

2023年4月27日

費倩然

H70507@capital.com.tw

目標價(元)

35.7

公司基本資訊

產業別	化工
A 股價(2023/4/26)	31.05
上证指数(2023/4/26)	3264.10
股價 12 個月高/低	38.55/25.77
總發行股數(百萬)	2123.32
A 股數(百萬)	2111.88
A 市值(億元)	655.74
主要股東	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.06%)
每股淨值(元)	13.07
股價/賬面淨值	2.38
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-9.8 -12.2 8.4

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2022.10.27	27.34	买进
2023.3.30	33.64	买进

產品組合

新材料相关产品	49.9%
有机胺	20.4%
肥料	18.8%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	25.0%
一般法人	39.5%

股價相對大盤走勢



华鲁恒升(600426.SH)

Trading Buy 区间操作

Q1 业绩环比回暖，荆州项目助力成长

事件：公司发布2023年一季报，2023年Q1实现营收60.53亿元，

yoy-25.41%, qoq-16.35%，实现归母净利润7.81亿元，yoy-67.83%, qoq+3.52%，业绩略低于预期。

结论与建议：价格弱勢帶累公司业绩，叠加22年高基期，业绩同比下降。随着国内经济复苏，公司产品价格企稳，原料端压力也逐渐消退，公司业绩有望持续修复。公司前期在建此项目将迎来收获期，看好公司长期成长，给予“区间操作”评级。

- 价格下滑，业绩承压：**2023年Q1公司大部分主营产品价格同比下滑，叠加2022Q1高基期，公司业绩同比下滑，但环比来看，受益于成本端原料价格回落，业绩环比回暖。分板块看，公司肥料板块量增价稳，有机胺板块量价齐跌，醋酸和新材料板块销售均价同比下滑，但销量同比增长。肥料板块销售均价为1928元/吨(yoy+2%, qoq+2%)，销量达74.33万吨(yoy+19%, qoq-4%)，板块营收达14.33亿元(yoy+21%, qoq-2%)。有机胺板块销售均价为5737元/吨(yoy-64%, qoq-38%)，销量为12.08万吨(yoy-7%, qoq+4%)，板块营收为6.93亿元(yoy-66%, qoq-35%)，同比降幅较大(yoy-66%)。醋酸板块销售均价为2730元/吨(yoy-40%, qoq-7%)，销量为15.02万吨(yoy+13%, qoq+9%)，板块营收达4.10亿元(yoy-32%, qoq+1%)。新能源新材料板块销售均价为7362元/吨(yoy-19%, qoq+2%)，销量为43.59万吨(yoy+5%, qoq-10%)，板块营收达32.09亿元(yoy-15%, qoq-8%)。
- 毛利率同比下滑，费用端控制合理：**受产品价格同比下滑影响，2022年公司毛利率为20.18%，同比下滑18.86pct，环比增长1.50pct。费用方面，整体控制合理，Q1研发费用率同比增加0.96pct到2.85%，销售费用率同比增加0.06pct到0.21%，管理费用率同比增加0.19pct达1.07%，财务费用率同比下降0.02pct到0.20%。
- 产品价格企稳，原料价格回落：**随着国内经济逐渐复苏，公司产品价格企稳，但仍处于底部区间。据百川盈孚，4月尿素市场均价为2505元/吨(较Q1均价下降7%)，醋酸市场均价为3322元/吨(较Q1均价持平)，甲醇市场均价为2273元/吨(较Q1均价下降4%)，DMF市场均价为5537元/吨(较Q1均价下降3%)，己二酸市场均价为9657元/吨(较Q1均价下降5%)，辛醇市场均价为9226元/吨(较Q1均价下降5%)，DMC市场均价为4575元/吨(较Q1均价下降4%)。原料端成本压力减小，4月动力煤均价为928元/吨(较Q1下降9%)，看好公司产品价差逐渐恢复。
- 荆州基地投产在即，新晋产能保障成长：**公司前期在煤化工和新材料方面的新建项目迎来收获期，2023年下半年荆州基地一期预计投产，公司将新增100万吨尿素、100万吨醋酸、15万吨DMF、15万吨混甲胺等产能。公司还新公布了荆州基地的四个规划项目，总投资达50.45亿元，建设周期14-29个月，后续将为公司带来年产20万吨BDO、16万吨NMP、3万吨PBAT、10万吨醋酐、16万吨蜜胺树脂单体及52万吨熔融尿素的新晋产能，建成后预计贡献营收合计73.55亿元，公司长期成长动力充足。公司德州基地专注发展新材料新能源领域，高端新材料项目一期20万吨/年己二酸项目、12万吨PBAT可降解塑料项目、30万吨DMC项目预计均在2023年投产，为公司带来新的利润点。
- 盈利预测：**考虑到公司主营产品价格仍在低位，我们下修盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现净利润50/64/78亿元，yoy-20%/+28%/+22%，(前值58/69/79亿元，yoy-7%/+18%/+14%)，折合EPS为2.36/3.03/3.68元，目前A股股价对应的PE为13/10/8倍，估值合理，长期成长动力充足，给予“区间操作”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
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	7,271	6,289	5,015	6,427	7,817
同比增減	%	304.30%	-13.50%	-20.26%	28.15%	21.63%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	3.44	2.96	2.36	3.03	3.68
同比增減	%	211.41%	-13.96%	-20.26%	28.15%	21.63%
A 股市盈率 (P/E)	X	9.02	10.48	13.15	10.26	8.43
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.8	0.8	1	1
股息率 (Yield)	%	2.58%	2.58%	2.58%	3.22%	3.22%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并损益表

會計年度（百萬元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業收入	26744	30245	29246	36336	43240
經營成本	17274	21491	22009	27166	32177
研發費用	368	611	579	705	822
營業稅金及附加	135	217	210	261	311
銷售費用	63	52	50	62	74
管理費用	276	262	253	314	374
財務費用	96	59	57	71	84
資產減值損失	-39	-27	-27	-27	-27
投資收益	30	38	31	25	20
營業利潤	8526	7604	6130	7793	9431
營業外收入	19	28	29	31	32
營業外支出	1	221	221	221	221
利潤總額	8543	7411	5909	7573	9210
所得稅	1273	1123	896	1148	1396
少數股東損益	0	-2	-1	-2	-2
歸屬於母公司股東權益	7271	6289	5015	6427	7817

附二：合并資產負債表

會計年度（百萬元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
貨幣資金	1884	1849	552	2247	4165
應收賬款	76	39	46	56	67
存貨	1039	1173	1314	1577	1892
流動資產合計	8391	8581	8083	10928	14202
長期股權投資	0	0	0	0	0
固定資產	16081	15591	20268	24322	29186
在建工程	1239	5026	6534	6207	5897
非流動資產合計	20262	26424	32790	36705	41458
資產總計	28653	35005	40873	47634	55659
流動負債合計	4219	3571	3936	4320	4763
非流動負債合計	1729	3514	3815	3527	3002
負債合計	5948	7085	7751	7847	7766
少數股東權益	450	998	1184	1422	1712
股東權益合計	22705	27921	33122	39787	47894
負債及股東權益合計	28653	35005	40873	47634	55659

附三：合并現金流量表

會計年度（百萬元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
經營活動產生的現金流量淨額	4906	6999	7139	8567	9424
投資活動產生的現金流量淨額	-3629	-7292	-8021	-6417	-7059
籌資活動產生的現金流量淨額	-556	276	-414	-456	-447
現金及現金等價物淨增加額	717	-13	-1296	1694	1919

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能复制或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證j @持意見或立場，或會購入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證j @。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。