

## 产销稳步增长，荆州基地逐见效益

2024 年 08 月 22 日

► **事件。**2024 年 8 月 22 日，华鲁恒升发布 2024 年半年报，上半年公司实现营业收入 169.75 亿元，同比增长 37.35%。实现归母净利润 22.24 亿元，同比增长 30.10%，实现扣非归母净利润 22.36 亿元，同比增长 32.14%。其中第二季度实现营业收入 89.97 亿元，同比增长 42.69%，环比增长 12.78%，实现扣非归母净利润 11.68 亿元，同比增长 27.40%，环比 9.36%。公司收入和利润稳步增长。

► **各产品线产销量快速增长，醋酸及衍生物业务显著放量。**分业务来看，2024 年上半年公司各主要业务产销增长明显。新能源新材料相关产品实现销量 123.55 万吨，同比增长 28.47%，实现收入 83.18 亿元，同比增长 18.66%；化学肥料业务实现销量 216.50 万吨，同比增长 43.50%，实现收入 36.44 亿元，同比增长 39.88%；有机胺系列产品实现销量 28.28 万吨，同比增长 14.77%，实现收入 12.63 亿元，同比下滑 4.97%；醋酸及衍生物产品实现销量 75.45 万吨，同比增长 148.03%，实现收入 20.39 亿元，同比增长 145.66%。醋酸业务迅猛增长主要得益于公司荆州项目投产后相关产能的顺利释放。

► **荆州项目效益快速提升，有望成为公司重要利润贡献者。**2023 年 10 月，公司荆州项目顺利投产，荆州公司当年实现营业收入 12.47 亿元，实现净利润 1.55 亿元，经营活动现金流量 0.13 亿元。2024 年荆州项目运营效率技术稳步提升，上半年荆州公司实现营业收入 37.65 亿元，净利润 5.43 亿元，经营活动现金流量 6.40 亿元。上市公司持有荆州公司 70% 股权，该项目投产后效益日益提升，未来将逐步成为重要的盈利点。

► **在建项目持续推进，运行质效稳步提升。**截至 2024 年 6 月底，公司主要现有产能包括 20 万吨/年 PA6、30 万吨/年己内酰胺、32.66 万吨/年己二酸、20 万吨/年异辛醇、60 万吨/年碳酸二甲酯、255 万吨/年尿素、48 万吨/年有机胺、150 万吨/年冰醋酸。目前主要在建产能为 20 万吨/年己二酸、52 万吨/年尿素项目，同时还正推进德州本部酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸项目。公司通过坚持系统挖潜、降本增效、优化工艺降低消耗，全方位提高创效能力。

► **投资建议：**公司以合成气平台为龙头，利用多个技术平台，在化肥、有机胺、醋酸及衍生物、新材料等方向形成了“一头多线”的产业布局。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 47.90 亿元、54.42 亿元、61.48 亿元，EPS 分别为 2.26、2.56、2.90 元，现价（2024 年 08 月 22 日）对应 PE 分别为 10x、9x、8x。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 新项目建设进度不及预期的风险；2) 产品价格下滑的风险；3) 煤炭等原料价格上涨的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	27,260	36,090	41,358	47,373
增长率 (%)	-9.9	32.4	14.6	14.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,576	4,790	5,442	6,148
增长率 (%)	-43.1	33.9	13.6	13.0
每股收益 (元)	1.68	2.26	2.56	2.90
PE	13	10	9	8
PB	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 22 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

21.93 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@mszq.com

### 相关研究

1. 华鲁恒升 (600426.SH) 深度报告：新产能稳步释放，煤化工再迎景气周期-2024/06/08
2. 华鲁恒升 (600426.SH) 2023 年年报点评：产销量稳步增长，在建项目顺利推进-2024/03/30
3. 华鲁恒升 (600426.SH) 2023 年半年报点评：二季度环比改善，荆州项目投产在即-2023/09/02
4. 华鲁恒升 (600426.SH) 深度：低谷见成色，异地谋新篇-2023/05/19

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,260	36,090	41,358	47,373
营业成本	21,576	28,988	33,333	38,366
营业税金及附加	190	217	248	284
销售费用	60	65	74	71
管理费用	336	361	352	403
研发费用	578	541	620	711
EBIT	4,495	5,918	6,730	7,538
财务费用	68	203	236	201
资产减值损失	-33	-24	-27	-32
投资收益	8	0	0	0
营业利润	4,428	5,692	6,467	7,306
营业外收支	-148	0	0	0
利润总额	4,281	5,692	6,467	7,306
所得税	658	854	970	1,096
净利润	3,622	4,838	5,497	6,210
归属于母公司净利润	3,576	4,790	5,442	6,148
EBITDA	6,560	8,109	9,306	10,348

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,041	2,433	5,362	8,668
应收账款及票据	73	99	113	130
预付款项	492	870	1,000	1,151
存货	1,493	1,565	1,799	2,071
其他流动资产	3,823	4,846	5,321	5,862
流动资产合计	7,923	9,813	13,595	17,881
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	28,941	29,907	30,677	31,427
无形资产	1,947	1,947	1,947	1,947
非流动资产合计	36,129	39,623	40,737	42,003
资产合计	44,051	49,436	54,332	59,885
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	3,807	3,018	3,470	3,994
其他流动负债	1,781	1,674	1,914	2,192
流动负债合计	5,788	4,892	5,585	6,387
长期借款	7,348	10,348	10,348	10,348
其他长期负债	478	192	192	202
非流动负债合计	7,826	10,540	10,540	10,550
负债合计	13,614	15,432	16,125	16,936
股本	2,123	2,123	2,123	2,123
少数股东权益	1,547	1,595	1,650	1,712
股东权益合计	30,438	34,004	38,208	42,948
负债和股东权益合计	44,051	49,436	54,332	59,885

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-9.87	32.39	14.60	14.54
EBIT 增长率	-41.17	31.68	13.72	12.01
净利润增长率	-43.14	33.94	13.62	12.97
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.85	19.68	19.40	19.01
净利润率	13.12	13.27	13.16	12.98
总资产收益率 ROA	8.12	9.69	10.02	10.27
净资产收益率 ROE	12.38	14.78	14.89	14.91
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.37	2.01	2.43	2.80
速动比率	0.76	1.18	1.65	2.05
现金比率	0.35	0.50	0.96	1.36
资产负债率 (%)	30.90	31.22	29.68	28.28
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.76	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	25.26	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.69	0.77	0.80	0.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.68	2.26	2.56	2.90
每股净资产	13.61	15.26	17.22	19.42
每股经营现金流	2.22	2.42	3.85	4.29
每股股利	0.60	0.61	0.69	0.78
<b>估值分析</b>				
PE	13	10	9	8
PB	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.15	6.59	5.75	5.17
股息收益率 (%)	2.74	2.78	3.16	3.56

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,622	4,838	5,497	6,210
折旧和摊销	2,065	2,190	2,576	2,810
营运资金变动	-1,054	-2,136	-188	-210
经营活动现金流	4,715	5,145	8,177	9,106
资本开支	-8,705	-5,065	-3,690	-4,076
投资	1,400	0	0	0
投资活动现金流	-7,280	-5,685	-3,690	-4,076
股权募资	500	0	0	0
债务募资	4,106	2,721	0	10
筹资活动现金流	2,658	932	-1,558	-1,725
现金净流量	101	392	2,929	3,306

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026