

2024年11月07日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

装置检修叠加产品利差收窄，公司 Q3 业绩承压

—华鲁恒升（600426.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

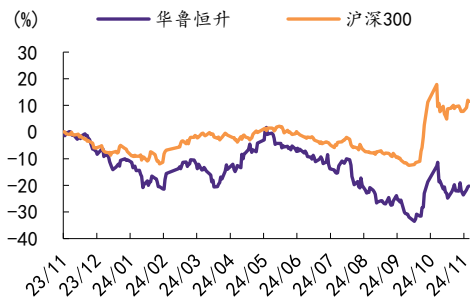
分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn

基本数据

2024-11-06

当前股价（元）	24.02
总市值（亿元）	510
总股本（百万股）	2123
流通股本（百万股）	2116
52周价格范围（元）	19.96-31.21
日均成交额（百万元）	382.54

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《华鲁恒升（600426）：产能放量构筑业绩，增收扩盈持续发力》2024-08-24
- 《华鲁恒升（600426）：新项目投产，公司竞争力持续增强》2023-12-28

华鲁恒升发布三季度业绩报告：2024年1-9月实现营业总收入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%。其中，2024Q3单季度实现营业收入82.05亿元，同比增长17.43%、环比下滑8.81%，实现归母净利润8.25亿元，同比下滑32.27%、环比下滑28.84%。

投资要点

■ 装置检修导致产量下降，成本上升挤压利润空间

8月，公司一套煤气化装置及部分产品生产装置停车检修，使得三季度公司主要产品产销量出现短期下跌，新能源新材料相关产品/化学肥料/有机胺系列产品/醋酸及衍生品产量环比-7.70%/-4.61%/-4.50%/-8.58%，销量环比-4.23%/-6.19%/4.31%/-4.46%。公司预计生产装置停车检修影响营业收入约5亿元，占Q3营收同比降幅的41%。此外，受淡季影响，公司主营产品价格出现不同程度的下跌，尿素/异辛醇/己内酰胺Q3均价环比-5.44%/-5.75%/-2.69%。而主要原材料价格整体仍处于高位，无烟煤Q3均价环比+1.81%，高成本和低产品价格合力压缩公司利润空间，使得公司业绩承压。

■ 低成本战略持续推进，现金流量净额有所提升。

长期以来，公司一直坚持实施低成本战略，强化精益化运营、精细化管理，持续开展节能降耗、提质增效活动。从期间费用来看，公司Q3销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.06%/-0.19%/+0.46%/-0.53pct，四项期间费用率合计3.71%，较去年同期下降0.2pct，显示公司在费用控制方面取得的成效。现金流方面，2024Q3公司经营活动产生的现金流量净额为38.91亿元，同比+10.29%。

■ 荆州项目稳步推进，助力公司转型与长期增长

荆州项目目前进展顺利，一期项目已投产并开始贡献业绩，内容包括年产尿素100万吨、醋酸100万吨、DMF15万吨、混甲胺15万吨。二期新材料项目已于去年年底开工，项目新增BDO、醋酐、NMP等新产品生产能力。未来，随着荆州基地新材料项目投产，华鲁恒升的中长期发展空间将被进一步打开。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.21、2.67、3.09 元，当前股价对应 PE 分别为 10.9、9.0、7.8 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	27,260	34,253	38,905	41,951
增长率（%）	-9.9%	25.7%	13.6%	7.8%
归母净利润（百万元）	3,576	4,695	5,673	6,557
增长率（%）	-43.1%	31.3%	20.8%	15.6%
摊薄每股收益（元）	1.68	2.21	2.67	3.09
ROE（%）	11.7%	13.9%	15.1%	15.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,041	7,055	12,577	18,337
应收款	75	94	107	115
存货	1,493	1,875	2,115	2,256
其他流动资产	4,313	5,420	6,156	6,638
流动资产合计	7,923	14,444	20,955	27,347
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	28,941	28,862	27,678	26,129
在建工程	3,084	1,233	493	197
无形资产	1,947	1,849	1,752	1,660
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	2,157	2,157	2,157	2,157
非流动资产合计	36,129	34,102	32,081	30,143
资产总计	44,051	48,547	53,035	57,490
流动负债:				
短期借款	200	200	200	200
应付账款、票据	3,807	4,781	5,394	5,754
其他流动负债	1,105	1,105	1,105	1,105
流动负债合计	5,788	6,936	7,663	8,099
非流动负债:				
长期借款	7,348	7,348	7,348	7,348
其他非流动负债	478	478	478	478
非流动负债合计	7,826	7,826	7,826	7,826
负债合计	13,614	14,761	15,489	15,925
所有者权益				
股本	2,123	2,123	2,123	2,123
股东权益	30,438	33,785	37,546	41,566
负债和所有者权益	44,051	48,547	53,035	57,490

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3622	4756	5746	6642
少数股东权益	47	61	74	85
折旧摊销	1889	2027	2017	1933
公允价值变动	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-836	-360	-261	-196
经营活动现金净流量	4715	6477	7569	8458
投资活动现金净流量	-7280	1929	1924	1845
筹资活动现金净流量	7578	-1409	-1985	-2623
现金流量净额	5,014	6,998	7,508	7,680

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,260	34,253	38,905	41,951
营业成本	21,576	26,857	30,295	32,314
营业税金及附加	190	239	272	293
销售费用	60	76	86	93
管理费用	336	422	479	516
财务费用	68	141	-13	-175
研发费用	578	727	825	890
费用合计	1,042	1,365	1,377	1,324
资产减值损失	-33	-33	-33	-33
公允价值变动	-6	-6	-6	-6
投资收益	8	8	8	8
营业利润	4,428	5,768	6,938	7,997
加:营业外收入	8	8	8	8
减:营业外支出	156	156	156	156
利润总额	4,281	5,621	6,791	7,849
所得税费用	658	864	1,044	1,207
净利润	3,622	4,756	5,746	6,642
少数股东损益	47	61	74	85
归母净利润	3,576	4,695	5,673	6,557

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-9.9%	25.7%	13.6%	7.8%
归母净利润增长率	-43.1%	31.3%	20.8%	15.6%
盈利能力				
毛利率	20.9%	21.6%	22.1%	23.0%
四项费用/营收	3.8%	4.0%	3.5%	3.2%
净利率	13.3%	13.9%	14.8%	15.8%
ROE	11.7%	13.9%	15.1%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	30.9%	30.4%	29.2%	27.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	364.2	364.2	364.2	364.2
存货周转率	14.5	14.5	14.5	14.5
每股数据(元/股)				
EPS	1.68	2.21	2.67	3.09
P/E	14.3	10.9	9.0	7.8
P/S	1.9	1.5	1.3	1.2
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。