



华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

检修有影响,竞争加剧进一步优化成本

业绩简评

2024年10月30日公司披露三季报,三季度实现营收251.80亿元,同比增长30.16%;实现归母净利润30.49亿元,同比增长4.16%;三季度营业收入82.05亿元,同比增长17.43%,归母净利润8.25亿元,同比下降32.27%。

经营分析

3季度检修影响产量,产品价格调整,带动营收环比下行。三季度公司的一套煤气化平台及下游配套的产品进行检修,影响大概20天,下游新材料、醋酸及衍生品、肥料、有机胺产量皆出现了环比下行,约为8%、9%、5%、4%;由于部分产品行业存在新增产能释放,供给增加,有机胺、肥料等板块的产品价格下行相对明显,量价的双重影响下,公司的整体收入水平出现了下行。但相对较好的是,此次公司通过平台检修,有望将公司的部分降本措施进一步落地,有望实现进一步的成本节约和技术工艺优化。

煤炭价格大体维持平稳,行业竞争形成一定的价格压力。老旧产能升级和新建产能投产形成行业供给增量,连续2年的行业产能投放带来的供给压力相对较高,从三季度来看,公司主要原材料煤炭价格基本处于相对平稳状态,终端产品的调整主要带来了价差的收窄,三季度公司单季度毛利率调整至17.56%,环比二季度下行约3个点,给与公司的利润带来影响。10月份,动力煤在三季度后期小幅调整的趋势已经有所停滞,煤炭价格小幅下行,同时多数化工产品在前期已经经历了比较大幅度的调整,部分产品已经跌破行业边际成本,行业基本已经进入底部区间,虽然短时间内暂时没有非常明显的反弹动力,进一步下调的空间有限。

荆州基地项目将逐步进入落地期,有望对现有平台成本形成进一步摊分,对现有的生产结构形成优化。公司整体负债水平相对较低,今明年的投资主要以荆州和德州的后端项目为主,风险管控相对较好。伴随荆州项目逐步进入落地期,荆州的产品体系将有获得优化,进一步分摊前段成本,降低单一产品库存运输压力,丰富产品种类。通过降本和增量的两条路径,公司在行业相对承压的状态下维持竞争力,保证良好现金流,静待供需再平衡。

盈利预测

下调公司2024年盈利11%,预估2024-2026年营收332、385、434亿元,归母净利润40.4、52.5、63.6亿元,EPS为1.9、2.5、3.0元,当前股价对应的PE分别为12.2、9.4、7.7,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

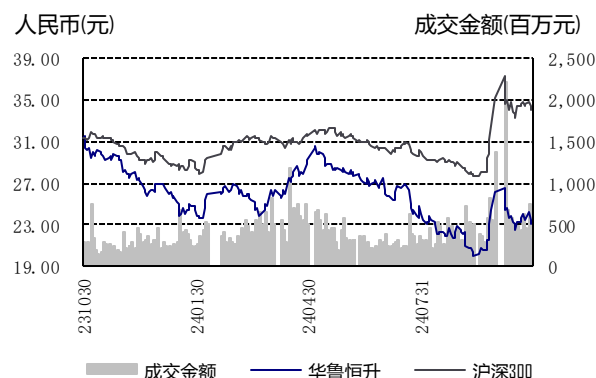
分析师:杨翼荣(执业S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价(人民币):23.14元

相关报告:

- 《华鲁恒升公司点评:抗风险持续兑现,公司长期稳健运行》,2024.8.22
- 《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



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	33,161	38,469	43,385
营业收入增长率	13.55%	-9.87%	21.65%	16.01%	12.78%
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	4,035	5,248	6,356
归母净利润增长率	-13.30%	-43.14%	12.84%	30.08%	21.11%
摊薄每股收益(元)	2.962	1.684	1.900	2.472	2.994
每股经营性现金流净额	3.30	2.22	3.04	4.23	5.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.36%	12.38%	12.75%	14.91%	16.12%
P/E	7.81	13.74	12.18	9.36	7.73
P/B	2.10	1.92	1.55	1.40	1.25

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	33,161	38,469	43,385
增长率		13.6%	-9.9%	21.6%	16.0%	12.8%
主营业务成本	-17,182	-21,491	-21,576	-26,598	-30,185	-33,518
%销售收入	64.5%	71.1%	79.1%	80.2%	78.5%	77.3%
毛利	9,453	8,754	5,684	6,563	8,284	9,867
%销售收入	35.5%	28.9%	20.9%	19.8%	21.5%	22.7%
营业税金及附加	-135	-217	-190	-232	-269	-304
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-63	-52	-60	-80	-92	-104
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-276	-262	-336	-365	-423	-477
%销售收入	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-368	-611	-578	-663	-769	-868
%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	5,223	6,730	8,114
%销售收入	32.3%	25.2%	16.6%	15.8%	17.5%	18.7%
财务费用	-96	-59	-68	-159	-133	-117
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%
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	9	30	30
%税前利润	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%
营业利润	8,509	7,604	4,428	5,123	6,637	8,037
营业利润率	31.9%	25.1%	16.2%	15.4%	17.3%	18.5%
营业外收支	18	-193	-148	7	0	0
税前利润	8,527	7,411	4,281	5,130	6,637	8,037
利润率	32.0%	24.5%	15.7%	15.5%	17.3%	18.5%
所得税	-1,273	-1,123	-658	-795	-1,029	-1,246
所得税率	14.9%	15.2%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	7,254	6,288	3,622	4,335	5,608	6,791
少数股东损益	0	-2	47	300	360	435
归属于母公司的净利润	7,254	6,289	3,576	4,035	5,248	6,356
净利率	27.2%	20.8%	13.1%	12.2%	13.6%	14.7%

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	4,335	5,608	6,791
少数股东损益	0	-2	47	300	360	435
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	182	147	134
营运资金变动	-3,879	-1,130	-1,054	-1,144	-232	-85
经营活动现金净流	4,906	6,999	4,715	6,458	8,980	10,792
资本开支	-3,660	-6,931	-8,705	-3,718	-5,867	-6,715
投资	0	-400	1,400	0	0	0
其他	31	38	25	9	30	30
投资活动现金净流	-3,629	-7,292	-7,280	-3,709	-5,837	-6,685
股权募资	270	754	500	0	0	0
债权募资	-57	1,350	4,106	-995	-1,232	-1,558
其他	-769	-1,828	-1,948	-1,480	-1,876	-2,287
筹资活动现金净流	-556	276	2,658	-2,475	-3,108	-3,845
现金净流量	717	-13	101	275	35	262

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	2,313	2,345	2,605
应收款项	3,862	2,961	2,362	3,066	3,557	4,012
存货	1,039	1,173	1,493	1,530	1,737	1,928
其他流动资产	1,606	2,598	2,026	2,171	2,324	2,454
流动资产	8,391	8,581	7,923	9,081	9,963	11,000
%总资产	29.3%	24.5%	18.0%	19.8%	20.3%	20.8%
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%	71.1%	71.0%	70.8%
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%	80.2%	79.7%	79.2%
资产总计	28,653	35,005	44,051	45,855	49,149	52,949
短期借款	670	473	482	300	1,068	2,510
应付款项	2,238	1,885	4,060	3,797	4,188	4,651
其他流动负债	1,311	1,212	1,246	1,228	1,458	1,671
长期贷款	4,219	3,571	5,788	5,325	6,714	8,832
其他长期负债	23	258	478	489	483	497
负债	5,948	7,085	13,614	12,361	11,746	10,877
普通股股东权益	22,256	26,923	28,891	31,647	35,197	39,430
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	26,281	29,830	34,064
少数股东权益	450	998	1,547	1,847	2,207	2,642
负债股东权益合计	28,653	35,005	44,051	45,855	49,149	52,949

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	3.435	2.962	1.684	1.900	2.472	2.994
每股净资产	10.538	12.680	13.607	14.905	16.577	18.570
每股经营现金净流	2.323	3.296	2.221	3.042	4.229	5.083
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%	12.75%	14.91%	16.12%
总资产收益率	25.32%	17.97%	8.12%	8.80%	10.68%	12.00%
投入资本收益率	29.20%	20.40%	9.99%	10.94%	13.22%	14.86%
增长率						
主营业务收入增长率	103.10%	13.55%	-9.87%	21.65%	16.01%	12.78%
EBIT 增长率	291.46%	-11.58%	-40.63%	15.56%	28.85%	20.56%
净利润增长率	303.37%	-13.30%	-43.14%	12.84%	30.08%	21.11%
总资产增长率	39.44%	22.17%	25.84%	4.09%	7.18%	7.73%
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	312.8	284.9	261.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.26%	1.70%	19.02%	13.54%	8.75%	3.45%
EBIT 利息保障倍数	89.7	129.4	66.3	32.8	50.6	69.4
资产负债率	20.76%	20.24%	30.90%	26.96%	23.90%	20.54%

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	0	2	13	40	75
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.07	1.07	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