



华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

抗风险持续兑现，公司长期稳健运行

业绩简评

2024年8月22日公司披露半年报，上半年实现营收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%；二季度营业收入89.97亿元，同比增长42.69%，归母净利润11.59亿元，同比增长24.89%。

经营分析

2季度公司运行依旧保持稳健，产能维持高开工。二季度公司生产端依旧维持稳健运行，新材料的收入实现环比的较大增长，产销量环比增长10%、28%，化肥的销量较产量有所下行，醋酸整体维持产销的相对均衡，有机胺板块产销环比下行7%、23%。从产品运行的情况看，公司延续其一头多产的综合调控优势，通过对产品开工的调整，尽量实现综合效益最大化；而公司的荆州基地伴随的运行进一步优化，综合的运营优势在进一步提升，创利能力较一季度有进一步的提升，从后续发展看，伴随着公司的尿素项目和后续的新材料项目的逐步落地放量，荆州基地的综合运营优势还有望进一步放大。

多数产品的价格风险已经释放，公司煤气化低成本优势能够保证较好的利润水平。从目前的大多数大宗化工产品运行看，新增的产能供给都给行业带来了不小的竞争压力，公司所处的赛道也有较大的体现，但目前看多数有产能竞争压力的产品的价格回调基本接近尾声，产品盈利能力已经进入磨底状态，公司的成本管控能力以及综合的平台优势维持了公司的有效利润空间，二季度公司实现单季度毛利率20.59%、净利率13.9%，在行业相对底部的情况下维持了较好的抗风险能力。目前看尿素仍有新增产能，但尿素装置的发展历程较长，行业的成本差异较大，边际成本的抗价能力较强，后续还将有落后产能逐步投放，预估调整压力有限。

持续的项目投放和成本优化还将持续延伸公司竞争力。公司发展稳健，现金流、资金结构管控良好，不断优化成本释放利润。公司后续有规划草酸、一元酸、尼龙66以及BDO系列产品，仍将有持续的产能提升和项目落地，伴随整体纺织服装逐步回暖和新的项目增量，公司的盈利能力有望获得持续性的改善。

盈利预测

预估公司2024-2026年公司实现营业收入326、379、420亿元，归母净利润45.5、58.1、67.9亿元，EPS为2.15、2.73、3.20元，当前股价对应的PE分别为10.23、8.02、6.86，维持“买入”。

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

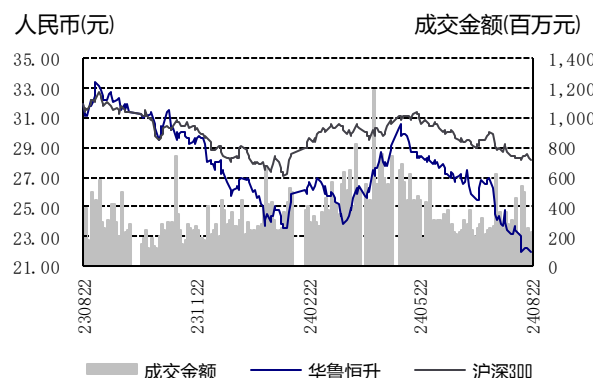
分析师：杨翼荣 (执业 S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.93 元

相关报告：

- 《华鲁恒升公司点评：产销量进一步提升，盈利环比改善》，2024.4.25
- 《华鲁恒升公司点评：行业运行承压，产能消化需要时间》，2024.4.1
- 《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



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	4,553	5,806	6,788
归母净利润增长率	-13.30%	-43.14%	27.33%	27.50%	16.93%
摊薄每股收益(元)	2.962	1.684	2.144	2.734	3.197
每股经营性现金流净额	3.30	2.22	3.26	4.46	5.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.36%	12.38%	14.16%	16.01%	16.58%
P/E	7.40	13.02	10.23	8.02	6.86
P/B	2.10	1.61	1.45	1.28	1.14

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	-154	-106	-56
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%
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%	0.4%
营业利润	8,509	7,604	4,428	5,674	7,183	8,551
营业利润率	31.9%	25.1%	16.2%	17.4%	19.0%	20.4%
营业外收支	18	-193	-148	0	0	0
税前利润	8,527	7,411	4,281	5,674	7,183	8,551
利润率	32.0%	24.5%	15.7%	17.4%	19.0%	20.4%
所得税	-1,273	-1,123	-658	-851	-1,077	-1,283
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	4,823	6,106	7,268
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	4,553	5,806	6,788
净利率	27.2%	20.8%	13.1%	14.0%	15.3%	16.2%

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	4,823	6,106	7,268
少数股东损益	0	-2	47	270	300	480
非现金支出	1,468	1,808	2,101	3,086	3,456	3,952
非经营收益	63	34	46	168	126	73
营运资金变动	-3,879	-1,130	-1,054	-1,163	-226	-86
经营活动现金流	4,906	6,999	4,715	6,914	9,461	11,208
资本开支	-3,660	-6,931	-8,705	-3,725	-5,867	-6,715
投资	0	-400	1,400	0	0	0
其他	31	38	25	30	30	30
投资活动现金流	-3,629	-7,292	-7,280	-3,695	-5,837	-6,685
股权募资	270	754	500	0	0	0
债权募资	-57	1,350	4,106	-995	-2,081	-2,303
其他	-769	-1,828	-1,948	-1,480	-1,855	-2,226
筹资活动现金流	-556	276	2,658	-2,475	-3,936	-4,529
现金净流量	717	-13	101	744	-311	-7

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	2,782	2,468	2,460
应收款项	3,862	2,961	2,362	3,011	3,502	3,882
存货	1,039	1,173	1,493	1,467	1,677	1,828
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	9,405	9,946	10,583
%总资产	29.3%	24.5%	18.0%	20.4%	20.2%	20.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17,320	20,617	32,142	32,623	34,899	37,505
%总资产	60.4%	58.9%	73.0%	70.6%	71.0%	71.4%
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	36,774	39,185	41,949
%总资产	70.7%	75.5%	82.0%	79.6%	79.8%	79.9%
资产总计	28,653	35,005	44,051	46,179	49,132	52,532
短期借款	670	473	482	300	219	916
应付款项	2,238	1,885	4,060	3,640	4,044	4,410
其他流动负债	1,311	1,212	1,246	1,229	1,456	1,643
长期贷款	4,219	3,571	5,788	5,169	5,719	6,969
其他长期负债	1,705	3,257	7,348	6,548	4,548	1,548
负债	5,948	7,085	13,614	12,198	10,743	8,999
普通股股东权益	22,256	26,923	28,891	32,165	36,272	40,937
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	26,799	30,906	35,571
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	46,179	49,132	52,532

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	3.435	2.962	1.684	2.144	2.734	3.197
每股净资产	10.538	12.680	13.607	15.148	17.083	19.280
每股经营现金净流	2.323	3.296	2.221	3.256	4.456	5.278
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%	14.16%	16.01%	16.58%
总资产收益率	25.32%	17.97%	8.12%	9.86%	11.82%	12.92%
投入资本收益率	29.20%	20.40%	9.99%	12.05%	14.27%	15.83%
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%	27.33%	27.50%	16.93%
总资产增长率	39.44%	22.17%	25.84%	4.83%	6.39%	6.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9
存货周转天数	13.9	18.8	22.6	21.0	21.0	21.0
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	318.6	289.4	270.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.26%	1.70%	19.02%	11.97%	5.99%	0.01%
EBIT 利息保障倍数	89.7	129.4	66.3	37.5	68.7	152.8
资产负债率	20.76%	20.24%	30.90%	26.41%	21.87%	17.13%

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	1	7	14	23	85
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	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