



# 华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 行业运行承压，产能消化需要时间

### 业绩简评

2024年3月29日公司2023年年报，实现营收272.6亿元，同比下降9.87%；实现归母净利润35.76亿元，同比下降35.76%。其中，Q4实现营收79.14亿元，同比增长9.36%；实现归母净利润6.49亿元，同比下降14.09%，扣非归母净利润8.00亿元，同比下降14.52%。

### 经营分析

**4季度行业运行略有承压，局部区域新增产能需要消化：**四季度公司依旧保持高效运行状态，新能源新材料相关产品维持相对平稳，而荆州基地投产开始大幅度贡献产销量，化肥、醋酸、有机胺的产量环比增长26%、97%、27%，带动公司的产品营收实现提升，环比增长13%。但由于荆州基地100万吨醋酸及30万吨有机胺产能集中投产，行业内产能消化需要时间，醋酸和有机胺的价格出现下行压力，均价环比下行约9%、1%，也带动产品盈利出现一定的调整，四季度公司整体的毛利率为17.77%，环比三季度24.33%的毛利率下行约6.56个点，促使产品盈利出现环比回落。

新基地项目运行逐步向好，业绩有进一步提升的基础。2024年是荆州基地项目投产贡献完整年份的一年，目前荆州基地项目运行基本稳定，部分具有运输半径的产品短期消化影响盈利，预计伴随行业产能逐步进入在平衡过程，公司的盈利呈现逐步回归状态。现阶段荆州基地仅以尿素、醋酸、有机胺作为主要产品，产品种类相对较少，可调节空间有限，11月10日公司公告荆州基地进入试生产，根据公司4季度少数股东权益来看，4季度荆州基地盈利约为1.63亿元，考虑四季度荆州基地并未完整高效运行，荆州基地后续仍有进一步成本和提升利润的空间，新基地的运行优势将逐步显现。

行业弱势运行阶段，低成本优势相对突出，公司新建的荆州基地已较原有平台实现进一步的工艺成本优化，伴随对德州基地降本增效的进一步推进，公司的利润优势有望进一步扩大。

### 盈利预测、估值与评级

由于新增产能需要消化，需求支撑一般，下调公司2024年的盈利预测32%，预测2024-2026年公司实现营业收入326、379、420亿元，归母净利润45.6、58.3、68.3亿元，EPS为2.15、2.74、3.22元，当前股价对应的PE分别为12.18、9.54、8.14，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料及产品价格大幅波动风险；新产能投放带来的竞争风险。

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

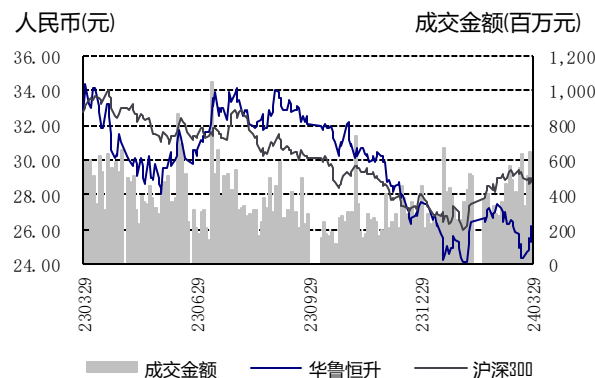
分析师：杨翼蒙 (执业S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.16元

### 相关报告：

- 《华鲁恒升公司点评：荆州基地一期投产，再次彰显公司效率》，2023.11.9
- 《华鲁恒升公司点评：业绩持续改善，新基地即将贡献业绩》，2023.10.29
- 《华鲁恒升公司点评：行业依旧承压，新材料产销明显提升》，2023.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	32,561	37,869	41,985
营业收入增长率	13.55%	-9.87%	19.45%	16.30%	10.87%
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	4,560	5,825	6,827
归母净利润增长率	-13.30%	-43.14%	27.52%	27.75%	17.20%
摊薄每股收益(元)	2.962	1.684	2.148	2.743	3.215
每股经营性现金流净额	3.30	2.22	3.42	4.68	5.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.36%	12.38%	14.17%	16.05%	16.65%
P/E	8.83	15.53	12.18	9.54	8.14
P/B	2.61	2.03	1.73	1.53	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	26,636	30,245	27,260	32,561	37,869	41,985
增长率		13.6%	-9.9%	19.4%	16.3%	10.9%
主营业务成本	-17,182	-21,491	-21,576	-25,502	-29,144	-31,780
%销售收入	64.5%	71.1%	79.1%	78.3%	77.0%	75.7%
毛利	9,453	8,754	5,684	7,059	8,725	10,205
%销售收入	35.5%	28.9%	20.9%	21.7%	23.0%	24.3%
营业税金及附加	-135	-217	-190	-228	-265	-294
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-63	-52	-60	-65	-76	-84
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-276	-262	-336	-326	-379	-420
%销售收入	1.0%	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-368	-611	-578	-651	-757	-840
%销售收入	1.4%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	8,610	7,613	4,520	5,789	7,249	8,567
%销售收入	32.3%	25.2%	16.6%	17.8%	19.1%	20.4%
财务费用	-96	-59	-68	-147	-82	-11
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-42	-24	-36	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	-6	0	0	0
投资收益	30	38	8	30	30	30
%税前利润	0.3%	0.5%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	8,509	7,604	4,428	5,682	7,206	8,597
营业利润率	31.9%	25.1%	16.2%	17.5%	19.0%	20.5%
营业外收支	18	-193	-148	0	0	0
税前利润	8,527	7,411	4,281	5,682	7,206	8,597
利润率	32.0%	24.5%	15.7%	17.5%	19.0%	20.5%
所得税	-1,273	-1,123	-658	-852	-1,081	-1,289
所得税率	14.9%	15.2%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,254	6,288	3,622	4,830	6,125	7,307
少数股东损益	0	-2	47	270	300	480
归属于母公司的净利润	7,254	6,289	3,576	4,560	5,825	6,827
净利率	27.2%	20.8%	13.1%	14.0%	15.4%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,254	6,288	3,622	4,830	6,125	7,307
少数股东损益	0	-2	47	270	300	480
非现金支出	1,468	1,808	2,101	3,388	3,795	4,341
非经营收益	63	34	46	174	126	56
营运资金变动	-3,879	-1,130	-1,054	-1,132	-110	-75
经营活动现金净流	4,906	6,999	4,715	7,259	9,936	11,629
资本开支	-3,660	-6,931	-8,705	-3,225	-5,697	-6,715
投资	0	-400	1,400	0	0	0
其他	31	38	25	30	30	30
投资活动现金净流	-3,629	-7,292	-7,280	-3,195	-5,667	-6,685
股权募资	270	754	500	0	0	0
债权募资	-57	1,350	4,106	-1,095	-1,981	-2,996
其他	-769	-1,828	-1,948	-1,480	-1,855	-2,209
筹资活动现金净流	-556	276	2,658	-2,575	-3,836	-5,205
现金净流量	717	-13	101	1,490	434	-261

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,884	1,849	2,041	3,528	3,959	3,696
应收款项	3,862	2,961	2,362	2,993	3,481	3,859
存货	1,039	1,173	1,493	1,397	1,597	1,741
其他流动资产	1,606	2,598	2,026	2,145	2,299	2,413
流动资产	8,391	8,581	7,923	10,063	11,336	11,710
%总资产	29.3%	24.5%	18.0%	21.9%	23.0%	22.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17,320	20,617	32,142	31,821	33,587	35,804
%总资产	60.4%	58.9%	73.0%	69.1%	68.3%	68.9%
无形资产	1,530	1,760	2,247	2,383	2,519	2,677
非流动资产	20,262	26,424	36,129	35,962	37,864	40,238
%总资产	70.7%	75.5%	82.0%	78.1%	77.0%	77.5%
资产总计	28,653	35,005	44,051	46,025	49,200	51,948
短期借款	670	473	482	200	219	223
应付款项	2,238	1,885	4,060	3,538	4,044	4,410
其他流动负债	1,311	1,212	1,246	1,275	1,503	1,690
流动负债	4,219	3,571	5,788	5,013	5,765	6,323
长期贷款	1,705	3,257	7,348	6,548	4,548	1,548
其他长期负债	23	258	478	476	472	478
负债	5,948	7,085	13,614	12,037	10,785	8,349
普通股股东权益	22,256	26,923	28,891	32,172	36,298	41,002
其中：股本	2,112	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
未分配利润	17,040	21,642	23,520	26,806	30,932	35,636
少数股东权益	450	998	1,547	1,817	2,117	2,597
负债股东权益合计	28,653	35,005	44,051	46,025	49,200	51,948

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	3.435	2.962	1.684	2.148	2.743	3.215
每股净资产	10.538	12.680	13.607	15.152	17.095	19.310
每股经营现金净流	2.323	3.296	2.221	3.419	4.680	5.477
每股股利	0.800	0.800	0.600	0.600	0.800	1.000
回报率						
净资产收益率	32.59%	23.36%	12.38%	14.17%	16.05%	16.65%
总资产收益率	25.32%	17.97%	8.12%	9.91%	11.84%	13.14%
投入资本收益率	29.20%	20.40%	9.99%	12.08%	14.26%	16.05%
增长率						
主营业务收入增长率	103.10%	13.55%	-9.87%	19.45%	16.30%	10.87%
EBIT 增长率	291.46%	-11.58%	-40.63%	28.07%	25.22%	18.19%
净利润增长率	303.37%	-13.30%	-43.14%	27.52%	27.75%	17.20%
总资产增长率	39.44%	22.17%	25.84%	4.48%	6.90%	5.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转天数	13.9	18.8	22.6	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	38.8	32.4	41.8	41.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	220.4	188.2	387.5	315.2	283.2	261.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.26%	1.70%	19.02%	9.48%	2.10%	-4.42%
EBIT 利息保障倍数	89.7	129.4	66.3	39.5	87.9	813.9
资产负债率	20.76%	20.24%	30.90%	26.15%	21.92%	16.07%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	7	17	79
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究