

氮肥

华鲁恒升（600426.SH）

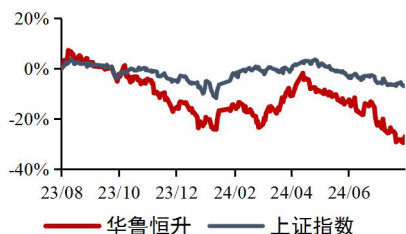
买入-B(维持)

上半年业绩超预期，主要产品销量大幅增长

2024年8月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月23日

收盘价(元):	22.65
年内最高/最低(元):	35.03/21.70
流通A股/总股本(亿):	21.15/21.23
流通A股市值(亿):	479.14
总市值(亿):	480.93

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元):	1.05
摊薄每股收益(元):	1.05
每股净资产(元):	14.90
净资产收益率(%):	7.55

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2024年半年度报告，实现营业收入169.75亿，同比+37.35%；实现归属母公司股东的净利润22.24亿，同比+30.1%。其中，Q2实现营业收入89.97亿元，同比+42.69%，环比+12.78%；实现归母净利润11.59亿，同比+24.89%，环比+8.78%。

事件点评

➢ **经营业绩同比增长，持续推进项目建设。**受益于荆州基地一期项目的运营达效和德州本部装置的技术改造扩能，主导产品产销量提高，经营收益同比增长。积极开拓下游应用领域，实现化肥、基础化学品、化工新材料、新能源材料销量持续增长。德州本部酰胺原料优化升级、20万吨二元酸正加紧建设；荆州基地项目进展顺利。

➢ **主要产品销量大幅增长，价格涨跌不一。**公司上半年新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销量分别为123.55、216.5、28.28、75.45万吨，分别同比+28.47%、+43.5%、+14.77%、+148.03%。根据百川盈孚，上半年尿素/己内酰胺/PA6/辛醇/己二酸/DMF/醋酐/醋酸/三聚氰胺价格分别同比-11%、+7%、+8%、+12%、-2%、-13%、+5%、-6%、-13%。

➢ **毛利率同比小幅提升，经营性现金流量净额同比增长。**公司销售毛利率为21.2%，同比提升0.34pct，期间费用方面，销售费用同比上升68.55%，系工资及仓储费用增加所致左右。财务费用同比471.76%，系子公司借款利息支出增加所致。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额较上年同期上升22.34%，主要系销售收入增加导致收到的现金流入增加所致。

投资建议

➢ 我们预计2024-2026年实现归母净利分别为43.23/48.84/54.49亿元，对应公司8月23日市值为481亿元，PE分别为11.1/9.8/8.8X，维持“买入-B”评级。

风险提示

➢ **新建项目投产进度不及预期：**由于公司成长性目前主要依托于荆州基地等新项目的扩产，若新建项目投产进度滞后的话，则会对公司未来收入增速造成压力。

➢ **扩产后价格体系下行风险：**由于需求增速相对平缓，而对应产能增速在24-25年相对较高，会有产品价格体系在竞争后的下滑风险，会影响一定收入。

财务数据与估值：



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	34,498	34,840	38,822
YoY(%)	13.6	-9.9	26.6	1.0	11.4
净利润(百万元)	6,289	3,576	4,323	4,884	5,449
YoY(%)	-13.3	-43.1	20.9	13.0	11.6
毛利率(%)	28.9	20.9	19.2	20.5	20.4
EPS(摊薄/元)	2.96	1.68	2.04	2.30	2.57
ROE(%)	22.5	11.9	12.9	13.2	13.3
P/E(倍)	7.6	13.4	11.1	9.8	8.8
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
净利率(%)	20.8	13.1	12.5	14.0	14.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8581	7923	7743	9563	10428
现金	1849	2041	2493	2871	3973
应收票据及应收账款	39	73	65	71	82
预付账款	805	492	703	626	963
存货	1173	1493	834	1748	1301
其他流动资产	4716	3823	3649	4246	4108
非流动资产	26424	36129	39066	41978	45255
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15591	28941	31456	34614	37443
无形资产	1737	1947	2125	2312	2488
其他非流动资产	9096	5241	5485	5052	5325
资产总计	35005	44051	46808	51541	55683
流动负债	3571	5788	6071	7415	7868
短期借款	0	200	200	200	200
应付票据及应付账款	1624	3807	2118	3704	2776
其他流动负债	1946	1781	3753	3511	4893
非流动负债	3514	7826	7237	7049	6762
长期借款	3257	7348	7047	6812	6471
其他非流动负债	258	478	190	237	290
负债合计	7085	13614	13308	14464	14630
少数股东权益	998	1547	1560	1579	1606
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2318	2386	2386	2386	2386
留存收益	22704	24581	27692	31196	35036
归属母公司股东权益	26923	28891	31940	35497	39446
负债和股东权益	35005	44051	46808	51541	55683

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6999	4715	7419	7558	9135
净利润	6288	3622	4337	4903	5475
折旧摊销	1774	2053	2701	3184	3624
财务费用	59	68	77	-10	-156
投资损失	-38	-8	0	0	0
营运资金变动	-1347	-841	288	-517	193
其他经营现金流	265	-179	17	-2	-2
投资活动现金流	-7292	-7280	-6512	-6055	-6850
筹资活动现金流	276	2658	-456	-1125	-1182
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.96	1.68	2.04	2.30	2.57
每股经营现金流(最新摊薄)	3.30	2.22	3.49	3.56	4.30
每股净资产(最新摊薄)	12.68	13.61	15.04	16.72	18.58

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30245	27260	34498	34840	38822
营业成本	21491	21576	27891	27681	30886
营业税金及附加	217	190	231	226	265
营业费用	52	60	83	76	82
管理费用	262	336	387	371	415
研发费用	611	578	663	649	769
财务费用	59	68	77	-10	-156
资产减值损失	-24	-36	-28	-33	-30
公允价值变动收益	1	-6	0	0	0
投资净收益	38	8	0	0	0
营业利润	7604	4428	5195	5881	6589
营业外收入	28	8	16	18	18
营业外支出	221	156	98	119	148
利润总额	7411	4281	5113	5780	6458
所得税	1123	658	777	876	983
税后利润	6288	3622	4337	4903	5475
少数股东损益	-2	47	14	19	27
归属母公司净利润	6289	3576	4323	4884	5449
EBITDA	9329	6753	7977	9070	10086

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	-9.9	26.6	1.0	11.4
营业利润(%)	-10.6	-41.8	17.3	13.2	12.0
归属于母公司净利润(%)	-13.3	-43.1	20.9	13.0	11.6
获利能力					
毛利率(%)	28.9	20.9	19.2	20.5	20.4
净利率(%)	20.8	13.1	12.5	14.0	14.0
ROE(%)	22.5	11.9	12.9	13.2	13.3
ROIC(%)	20.9	10.8	10.9	11.2	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.2	30.9	28.4	28.1	26.3
流动比率	2.4	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.4	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	525.9	488.1	501.7	513.0	507.2
应付账款周转率	11.3	7.9	9.4	9.5	9.5
估值比率					
P/E	7.6	13.4	11.1	9.8	8.8
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.3	8.2	6.9	6.1	5.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

