，进一步优化公司产品结构，助力公司长期成长。德州基地酰胺原料优化升级项目和20万吨/年二元酸项目正在推进，2025年建成后预计进一步增厚公司毛利率。

- **增加年中分红，股息价值凸显：**公司此前并未进行过中期分红，此次增加分红，将提升分红比例，提振投资者信心。公司2022、2023年分红比例分别为27.01%和35.36%，我们预计今年公司分红比例将超过45%，以8月22日收盘价计，预计全年股息率将达4.5%。
- **盈利预测：**我们维持盈利预测，预计公司2024/2025/2026年分别实现净利润44/53/62亿元，yoy+22%/+20%/+19%，折合EPS为2.06/2.48/2.94元，目前A股股价对应的PE为11/9/7倍，估值偏低，长期成长动力充足，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		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6,289	3,576	4,381	5,268	6,247
同比增减	%	-13.50%	-43.14%	22.52%	20.23%	18.60%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.96	1.68	2.06	2.48	2.94
同比增减	%	-13.96%	-43.14%	22.52%	20.23%	18.60%
A 股市盈率(P/E)	X	7.40	13.02	10.63	8.84	7.45
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.6	1	1.1	1.2
股息率 (Yield)	%	3.65%	2.74%	4.56%	5.02%	5.47%

【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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30245	27260	32404	38017	44281
经营成本	21491	21576	25537	29852	34682
研发费用	611	578	674	775	884
营业税金及附加	217	190	226	265	309
销售费用	52	60	71	84	98
管理费用	262	336	399	468	545
财务费用	59	68	81	95	111
资产减值损失	-27	-33	-30	-30	-30
投资收益	38	8	7	5	4
营业利润	7604	4428	5401	6462	7635
营业外收入	28	8	9	9	9
营业外支出	221	156	156	156	156
利润总额	7411	4281	5245	6306	7479
所得税	1123	658	807	970	1150
少数股东损益	-2	47	57	69	81
归属于母公司股东权益	6289	3576	4381	5268	6247

附二：合并资产负债表

会计年度(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1849	2041	4927	7910	11003
应收账款	39	73	114	136	164
存货	1173	1493	1792	2150	2580
流动资产合计	8581	7923	11820	15862	20211
长期股权投资			0	0	0
固定资产	15591	28941	29520	30110	30712
在建工程	5026	3201	3041	2889	2744
非流动资产合计	26424	36129	36721	37344	37999
资产总计	35005	44051	48541	53207	58210
流动负债合计	3571	5788	6739	7239	8073
非流动负债合计	3514	7826	6749	5365	2952
负债合计	7085	13614	13488	12603	11025
少数股东权益	998	1547	1781	2063	2398
股东权益合计	27921	30438	35054	40603	47185
负债及股东权益合计	35005	44051	48541	53207	58210

附三：合并现金流量表

会计年度(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	6999	4715	5658	6224	6847
投资活动产生的现金流量净额	-7292	-7280	-4368	-4805	-5285
筹资活动产生的现金流量净额	276	2658	1595	1563	1532
现金及现金等价物净增加额	-13	101	2886	2983	3094

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)有限公司相信用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)有限公司不在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;@持意见或立场，或买入，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;@。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。