

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.34
总股本/流通股本(亿股)	21.23 / 21.15
总市值/流通市值(亿元)	602 / 600
52周内最高/最低价	34.13 / 24.09
资产负债率(%)	30.9%
市盈率	16.78
第一大股东	山东华鲁恒升集团有限公司

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com
分析师:马语晨
SAC 登记编号:S1340524030001
Email:mayuchen@cnpsec.com

华鲁恒升(600426)

24Q1 业绩符合预期，荆州一期投产带来销量增长

- **事件：**公司4月24日发布一季报，24Q1实现营收79.78亿元，同比+31.80%，环比+0.81%；归母净利润为10.65亿元，同比+36.30%，环比+64.24%。
- **荆州一期项目23Q4投产，量增驱动营收同比大幅增长。**分产品，公司24Q1新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品实现营收38.03/18.07/6.19/9.80亿元，同比+18.51%、+26.10%、-10.68%、+139.02%；销量同比+24.13%、+42.98%、+13.00%、+143.94%。公司各产品销量同比显著增长主因公司23Q4荆州一期项目顺利投产，其中辛醇、草酸、己内酰胺等产品放量使得新能源新材料销量进一步增长，驱动营收显著增长。均价同比-4.53%、-11.81%、-20.95%、-2.02%。行业下行期，尿素、DMF、醋酸、己二酸等产品均价有所下滑。
- **24Q1部分原材料价格同比下降，毛利率环比显著改善。**24Q1公司毛利率21.89%，同比+1.71pcts，环比+4.12pcts。24Q1原材料中，原料煤和丙烯采购价格同比下降，纯苯采购价格同比上涨，公司整体毛利率环比显著改善。据公告，1)原料煤：采购价格为747-940元/吨，较去年同期的870-1290元/吨显著降低，预计带来传统煤化工业务(肥料/有机胺/醋酸及衍生品)毛利率显著增加；2)丙烯：采购价格为5890-6330元/吨，较去年同期的6050-6760元/吨有所下降；3)纯苯：采购价格为6420-7830元/吨，较去年同期的5780-6490元/吨有所上涨。24Q1公司主营产品市场消费量同比、环比有所提升，据百川盈孚数据，24Q1我国尿素/辛醇/尼龙6/己二酸的表现消费量为1639.07/80.97/121.29/54.87/万吨，同比+16.56%/+19.49%/+23.37%/+43.24%，环比+9.17%/+11.51%/+4.43%/+60.11%。
- **项目投产强化“一体两翼”格局，有望进一步巩固低成本优势。**据公司公告2023年11月，公司总投资115亿元的荆州一期项目建成投产(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)，同时德州本部新能源、新材料项目和平台优化技改项目高端溶剂开车成功，“一体两翼”的发展格局进一步强化。德州本部和荆州基地两个利润中心有望协同，带来能耗减少、巩固低成本优势，进一步提升盈利能力。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为47.23/53.94/62.15亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期风险；需求不及预期风险；竞争格局恶化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27260	37435	40830	43815
增长率(%)	-9.87	37.33	9.07	7.31
EBITDA(百万元)	6559.85	8709.64	9333.49	10119.54
归属母公司净利润(百万元)	3575.90	4723.07	5394.17	6215.02
增长率(%)	-43.14	32.08	14.21	15.22
EPS(元/股)	1.68	2.22	2.54	2.93
市盈率(P/E)	16.83	12.74	11.16	9.68
市净率(P/B)	2.08	1.79	1.54	1.33
EV/EBITDA	9.81	6.77	5.48	4.20

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	27260	37435	40830	43815	营业收入	-9.9%	37.3%	9.1%	7.3%
营业成本	21576	29930	32542	34600	营业利润	-41.8%	30.8%	13.9%	14.9%
税金及附加	190	262	286	307	归属于母公司净利润	-43.1%	32.1%	14.2%	15.2%
销售费用	60	82	90	96	获利能力				
管理费用	336	562	612	657	毛利率	20.9%	20.1%	20.3%	21.0%
研发费用	578	898	980	1052	净利率	13.1%	12.6%	13.2%	14.2%
财务费用	68	-38	-217	-414	ROE	12.4%	14.0%	13.8%	13.7%
资产减值损失	-33	0	0	0	ROIC	9.9%	10.6%	10.0%	9.8%
营业利润	4428	5792	6595	7578	偿债能力				
营业外收入	8	18	18	18	资产负债率	30.9%	32.9%	33.0%	32.0%
营业外支出	156	156	156	156	流动比率	1.37	2.46	3.57	4.59
利润总额	4281	5654	6457	7440	营运能力				
所得税	658	870	993	1144	应收账款周转率	570.76	555.08	500.45	496.56
净利润	3622	4784	5464	6296	存货周转率	20.45	21.01	18.89	18.86
归母净利润	3576	4723	5394	6215	总资产周转率	0.69	0.78	0.72	0.68
每股收益(元)	1.68	2.22	2.54	2.93	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.68	2.22	2.54	2.93
货币资金	2041	10994	20889	31185	每股净资产	13.61	15.84	18.38	21.31
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	73	100	109	117	PE	16.83	12.74	11.16	9.68
预付款项	492	683	742	789	PB	2.08	1.79	1.54	1.33
存货	1493	2071	2252	2394	现金流量表				
流动资产合计	7923	18951	29893	41023	净利润	3622	4784	5464	6296
固定资产	28941	25889	22838	19786	折旧和摊销	2065	3094	3094	3094
在建工程	3201	3201	3201	3201	营运资本变动	-1054	-55	-431	-342
无形资产	1947	2156	2366	2576	其他	82	101	99	98
非流动资产合计	36129	33587	30829	28075	经营活动现金流净额	4715	7923	8227	9145
资产总计	44051	52538	60722	69098	资本开支	-8705	-389	-389	-389
短期借款	200	90	155	223	其他	1425	-257	-44	-44
应付票据及应付账款	3807	5281	5742	6106	投资活动现金流净额	-7280	-646	-433	-434
其他流动负债	1781	2327	2483	2611	股权融资	500	10	0	0
流动负债合计	5788	7699	8380	8940	债务融资	4106	1953	2104	1588
其他	7826	9601	11640	13160	其他	-1948	-290	-2	-4
非流动负债合计	7826	9601	11640	13160	筹资活动现金流净额	2658	1673	2102	1585
负债合计	13614	17299	20020	22100	现金及现金等价物净增加额	101	8953	9895	10296
股本	2123	2123	2123	2123					
资本公积金	2386	2396	2396	2396					
未分配利润	23520	27538	32123	37406					
少数股东权益	1547	1608	1678	1758					
其他	862	1574	2383	3315					
所有者权益合计	30438	35238	40702	46998					
负债和所有者权益总计	44051	52538	60722	69098					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048