

非金融公司|公司点评|华鲁恒升（600426）

# 盈利韧性凸显，业绩符合预期



## | 报告要点

公司发布半年报，2024H1 实现营业收入 170 亿元，同比+37%，实现归母净利润 22.2 亿元，同比+30%，实现扣非后归母净利润 22.4 亿元，同比+32%。上半年业绩增长主要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。上半年核心子公司华鲁恒升(荆州)有限公司的净利润达 5.4 亿元，同比扭亏且盈利大幅提升。

## | 分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



申起昊

SAC: S0590524070002

## 华鲁恒升(600426)

# 盈利韧性凸显，业绩符合预期

行业：基础化工/农化制品  
 投资评级：买入（维持）  
 当前价格：22.03 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,123.32/2,115.41  
 流通A股市值(百万元) 46,602.55  
 每股净资产(元) 14.09  
 资产负债率(%) 29.49  
 一年内最高/最低(元) 35.03/21.70

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《华鲁恒升(600426)：低成本为抓手无惧红海，煤化工龙头持续成长》2024.05.31



扫码查看更多

### 事件

公司发布半年报，2024H1 实现营业收入 170 亿元，同比+37%，实现归母净利润 22.2 亿元，同比+30%，实现扣非后归母净利润 22.4 亿元，同比+32%。

#### ➤ 荆州一期运营达效，业绩符合预期

单季度看，2024Q2 公司实现营收 90 亿元，同比+43%；实现归母净利润 11.6 亿元，环比+9%，同比+25%。上半年业绩增长主要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。上半年核心子公司华鲁恒升(荆州)有限公司的净利润达 5.4 亿元，同比扭亏且盈利大幅提升。上半年公司化肥、有机胺、醋酸及衍生品、新能源材料销量分别达 217/28/75/124 万吨，同比分别+44%/+15%/+148%/+28%；毛利率分别达 34.58%/8.24%/26.64%/15.50%，较 2023 年全年分别-0.49/-4.63/+5.69/-1.74pct。

#### ➤ 尿素行情弱勢更显公司盈利韧性

上半年尿素(小颗粒)均价为 2230 元/吨，同比下滑了 11%，上半年公司化肥毛利率基本维稳。7-8 月份尿素价格进一步下行，截至 8 月 23 日尿素(小颗粒)价格已经来到 2040 元/吨，较 6 月底继续下行 12%。尿素是公司的传统支柱产品，价格下行更显公司盈利韧性。公司通过新型煤气化技术的应用、煤炭多联产综合利用等方式，成本优于气头和多数煤头工艺，上半年公司化肥业务毛利率基本维稳。公司尿素设计产能 255 万吨，在建产能 52 万吨，凭低成本优势逆周期扩张，有望进一步巩固公司行业地位，推动公司持续成长。

#### ➤ 资本开支有序、理性、稳步推进

公司致力于在战略边界内进行资本开支，截至 2024 年中报，公司在建工程约 39 亿元，为固定资产的 14%，资产负债率控制在 29%。在建工程主要围绕煤气化平台和酰胺产业链，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，尽管行业景气度略显低迷，但公司盈利能力有望稳步向上。

#### ➤ 盈利韧性强且持续成长，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 318/346/376 亿元，同比增速分别为 17%/9%/9%，归母净利润分别为 46/53/58 亿元，同比增速分别为 28%/15%/10%，EPS 分别为 2.16/2.49/2.74 元/股，3 年 CAGR 为 18%。当前价格对应 2024 年 PE 为 10 倍，考虑到公司在多种产品上有领先的成本优势和市场话语权，且新项目持续投放，我们维持公司“买入”评级。

**风险提示：**尿素等主要产品价格大幅波动，荆州基地产能投放不及预期，内需持续不及预期，全球贸易保护主义抬头，安全生产风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30245	27260	31781	34637	37641
增长率(%)	13.09%	-9.87%	16.59%	8.99%	8.67%
EBITDA(百万元)	9243	6402	9126	10415	11284
归母净利润(百万元)	6289	3576	4589	5279	5820
增长率(%)	-13.50%	-43.14%	28.33%	15.04%	10.25%
EPS(元/股)	2.96	1.68	2.16	2.49	2.74
市盈率(P/E)	7.4	13.1	10.2	8.9	8.0
市净率(P/B)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	10.6	6.0	5.0	4.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 26 日收盘价

## 风险提示

### 1) 尿素等主要产品价格大幅波动

尿素、醋酸、DMF 等主要产品价格受成本、需求等多种市场因素扰动，如果产品价格出现大幅下滑，将对公司盈利能力产生不利影响。

### 2) 荆州基地产能投放不及预期

公司在荆州基地布局了尿素、醋酸、DMF 等新增产能，如果产能投放不及预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

### 3) 内需持续不及预期

房地产行业景气低迷对国内化工品内需形成了一定的压制，如果内需持续不及预期，会对公司未来盈利能力产生不利影响。

### 4) 全球贸易保护主义抬头

尽管公司产品出口占比不高，但产品下游涉及纺织、锂电、建材等多种行业，如果全球贸易保护主义抬头，贸易壁垒高筑，将对公司未来一公里能力产生冲击。

### 5) 安全生产风险

公司煤气化等生产环节具有一定的危险性，甲醇等部分产品有剧毒，如果发生安全事故会对公司的盈利能力产生较大冲击。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼