



华鲁恒升（600426.SH）：荆州基地贡献业绩增量，双基地同步发展保障中长期成长

2024年8月29日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

公司报告

华鲁恒升发布 2024 年中报：公司上半年实现营业收入 169.75 亿元，YoY+37.35%，实现归母净利润 22.24 亿元，YoY+30.10%。

荆州基地产能释放，带动业绩增长。从收入端看，2024 年上半年，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，公司主导产品产销量提高，带动营收增长。公司新能源新材料相关产品销量同比增长 28.47%、营收同比增长 18.64%；化肥产品销量同比增长 43.50%、营收同比增长 39.88%；有机胺系列产品销量同比增长 14.77%、营收同比小幅下滑 4.97%；醋酸及衍生品销量同比增长 148.03%、营收同比增长 145.66%。从利润端看，公司综合毛利率同比提升 0.34 个百分点至 21.20%，带动净利润增长。

双基地项目建设同步推进，保障公司中长期发展。公司依托洁净煤气化技术，充分发挥“一头多线”的循环经济柔性多联产经营模式，多产品链协同生产，持续提高资源综合利用能力，并依托固有优势，持续推进产业链的延伸拓展和产品的迭代升级，开辟新的盈利增长点。同时，公司按照“本地高端化，异地谋新篇”战略定位，公司一方面在德州基地不断实施新项目建设、老项目技改升级，并储备了新能源、可降解塑料等后续项目，延伸产业链条；另一方面，公司抓住良机布局荆州第二基地，全力推进荆州基地项目建设，打开成长空间。目前公司荆州基地一期项目已运营达效，2024 年上半年荆州公司实现营收 37.65 亿元、净利润 5.43 亿元。此外，公司荆州、德州基地仍在持续推进后续建设项目，我们预期后续新增项目的陆续投产有望贡献业绩增量，助力公司中长期发展。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。我们维持对公司 2024~2026 年盈利预测，即公司 2024~2026 年净利润分别为 46.80、56.58 和 67.36 亿元，对应 EPS 分别为 2.20、2.66 和 3.17 元，当前股价对应 P/E 值分别为 10、8 和 7 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,245	27,260	33,765	39,899	46,990
增长率（%）	13.55%	-9.87%	23.86%	18.17%	17.77%
归母净利润（百万元）	6,289	3,576	4,680	5,658	6,736
增长率（%）	-13.30%	-43.14%	30.87%	20.90%	19.05%
净资产收益率（%）	23.36%	12.38%	14.49%	15.59%	16.43%
每股收益（元）	2.96	1.68	2.20	2.66	3.17

公司简介：

华鲁恒升是多业联产的现代化工企业，主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间品等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局，推动传统产能改造升级，积极发展合成气下游深加工项目，与石油化工下游产业链融合，打造高端新材料板块。

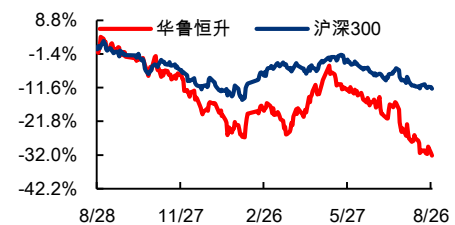
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	34.1-21.78
总市值（亿元）	462.46
流通市值（亿元）	460.74
总股本/流通 A 股（万股）	212,332/212,332
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.84

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

PE	7	13	10	8	7
PB	1.72	1.60	1.43	1.27	1.13

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	8581	7923	14799	22091	32941	营业收入	30245	27260	33765	39899	46990
货币资金	1849	2041	8541	15979	26419	营业成本	21491	21576	26480	31315	36918
应收账款	39	57	70	83	98	营业税金及附加	217	190	236	278	328
其他应收款	0	18	-70	-83	-98	营业费用	52	60	74	88	104
预付款项	805	492	604	543	640	管理费用	262	336	416	491	578
存货	1173	1493	1832	1747	2060	财务费用	59	68	102	-31	-154
其他流动资产	4715	3821	3821	3821	3821	资产减值损失	27	33	8	-1	8
非流动资产合计	26424	36129	34661	33083	31482	公允价值变动收益	1	-6	-6	-6	-6
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	38	8	8	8	8
固定资产	20617	32142	30773	29284	27764	营业利润	7604	4428	5745	6924	8223
无形资产	1737	1947	1902	1858	1813	营业外收入	28	8	8	8	8
其他非流动资产	4070	2040	1986	1941	1904	营业外支出	221	156	156	156	156
资产总计	35005	44051	49460	55174	64423	利润总额	7411	4281	5597	6777	8076
流动负债合计	3571	5788	7234	8381	12312	所得税	1123	658	861	1042	1242
短期借款	0	200	200	200	200	净利润	6288	3622	4736	5735	6834
应付账款	1624	3314	4431	5240	6177	少数股东损益	-2	47	57	77	98
预收款项	0	0	185	219	257	归属母公司净利润	6289	3576	4680	5658	6736
一年内到期的非流动负债	473	282	0	0	0	EBITDA	9245	6355	8111	9247	10425
非流动负债合计	3514	7826	7826	7826	7826	EPS (元)	2.96	1.68	2.20	2.66	3.17
长期借款	3257	7348	7348	7348	7348	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
负债合计	7085	13614	15060	16207	20138	成长能力					
少数股东权益	998	1547	2103	2680	3278	营业收入增长	14%	-10%	24%	18%	18%
实收资本(或股本)	2123	2123	2123	2123	2123	营业利润增长	-11%	-42%	30%	21%	19%
资本公积	2318	2386	2386	2386	2386	归属于母公司净利润增长	-13%	-43%	31%	21%	19%
未分配利润	21642	23520	26457	29882	33928	获利能力					
归属母公司股东权益合计	26923	28891	32297	36287	41007	毛利率(%)	29%	21%	22%	22%	21%
负债和所有者权益	35005	44051	49460	55174	64423	净利率(%)	21%	13%	14%	14%	14%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	18%	8%	9%	10%	10%
						ROE(%)	23%	12%	14%	16%	16%
经营活动现金流	6999	4715	8658	9575	12802	运营能力					
净利润	6289	3576	4680	5658	6736	总资产周转率	0.95	0.69	0.72	0.76	0.79
折旧摊销	1774	2053	2468	2578	2601	应收账款周转率	525.95	570.76	530.77	519.59	518.79
财务费用	59	68	102	-31	-154	应付账款周转率	15.85	11.04	8.72	8.25	8.23
应收帐款减少	38	-18	-14	-13	-15	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	185	34	39	每股收益(最新摊薄)	2.96	1.68	2.20	2.66	3.17
投资活动现金流	-7292	-7280	-1000	-1000	-1000	每股净现金流(最新摊薄)	-0.01	0.05	3.06	3.50	4.92
公允价值变动收益	1	-6	-6	-6	-6	每股净资产(最新摊薄)	12.68	13.61	15.21	17.09	19.31
长期投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	38	8	8	8	8	P/E	7.35	12.93	9.88	8.17	6.87
筹资活动现金流	276	2658	-1158	-1137	-1362	P/B	1.72	1.60	1.43	1.27	1.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	5.21	8.19	5.58	4.09	2.63
长期借款增加	1551	4092	0	0	0						
普通股增加	11	0	0	0	0						
资本公积增加	252	67	0	0	0						
现金净增加额	-13	101	6500	7439	10440						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

10 余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉, 包括 2016~2018 年水晶球公募榜连续入围, 2017 年水晶球公募榜第一名、总榜第二名, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526