

华鲁恒升 (600426.SH)  
农化制品

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 31 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 孙颖

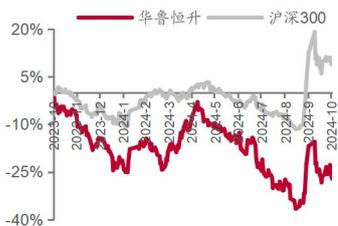
执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	2,123.27
流通股本(百万股)	2,115.69
市价(元)	22.92
市值(百万元)	48,665.27
流通市值(百万元)	48,491.69

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《华鲁恒升 2024 年半年报点评: 二季度业绩符合预期, 降本提效行稳致远》2024-08-24
- 《华鲁恒升 23 年年报及 24 年一季度报点评: 业绩环比改善明显, 量增伴随高质成长》2024-04-27
- 《华鲁恒升 23Q3 点评: 价差修复业绩高增, 荆州一期成功投料》2023-11-06

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	32,918	37,117	41,190
增长率 yoy%	14%	-10%	21%	13%	11%
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	3,826	4,641	5,593
增长率 yoy%	-13%	-43%	7%	21%	21%
每股收益(元)	2.96	1.68	1.80	2.19	2.63
每股现金流量	3.30	2.22	3.07	3.66	4.27
净资产收益率	23%	12%	11%	12%	13%
P/E	7.8	13.7	12.7	10.5	8.7
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 31 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 事件:** 10 月 30 日, 公司发布 2024 年三季度报。2024 年前三季度公司实现营业收入 251.8 亿元, 同比+30.2%; 归母净利润 30.5 亿元, 同比+4.2%; 扣非归母净利润 30.6 亿元, 同比+5.4%。2024Q3 单季实现营业收入 82.0 亿元, 同比+17.4%, 环比-8.8%; 归母净利润 8.2 亿元, 同比-32.3%, 环比-28.8%; 扣非归母净利润 8.2 亿元, 同比-32.1%, 环比-29.6%。
- 部分装置计划内检修, 公司营收环比回落。** 根据公告, 公司一套煤气化装置及部分产品生产装置于 8 月 10 日至 8 月 30 日进行停车检修, 预计影响营业收入约 5 亿元, 占全年营业收入预算的 1.47% 左右。扣除停产检修影响, 公司单三季度营业收入约 87 亿元, 环比略降 3.3%。从生产经营上看, 装置检修叠加传统淡季背景下, 2024Q3 公司新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品和醋酸及衍生品产销规模整体收窄, 产量环比-7.7%、-4.6%、-4.5%、-8.6%, 销量环比-4.2%、-6.2%、+4.3%、-4.5%。
- 供需宽松景气承压, 主营产品价差收窄。** 原料端看, 根据 Wind, 2024Q3 国内无烟煤、动力煤均价 1077 和 854 元/吨, 同比-5.2%和-2.2%, 环比+1.8%和-0.4%。油头原料纯苯和丙烯 2024Q3 均价 8524 和 6925 元/吨, 同比+11.9%和+1.7%, 环比-4.9%和+0.4%。整体仍处相对高位。产品端看, 根据百川盈孚, 2024Q3 国内尿素和己内酰胺分别新增 340 和 80 万吨产能, 约占 2023 年年底有效产能的 4.9%和 12.3%。成本高企+终端疲弱+供给扩能背景下, 产品价格价差有所收窄。2024Q3 煤头产品尿素、醋酸、DMF 和 DMC 价差环比-13.5%、-1.3%、-25.1%和-2.7%; 油头产品辛醇、己内酰胺、己二酸价差环比-19.2%、-3.4%、-15.6%。
- 单三季度费用有所提升, 长期挖潜降本提效趋势不改。** 受装置技改以及荆州二期项目加速建设影响, 公司单三季度期间费用率较 2023 年同期略增 0.5pct 至 4.1%。其中, 财务费用、管理费用、研发费用和销售费用同比+3297、-3055、+7322、+1015 万元, 环比-224、-2634、+6289、+97 万元。根据中化新网, 公司继 2023 年完成 46 个节能技改项目累计实现超 10 亿元降本增效后, 今年从低位热能利用、节汽、节电等 4 个方面再规划约 40 个技改项目以实现挖潜降耗。通过利用系统回水余压进行发电, 预计可提升装置效率约 34%, 年节能创利 1700 万元; 冷却水系统技改后预计可将综合效率由 79%提高到 90%以上, 4 台泵可节省功率 1250 千瓦。
- 荆州二期投产在即, 双航母布局基本形成。** 荆州基地方面, 2023 年 11 月公司荆州一期园区气体动力平台和合成气综合利用项目建成投产(年产尿素 100 万吨、醋酸 100 万吨、DMF 15 万吨、混甲胺 15 万吨), 目前已全面开车保持高负荷运转。二期新能源新材料项目总投资 50 亿元, 以一期项目为平台, 生产高端化工新材料、精细化工和氢能产品, 主要涵盖碳铵、尿素、BDO 等。截至 2024 年 10 月, 公司碳酸氢铵已顺利投产入市, 标志德州-荆州双基地碳酸氢铵平台成功搭建, 公司自此成为国内最大的碳酸氢铵生产厂家, 同时也具备产品和服务的区域互补能力。德州基地方面, 4 月尼龙 66 高端新材料项目一期已进入调试阶段, 20 万吨/年己二酸预计 2024 年陆续放量; 5 月, 公司规划酰胺原料优化升级项目和 20 万吨/年二元酸项目, 预计全部投产后可年均增厚公司营收 16.74 和 6.24 亿元。同时, 后续随德州基地老合成气装置陆续技改完成, 优化降本下有望进一步增厚公司利润空间。

- **盈利预测与投资建议：**基于公司定期报告披露数据，结合近期国际油价走势以及尿素、醋酸等行业市场情况和公司未来发展规划，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 38.3、46.4、55.9 亿元（前次预测分别为 45.0、56.9、64.2 亿元），主要考虑到尿素等公司主营产品供给侧产能投放规模较大，供需宽松背景下，我们下调产品均价假设，调整后当前股价对应 PE 分别为 12.7、10.5、8.7 倍，对应 PB 分别为 1.5、1.3、1.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、新项目进度不及预期、竞争加剧、信息更新不及时等。

图表 1: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,041	2,633	2,969	4,807	营业收入	27,260	32,918	37,117	41,190
应收票据	16	20	22	24	营业成本	21,576	26,796	29,876	32,732
应收账款	57	69	77	86	税金及附加	190	230	259	287
预付账款	492	611	682	747	销售费用	60	72	74	74
存货	1,493	1,854	2,067	2,265	管理费用	336	388	423	453
合同资产	0	0	0	0	研发费用	578	658	705	741
其他流动资产	3,823	4,617	5,205	5,777	财务费用	68	159	190	173
流动资产合计	7,923	9,804	11,023	13,706	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	-33	-33	-33
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6
固定资产	28,941	34,029	38,453	42,149	投资收益	8	8	8	8
在建工程	3,084	3,384	3,524	3,624	其他收益	10	0	0	0
无形资产	1,947	2,019	2,078	2,127	营业利润	4,428	4,581	5,556	6,696
其他非流动资产	2,157	2,097	2,049	2,011	营业外收入	9	0	0	0
非流动资产合计	36,129	41,529	46,103	49,911	营业外支出	156	0	0	0
资产合计	44,051	51,333	57,127	63,616	利润总额	4,281	4,581	5,556	6,696
短期借款	200	928	276	100	所得税	659	705	855	1,030
应付票据	493	612	682	748	净利润	3,622	3,876	4,701	5,666
应付账款	3,314	4,116	4,590	5,028	少数股东损益	47	50	60	73
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,576	3,826	4,641	5,593
合同负债	676	816	920	1,021	NOPLAT	3,680	4,011	4,862	5,812
其他应付款	253	253	253	253	EPS (摊薄)	1.68	1.80	2.19	2.63
一年内到期的非流动负债	282	271	260	249					
其他流动负债	570	621	652	680					
流动负债合计	5,788	7,616	7,632	8,080					
长期借款	7,348	9,348	10,848	11,648					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	478	479	480	482					
非流动负债合计	7,826	9,827	11,328	12,130					
负债合计	13,614	17,443	18,961	20,209					
归属母公司所有者权益	28,891	32,293	36,509	41,678					
少数股东权益	1,547	1,596	1,657	1,730					
所有者权益合计	30,438	33,889	38,166	43,407					
负债和股东权益	44,051	51,333	57,127	63,616					

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,715	6,523	7,771	9,075
现金收益	5,743	6,699	7,975	9,287
存货影响	-320	-361	-213	-198
经营性应收影响	312	-101	-48	-43
经营性应付影响	2,175	921	544	504
其他影响	-3,195	-635	-486	-475
投资活动现金流	-7,280	-8,065	-7,658	-7,255
资本支出	-13,812	-8,124	-7,706	-7,293
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	6,532	59	48	38
融资活动现金流	2,658	2,134	223	18
借款增加	4,101	2,717	837	614
股利及利息支付	-1,935	-691	-835	-967
股东融资	500	0	0	0
其他影响	-8	108	221	371

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-9.9%	20.8%	12.8%	11.0%
EBIT 增长率	-41.8%	9.0%	21.2%	19.5%
归母公司净利润增长率	-43.1%	7.0%	21.3%	20.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.9%	18.6%	19.5%	20.5%
净利率	13.3%	11.8%	12.7%	13.8%
ROE	11.7%	11.3%	12.2%	12.9%
ROIC	12.2%	11.0%	11.9%	12.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.9%	34.0%	33.2%	31.8%
债务权益比	27.3%	32.5%	31.1%	28.7%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.7
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	41	50	52	53
存货周转天数	22	22	24	24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.68	1.80	2.19	2.63
每股经营现金流	2.22	3.07	3.66	4.27
每股净资产	13.61	15.21	17.19	19.63
<b>估值比率</b>				
P/E	14	13	11	9
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	9	9	7	6

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。