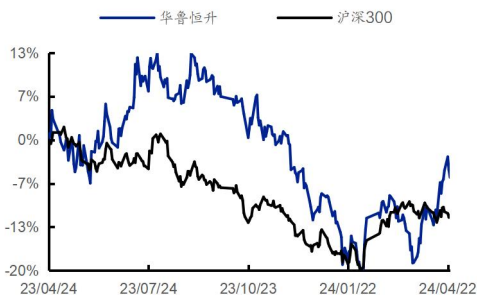


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：李娟廷 S0350122090037  
 lijt03@ghzq.com.cn

## 一季度业绩同比增长，荆州基地打开成长空间

### ——华鲁恒升（600426）2024 年一季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/24

表现	1M	3M	12M
华鲁恒升	16.2%	13.6%	-5.8%
沪深 300	-0.7%	7.5%	-11.6%

#### 市场数据

2024/04/24

当前价格(元)	28.34
52 周价格区间(元)	23.32-35.03
总市值(百万)	60,174.89
流通市值(百万)	59,950.81
总股本(万股)	212,332.00
流通股本(万股)	211,541.33
日均成交额(百万)	529.66
近一月换手(%)	0.95

#### 相关报告

《华鲁恒升（600426）2023 年报点评：2023 年业绩下滑，荆州一期投产看好成长性（买入）\* 农化制品\*李永磊，董伯骏》——2024-04-01

《华鲁恒升（600426）2023 年三季报点评：Q3 业绩持续修复，荆州一期项目投产在即（买入）\* 农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-10-31

《华鲁恒升（600426）2023 中报点评：二季度业绩环比修复，荆州项目打开成长空间（买入）\* 农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-09-01

《华鲁恒升（600426）点评报告：Q1 业绩承压，

#### 事件：

2024 年 4 月 25 日，华鲁恒升发布 2024 年一季度报告：公司 2024Q1 实现营收 79.78 亿元，同比+31.80%，环比+0.81%；实现归母净利润 10.65 亿元，同比+36.30%，环比+64.24%；ROE 为 3.62%，同比增加 0.76 个百分点，环比增加 1.35 个百分点。销售毛利率 21.89%，同比增加 1.71 个百分点，环比增加 4.12 个百分点；销售净利率 14.25%，同比增加 1.36 个百分点，环比增加 5.44 个百分点。

#### 投资要点：

##### ■ 荆州基地放量一季度业绩增长，煤价下降成本有望降低

2024Q1，公司实现营收 79.78 亿元，同比+19.25 亿元，环比+0.64 亿元；毛利润 17.46 亿元，同比+5.25 亿元，环比+3.39 亿元；归母净利润 10.65 亿元，同比+2.83 亿元，环比+4.16 亿元。公司营收同比增长主要系四季度荆州项目投产，产品销量增长所致。2024Q1 公司肥料实现销量 106.28 万吨，同比+42.98%，环比+7.72%；有机胺实现销量 13.65 万吨，同比+13.00%，环比-3.47%；醋酸实现销量 36.64 万吨，同比+143.94%，环比+39.58%。受到主要原材料煤炭价格下降及醋酸、辛醇、PA6 等产品价格同比提升影响，叠加荆州基地产销量提升使生产成本降低，公司一季度毛利率同环比增加。据 wind，2024Q1 尿素均价 2230 元/吨，同比-19%，环比-9%，价差 1359 元/吨，同比-13%，环比-8%；醋酸均价 3015 元/吨，同比+2%，环比-7%，价差 1926 元/吨，同比+20%，环比-6%；己二酸均价 9774 元/吨，同比-4%，环比+8%，价差 2767 元/吨，同比-27%，环比+8%；PA6 均价 14443 元/吨，同比+10%，环比+4%。价差 823 元/吨，同比+17%，环比-1%；辛醇均价 12066 元/吨，同比+23%，环比-1%，价差 6317 元/吨，同比+58%，环比+1%。

期间费用方面，2023Q4 年公司销售费用为 0.20 亿元，同比+0.07 亿元，环比-0.01 亿元；管理费用为 0.91 亿元，同比+0.26 亿元，环比-0.11 亿元；研发费用为 1.23 亿元，同比-0.49 亿元，环比-0.08 亿元；财务费用为 0.58 亿元，同比+0.46 亿元，环比+0.28 亿元。2024Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 11.31 亿元，同比增长

新能源新材料产业持续扩张（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-04-27

《华鲁恒升(600426.SH)2022 年报点评：Q4 业绩短期承压，荆州基地新项目再加码（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2023-03-31

41.27%，主要系销量增加导致销售商品收到的现金较增加所致。

据 wind 数据，2024Q2 以来（截至 2024 年 4 月 24 日），煤价维持前期下降后的低位运行，均价为 702 元/吨，同比-7.61%，环比-9.58%。醋酸、PA6、DMC 等价格环比均略有提升。醋酸价差为 2075 元/吨，同比+8%，环比+8%；PA6 价差为 1197 元/吨，同比+121%，环比+46%；DMC 价差为 2631 元/吨，同比-13%，环比+17%；看好二季度业绩修复。

#### ■ 荆州一期及德州项目投产，二期持续推进，看好公司长期成长性

2023 年 11 月 10 日，公司发布《控股子公司园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目投产公告》，公司增加年产尿素 100 万吨、醋酸 100 万吨、二甲基甲酰胺（DMF）15 万吨、混甲胺 15 万吨。2023 年 12 月 26 日，公司发布《等容量替代建设 3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉项目投产公告》，公司在满足采暖期新增 202.83 万 m<sup>2</sup>集中供热采暖需求的同时，提高了公司蒸汽供应的稳定性。2023 年 12 月 26 日，公司发布《高端溶剂项目投产公告》，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。2023 年 3 月 30 日，公司发布关于控股子公司投资建设相关项目的公告，公司荆州基地拟投资 50.54 亿元，建设年产 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，10 万吨/年醋酐项目，蜜胺树脂单体材料项目，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目。荆州基地的开工建设解决了制约公司发展的空间问题，通过低成本产能扩张和高端化工项目布局，公司规模效益和领先优势愈发突出，看好公司长期成长性。

#### ■ 推动“提质增效重回报”行动方案，注重投资者回报

2024 年 4 月 25 日，公司发布关于推动“提质增效重回报”行动方案的公告，公司为践行以“投资者为本”的上市公司发展理念，维护公司全体股东利益，促进公司持续、健康发展，基于对公司未来发展前景的信心和价值的认可，公司积极采取措施，推动“提质增效重回报”行动方案，回馈投资者的信任，树立公司良好的市场形象。公司一贯重视对投资者的合理投资回报，自上市以来每年进行现金分红，并实施了 6 次送转股份，截止 2022 年度已累计现金分红 58.79 亿元，送转股份 17.99 亿股。公司 2023 年度经营业绩受市场因素影响同比降低，但依然提出每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税）的年度利润分配预案，预计分红总额 12.74 亿元，现金分红总额占 2023 年度合并报表中归属于母公司股东净利润的比例达到 35.63%。如该预案顺利实施，公司累计现金分红额将是自上市以来募集资金总额的 2.6 倍。未来，公司将在正常经营的前提下，继续坚持为投资者提供持续的现金分红，并科学统筹公司未来发展需要，给股东带来长期的投资回报。

### ■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 338、389、438 亿元，归母净利润分别为 52.05、60.25、68.03 亿元，对应 PE 分别 11.50、9.93、8.80 倍，公司是煤化工龙头企业，荆州基地项目有序推进，看好公司成长性，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27260	33840	38907	43818
增长率(%)	-10	24	15	13
归母净利润（百万元）	3576	5205	6025	6803
增长率(%)	-43	46	16	13
摊薄每股收益（元）	1.69	2.46	2.85	3.22
ROE(%)	12	16	16	16
P/E	16.34	11.50	9.93	8.80
P/B	2.03	1.82	1.60	1.41
P/S	2.15	1.77	1.54	1.37
EV/EBITDA	9.81	6.89	5.87	5.08

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 华鲁恒升主要产品季度经营数据 (产量/销量: 万吨; 营收: 亿元; 均价: 元/吨)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
肥料	产量	70.92	78.35	80.91	79.70	79.54	84.67	85.19	107.25	113.20	42.32%	5.55%
	销量	62.68	71.14	72.62	77.29	74.33	76.54	76.44	98.66	106.28	42.98%	7.72%
	营收	11.89	15.87	12.78	14.64	14.33	11.72	12.72	17.99	18.07	26.10%	0.44%
	均价	1896.94	2230.81	1759.85	1894.16	1927.89	1531.23	1664.05	1823.43	1700.23	-11.81%	-6.76%
有机胺	产量	13.42	11.64	9.46	10.19	12.34	12.39	12.17	15.46	15.94	29.17%	3.10%
	销量	12.95	12.81	10.60	11.58	12.08	12.56	13.38	14.14	13.65	13.00%	-3.47%
	营收	20.57	16.68	12.01	10.69	6.93	6.36	6.59	6.87	6.19	-10.68%	-9.90%
	均价	15884.17	13021.08	11330.19	9231.43	5736.75	5063.69	4925.26	4858.56	4534.80	-20.95%	-6.66%
醋酸及衍生物	产量	13.64	13.64	15.15	14.35	15.73	15.40	14.95	29.45	37.38	137.64%	26.93%
	销量	13.25	13.25	15.11	13.80	15.02	15.40	14.87	26.25	36.64	143.94%	39.58%
	营收	6.05	6.05	4.53	4.05	4.10	4.20	4.70	7.52	9.80	139.02%	30.32%
	均价	4566.04	4566.04	2998.01	2934.78	2729.69	2727.27	3160.73	2864.76	2674.67	-2.02%	-6.64%
新材料相关产品	产量	75.68	75.68	75.52	77.26	83.83	97.23	107.41	106.35	101.76	21.39%	-4.32%
	销量	41.49	41.49	43.19	48.43	43.59	52.58	63.79	57.95	54.11	24.13%	-6.63%
	营收	37.72	37.72	32.25	34.92	32.09	38.01	43.44	41.22	38.03	18.51%	-7.74%
	均价	9091.35	9091.35	7467.01	7210.41	7361.78	7228.98	6809.84	7113.03	7028.28	-4.53%	-1.19%

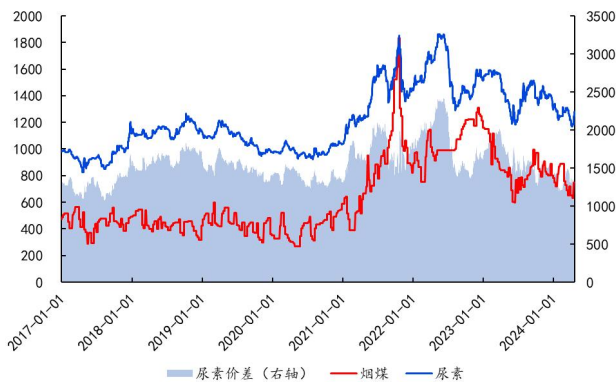
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 2: 主要产品市场价格变化情况 (截至 2024 年 4 月 24 日)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
尿素	价格 (元/吨)	2741	3106	2485	2603	2744	2305	2495	2440	2230	2133
	价差 (元/吨)	1746	2053	1416	1355	1571	1442	1606	1480	1359	1335
DMF	价格 (元/吨)	16937	13579	11025	6878	6095	5455	5661	5375	5055	4923
	价差 (元/吨)	13152	10113	7690	3617	3132	3220	3379	2944	2831	2871
己二酸	价格 (元/吨)	13558	11971	9588	9835	10142	9487	9443	9068	9774	9541
	价差 (元/吨)	6263	4024	2462	3526	3794	3495	2902	2571	2767	2215
醋酸	价格 (元/吨)	4983	4616	3258	3084	2967	2985	3708	3235	3015	3102
	价差 (元/吨)	3580	3225	1950	1613	1604	1915	2545	2044	1926	2074
辛醇	价格 (元/吨)	12537	12151	8719	9454	9811	9481	11416	12133	12066	9471
	价差 (元/吨)	5890	5522	3088	3673	3989	4150	5765	6265	6317	4013
己内酰胺	价格 (元/吨)	13908	14297	12525	11890	12299	12353	12838	12918	13514	12938
	价差 (元/吨)	5827	5188	4305	4836	5152	5403	5174	5283	5263	4308
PA6	价格 (元/吨)	15552	15168	13754	12853	13097	12965	13479	13853	14443	14291
	价差 (元/吨)	1454	771	1088	852	706	541	568	828	823	1197
DMC	价格 (元/吨)	7463	5162	6607	5597	4720	4574	4230	3899	3704	4026
	价差 (元/吨)	5452	3373	4550	3403	2757	3039	2720	2313	2247	2631

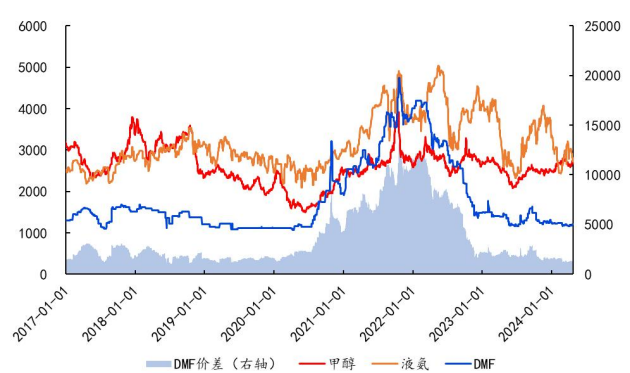
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 尿素价格价差情况 (元/吨)



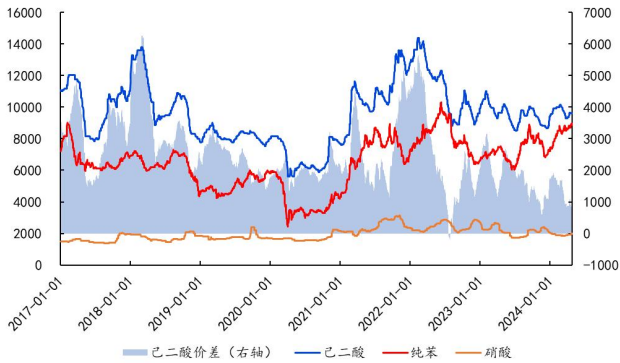
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: DMF 价格价差情况 (元/吨)



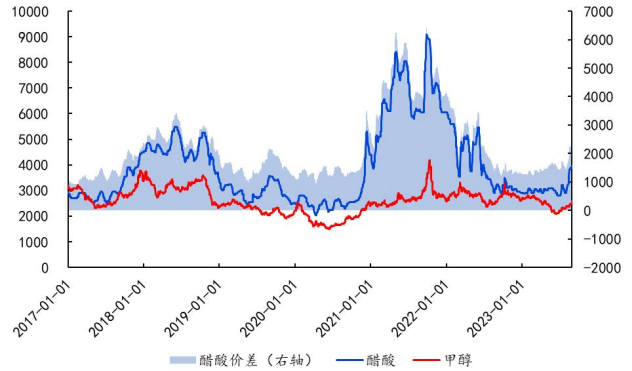
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 己二酸价格价差情况 (元/吨)



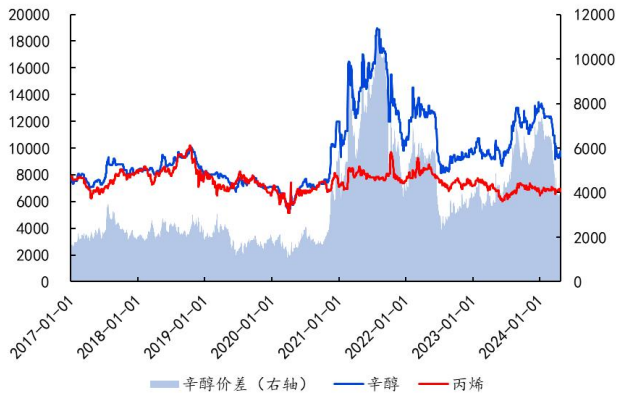
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 醋酸价格价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 辛醇价格价差情况 (元/吨)



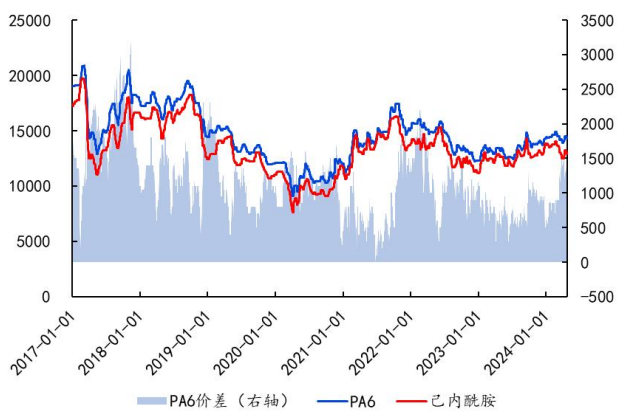
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 己内酰胺价格价差情况 (元/吨)



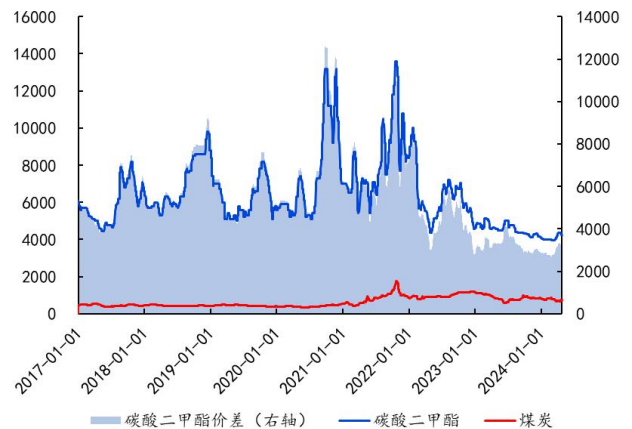
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: PA6 价格价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 碳酸二甲酯价格价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：华鲁恒升盈利预测表

证券代码:	600426				股价:	28.34		投资评级:	买入		日期:	2024/04/24	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	12%	16%	16%	16%	EPS	1.69	2.46	2.85	3.22				
毛利率	21%	23%	23%	23%	BVPS	13.61	15.54	17.69	20.11				
期间费率	2%	2%	2%	1%	<b>估值</b>								
销售净利率	13%	15%	15%	16%	P/E	16.34	11.50	9.93	8.80				
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	1.82	1.60	1.41				
收入增长率	-10%	24%	15%	13%	P/S	2.15	1.77	1.54	1.37				
利润增长率	-43%	46%	16%	13%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.62	0.71	0.74	0.76	营业收入	27260	33840	38907	43818				
应收账款周转率	479.65	532.73	531.81	516.58	营业成本	21576	26107	29942	33677				
存货周转率	18.26	20.64	20.44	20.25	营业税金及附加	190	237	272	307				
<b>偿债能力</b>					销售费用	60	68	78	88				
资产负债率	31%	28%	25%	23%	管理费用	336	355	409	460				
流动比	1.37	1.95	2.06	2.09	财务费用	68	130	122	94				
速动比	1.03	1.45	1.54	1.58	其他费用/(-收入)	578	609	661	723				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	4428	6326	7422	8470				
现金及现金等价物	2041	2139	3045	3803	营业外净收支	-148	0	0	0				
应收款项	73	74	87	101	利润总额	4281	6326	7422	8470				
存货净额	1493	1640	1903	2164	所得税费用	658	949	1113	1270				
其他流动资产	4315	5617	6010	6556	净利润	3622	5377	6308	7199				
<b>流动资产合计</b>	<b>7923</b>	<b>9469</b>	<b>11046</b>	<b>12624</b>	少数股东损益	47	172	284	396				
固定资产	28941	30066	31708	33971	归属于母公司净利润	3576	5205	6025	6803				
在建工程	3201	4042	5052	6264	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	3987	4421	4746	5089	经营活动现金流	4715	6323	9786	11064				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	3576	5205	6025	6803				
<b>资产总计</b>	<b>44051</b>	<b>47998</b>	<b>52552</b>	<b>57948</b>	少数股东损益	47	172	284	396				
短期借款	200	200	200	200	折旧摊销	2065	3160	3474	3865				
应付款项	3807	2569	2833	3250	公允价值变动	6	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1054	-2383	-163	-150				
其他流动负债	1781	2087	2330	2584	投资活动现金流	-7280	-5566	-6456	-7687				
<b>流动负债合计</b>	<b>5788</b>	<b>4856</b>	<b>5363</b>	<b>6034</b>	资本支出	-8705	-5566	-6456	-7687				
长期借款及应付债券	7348	8124	7348	6572	长期投资	1400	0	0	0				
其他长期负债	478	478	478	478	其他	25	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>7826</b>	<b>8601</b>	<b>7826</b>	<b>7050</b>	筹资活动现金流	2658	-659	-2423	-2620				
<b>负债合计</b>	<b>13614</b>	<b>13457</b>	<b>13189</b>	<b>13084</b>	债务融资	4106	776	-776	-776				
股本	2123	2123	2123	2123	权益融资	500	0	0	0				
股东权益	30438	34541	39363	44864	其它	-1948	-1435	-1647	-1844				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44051</b>	<b>47998</b>	<b>52552</b>	<b>57948</b>	现金净增加额	101	98	907	758				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。