

评级：买入（维持）

市场价格：21.93元

分析师：孙颖

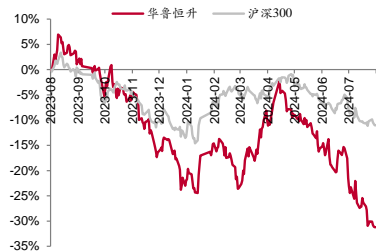
执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,123
流通股本(百万股)	2,115
市价(元)	21.93
市值(百万元)	46,564
流通市值(百万元)	46,391

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】业绩环比改善明显，量增伴随高质成长（20240426）

【公司点评】价差修复业绩高增，荆州一期成功投料（20231106）

【公司点评】煤价回落价差修复，新项目助力高成长（20230903）

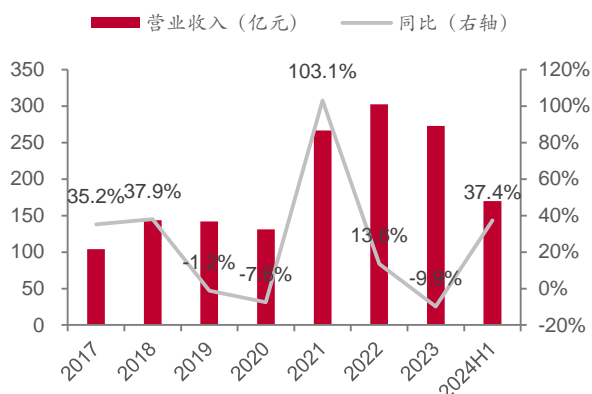
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	33,971	38,810	41,907
增长率 yoy%	14%	-10%	25%	14%	8%
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	4,497	5,688	6,415
增长率 yoy%	-13%	-43%	26%	26%	13%
每股收益(元)	2.96	1.68	2.12	2.68	3.02
净资产收益率	23%	12%	13%	15%	14%
P/E	7.4	13.0	10.4	8.2	7.3
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0

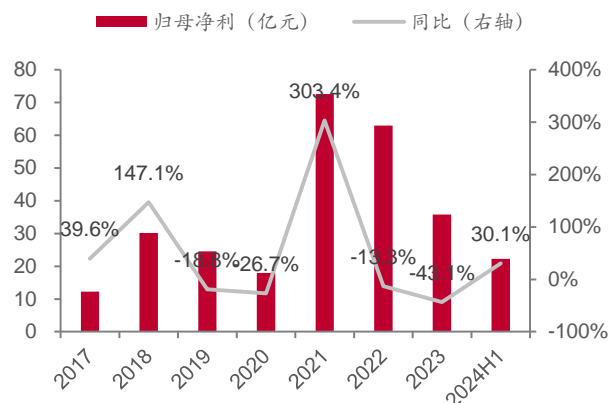
备注：股价取自 2024/8/23，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

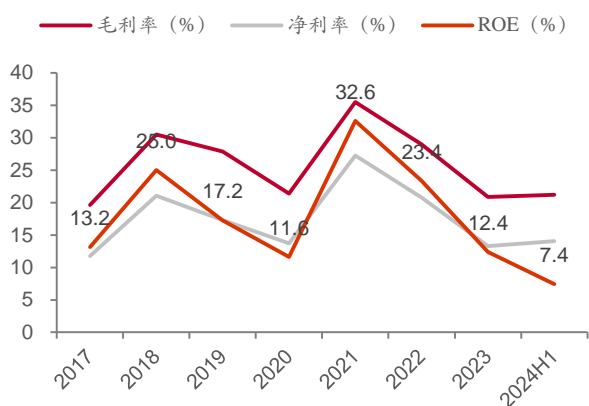
- **事件 1:** 8月22日，公司发布2024年中报。2024H1公司实现营收169.8亿元，同比+37.4%；归母净利22.2亿元，同比+30.1%；扣非归母净利22.4亿元，同比+32.1%。2024Q2单季实现营收90.0亿元，同比+42.7%，环比+12.8%；归母净利11.6亿元，同比+24.9%，环比+8.8%；扣非归母净利11.7亿元，同比+27.4%，环比+9.4%。
- **事件 2:** 8月22日，公司发布2024年半年度利润分配预案公告。公司拟以2024年半年度权益分派实施时股权登记日的股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税），不送红股，不进行公积金转增股本；本次分配后的未分配利润余额结转至以后年度。
- **煤价下跌成本释压，销量高增提振业绩。** 1) 成本端看，根据Wind，2024Q2动力煤和原煤均价848和646元/吨，同比-5.9%和-4.6%，环比-7.2%和-6.9%；2024Q2纯苯均价8962元/吨，同比+9.9%，环比+32.4%。2) 产品端看，2024Q2煤头主要产品尿素、醋酸、DMF、DMC、辛醇均价环比+2.0%、+4.6%、-2.9%、+7.5%、-20.9%；价差环比+4.7%、+8.9%、-2.3%、+14.2%、-34.5%，辛醇价差快速收窄主要受供给侧大量新增产能投放所致。以苯为原料的化工品代表己内酰胺和己二酸均价环比-3.4%和-0.9%，价差环比-23.4%和-18.1%，价差显著收窄一方面源于行业新增产能的大幅投放，另一方面在于原料纯苯价格的大幅上涨，挤压产品盈利空间。3) 销量上看，新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品和醋酸及衍生品单二季度销量环比+28.3%、+3.7%、+7.2%、+5.9%，其中新能源新材料相关产品销量的大幅提升主要受益于公司DMC海外调油业务的突破。4) 收入端看，公司四大业务板块单二季度收入分别为45.15、18.37、6.44、10.59亿元，同比+18.7%、+1.7%、+4.0%、+8.1%。
- **在建项目顺利推进，降本提效回报股东。** 2023年11月，公司荆州第二基地园区气体动力平台项目和合成气综合利用项目顺利投产，新增尿素、醋酸、DMF、混甲胺年产能100、100、15、15万吨。根据荆州发布，2024H1华鲁恒升（荆州）完成产值37.2亿元，日产值约2000万元，相当于江陵当地每日新增一家规上工业企业。在建工程方面，德州本部基地酰胺原料优化升级、20万吨二元酸项目正加紧建设；荆州基地项目进展顺利。此外，2024年4月，公司发布推动“提质增效重回报”行动方案，2023年分红总额12.74亿元，分红比例约35.63%。另据公司2024年半年度利润分配预案，公司拟向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税），在彰显公司远期发展信心和价值认可的同时，高度重视股东投资回报。
- **盈利预测与投资建议：** 基于公司定期报告披露数据及产品价格市场预期，我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利分别为45.0、56.9、64.2亿元，当前股价对应PE分别为10.4、8.2、7.3倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 下游需求不及预期、新项目进度不及预期、竞争加剧、信息更新不及时等。

**图表 1: 2024H1 营业收入 169.8 亿元, 同比+37.4%**


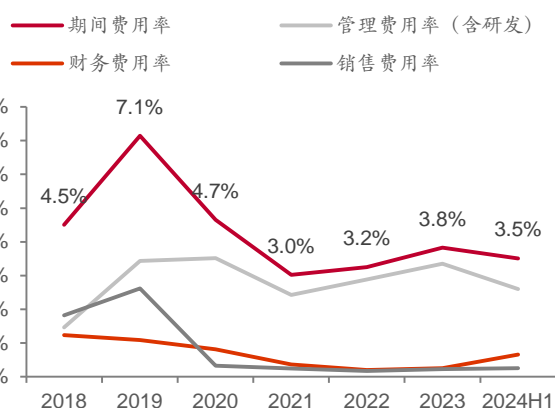
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 2024H1 归母净利 22.2 亿元, 同比+30.1%**


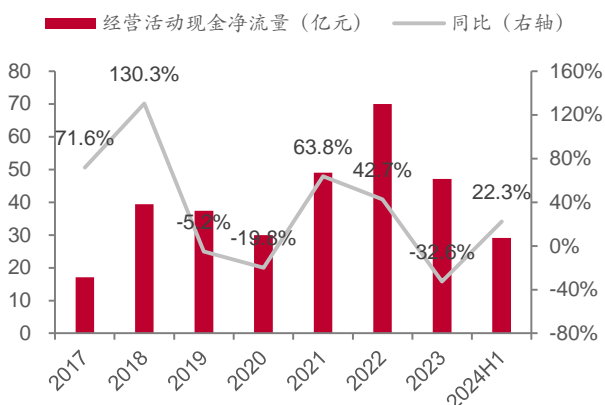
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2024H1 ROE (摊薄) 7.4%, 同比+1.1pct**


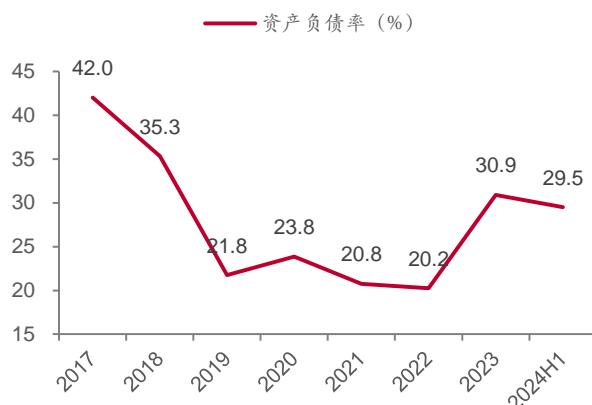
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2024H1 期间费用率约 3.5%, 同比-0.6pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2024H1 经营活动产生的现金流量净额 29.1 亿元, 同比+22.3%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 截至 2024H1 末, 公司资产负债率约 29.5%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,041	2,544	5,677	10,333	营业收入	27,260	33,971	38,810	41,907
应收票据	16	0	0	0	营业成本	21,576	27,094	30,363	32,527
应收账款	57	71	81	87	税金及附加	190	237	271	292
预付账款	492	618	693	742	销售费用	60	82	97	105
存货	1,493	1,875	2,101	2,251	管理费用	336	408	446	469
合同资产	0	0	0	0	研发费用	578	679	737	754
其他流动资产	3,823	4,764	5,443	5,877	财务费用	68	75	78	75
流动资产合计	7,923	9,872	13,994	19,291	信用减值损失	-2	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	-33	-33	-33
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-6	0	0	0
固定资产	28,941	34,623	37,745	39,956	投资收益	8	11	14	18
在建工程	3,084	3,131	3,224	3,306	其他收益	10	10	10	10
无形资产	1,947	2,156	2,366	2,576	营业利润	4,428	5,384	6,809	7,680
其他非流动资产	2,157	2,331	2,523	2,734	营业外收入	9	0	0	0
非流动资产合计	36,129	42,242	45,858	48,572	营业外支出	156	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>44,051</b>	<b>52,114</b>	<b>59,852</b>	<b>67,862</b>	利润总额	4,281	5,384	6,809	7,680
短期借款	200	480	150	100	所得税	659	828	1,047	1,182
应付票据	493	619	693	743	净利润	3,622	4,556	5,762	6,498
应付账款	3,314	4,162	4,664	4,997	少数股东损益	47	59	74	83
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,575	4,497	5,688	6,415
合同负债	676	842	962	1,039	NOPLAT	3,680	4,619	5,827	6,562
其他应付款	253	278	306	337	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.68</b>	<b>2.12</b>	<b>2.68</b>	<b>3.02</b>
一年内到期的非流动负债	282	310	341	375					
其他流动负债	570	604	652	687					
流动负债合计	5,788	7,295	7,769	8,278					
长期借款	7,348	9,348	10,848	11,848					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	478	480	483	486					
非流动负债合计	7,826	9,828	11,331	12,334					
<b>负债合计</b>	<b>13,614</b>	<b>17,124</b>	<b>19,100</b>	<b>20,612</b>					
归属母公司所有者权益	28,891	33,385	39,073	45,488					
少数股东权益	1,547	1,605	1,679	1,763					
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,438</b>	<b>34,990</b>	<b>40,752</b>	<b>47,251</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,051</b>	<b>52,114</b>	<b>59,852</b>	<b>67,862</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,715	6,827	8,535	9,625
现金收益	5,743	7,085	8,766	9,761
存货影响	-320	-382	-226	-150
经营性应收影响	312	-90	-51	-22
经营性应付影响	2,175	999	605	413
其他影响	-3,195	-785	-559	-376
投资活动现金流	-7,280	-8,557	-6,528	-5,881
资本支出	-13,812	-8,394	-6,351	-5,689
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	6,532	-163	-177	-192
融资活动现金流	2,658	2,233	1,126	912
借款增加	4,101	2,308	1,201	984
股利及利息支付	-1,935	-861	-1,056	-1,180
股东融资	500	500	500	500
其他影响	-8	286	481	608

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-9.9%	24.6%	14.2%	8.0%
EBIT增长率	-41.8%	25.5%	26.2%	12.6%
归母公司净利润增长率	-43.1%	25.8%	26.5%	12.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.9%	20.2%	21.8%	22.4%
净利率	13.3%	13.4%	14.8%	15.5%
ROE	12.4%	13.5%	14.6%	14.1%
ROA	9.2%	9.5%	10.3%	10.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.9%	32.9%	31.9%	30.4%
债务权益比	27.3%	30.3%	29.0%	27.1%
流动比率	1.4	1.4	1.8	2.3
速动比率	1.1	1.1	1.5	2.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	41	50	52	53
存货周转天数	22	22	24	24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.68	2.12	2.68	3.02
每股经营现金流	2.22	3.22	4.02	4.53
每股净资产	13.61	15.72	18.40	21.42
<b>估值比率</b>				
P/E	13.0	10.4	8.2	7.3
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.1	7.7	6.1	5.2

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。