

2024年08月24日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 产能放量构筑业绩，增收扩盈持续发力

—华鲁恒升（600426.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

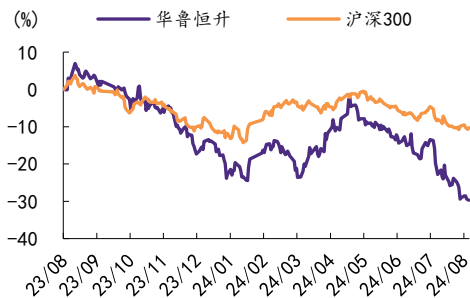
分析师：张伟保 S1050523110001  
zhangwb@cfsc.com.cn

## 基本数据

2024-08-23

当前股价（元）	22.65
总市值（亿元）	481
总股本（百万股）	2123
流通股本（百万股）	2116
52周价格范围（元）	21.93-34.1
日均成交额（百万元）	331.06

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

1、《华鲁恒升（600426）：新项目投产，公司竞争力持续增强》2023-12-28

华鲁恒升发布半年度业绩报告：2024年上半年实现营业收入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%。其中，2024Q2单季度实现营业收入89.97亿元，同比增长42.69%、环比增长12.78%，实现归母净利润11.59亿元，同比增长24.89%、环比增长8.78%。

## 投资要点

## ■ 公司产销量双升构筑业绩高增长

2024H1，受市场需求不振影响，化工品价格大多下行。公司得益于荆州一期如期达产以及本部改造扩能，产品产销量提高，营收同比增长，带动公司业绩高增。2024H1公司各产品线业绩增长显著，醋酸业务增长势头迅猛超越预期。公司新能源新材料/化学肥料/有机胺/醋酸及衍生品共计生产214/228/31/75万吨，同比+18%/+39%/+25%/+141%；销售量达到124/217/28/75万吨，同比+28%/+44%/+15%/+148%；分别贡献营收83/36/13/20亿元，同比+19%/+40%/-5%/+146%。

## ■ 荆州基地增收扩盈，公司降本增效成果初现

公司基地一期项目已于2023年建成开车并运营达效。2024H1荆州基地项目进一步增收扩盈，实现营收37.65亿元，净利润5.43亿元，上半年荆州项目净利润率对比2023年上浮1.99pct。同时公司坚持系统挖潜、降本增效，优化工艺降低消耗，以技术升级发掘装置潜力，2024H1公司管理/财务/研发费用率分别为1.1%/0.66%/1.5%，同比分别+0.02pct/+0.5pct/-1.14pct。公司2024H1整体毛利率同比提升0.34pct，达到21.2%，净利率同比增长0.24pct，达到14.06%。随着荆州基地持续提质增效，公司盈利能力有望继续增长。

## ■ 产能持续投放叠加成本优化延续公司盈利能力

公司保持产能投放节奏，目前有20万吨己二酸、52万吨尿素产能在建。另有尼龙66高端新材料、酰胺原料优化升级项目、蜜胺树脂单体材料等多个新项目在建，构建未来增长点。叠加公司主要原材料煤炭价格走低，公司盈利能力有望延续。

## ■ 盈利预测

随着产业链延伸和荆州基地投产，公司业绩有望迎来稳步增长。预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.21、2.67、3.09 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2、8.5、7.3 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	27,260	34,253	38,905	41,951
增长率（%）	-9.9%	25.7%	13.6%	7.8%
归母净利润（百万元）	3,576	4,695	5,673	6,557
增长率（%）	-43.1%	31.3%	20.8%	15.6%
摊薄每股收益（元）	1.68	2.21	2.67	3.09
ROE（%）	11.7%	13.9%	15.1%	15.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	2,041	7,055	12,577	18,337
应收款	75	94	107	115
存货	1,493	1,875	2,115	2,256
其他流动资产	4,313	5,420	6,156	6,638
流动资产合计	7,923	14,444	20,955	27,347
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	28,941	28,862	27,678	26,129
在建工程	3,084	1,233	493	197
无形资产	1,947	1,849	1,752	1,660
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	2,157	2,157	2,157	2,157
非流动资产合计	36,129	34,102	32,081	30,143
资产总计	44,051	48,547	53,035	57,490
<b>流动负债:</b>				
短期借款	200	200	200	200
应付账款、票据	3,807	4,781	5,394	5,754
其他流动负债	1,105	1,105	1,105	1,105
流动负债合计	5,788	6,936	7,663	8,099
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	7,348	7,348	7,348	7,348
其他非流动负债	478	478	478	478
非流动负债合计	7,826	7,826	7,826	7,826
负债合计	13,614	14,761	15,489	15,925
<b>所有者权益</b>				
股本	2,123	2,123	2,123	2,123
股东权益	30,438	33,785	37,546	41,566
负债和所有者权益	44,051	48,547	53,035	57,490

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3622	4756	5746	6642
少数股东权益	47	61	74	85
折旧摊销	1889	2027	2017	1933
公允价值变动	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-836	-360	-261	-196
经营活动现金净流量	4715	6477	7569	8458
投资活动现金净流量	-7280	1929	1924	1845
筹资活动现金净流量	7578	-1409	-1985	-2623
现金流量净额	5,014	6,998	7,508	7,680

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,260	34,253	38,905	41,951
营业成本	21,576	26,857	30,295	32,314
营业税金及附加	190	239	272	293
销售费用	60	76	86	93
管理费用	336	422	479	516
财务费用	68	141	-13	-175
研发费用	578	727	825	890
费用合计	1,042	1,365	1,377	1,324
资产减值损失	-33	-33	-33	-33
公允价值变动	-6	-6	-6	-6
投资收益	8	8	8	8
营业利润	4,428	5,768	6,938	7,997
加:营业外收入	8	8	8	8
减:营业外支出	156	156	156	156
利润总额	4,281	5,621	6,791	7,849
所得税费用	658	864	1,044	1,207
净利润	3,622	4,756	5,746	6,642
少数股东损益	47	61	74	85
归母净利润	3,576	4,695	5,673	6,557

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-9.9%	25.7%	13.6%	7.8%
归母净利润增长率	-43.1%	31.3%	20.8%	15.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.9%	21.6%	22.1%	23.0%
四项费用/营收	3.8%	4.0%	3.5%	3.2%
净利率	13.3%	13.9%	14.8%	15.8%
ROE	11.7%	13.9%	15.1%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.9%	30.4%	29.2%	27.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	364.2	364.2	364.2	364.2
存货周转率	14.5	14.5	14.5	14.5
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.68	2.21	2.67	3.09
P/E	13.4	10.2	8.5	7.3
P/S	1.8	1.4	1.2	1.1
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2

## ■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。