

## 华鲁恒升（600426.SH）

## 装置检修影响 3Q24 单季度利润，荆州二期项目持续推进

| 财务指标        | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 30,245 | 27,260 | 34,126 | 37,976 | 41,132 |
| 增长率 yoy（%）  | 13.1   | -9.9   | 25.2   | 11.3   | 8.3    |
| 归母净利润（百万元）  | 6,289  | 3,576  | 4,375  | 5,052  | 5,601  |
| 增长率 yoy（%）  | -13.5  | -43.1  | 22.4   | 15.5   | 10.9   |
| ROE（%）      | 22.5   | 11.9   | 13.1   | 13.6   | 13.6   |
| EPS 最新摊薄（元） | 2.96   | 1.68   | 2.06   | 2.38   | 2.64   |
| P/E（倍）      | 8.2    | 14.4   | 11.8   | 10.2   | 9.2    |
| P/B（倍）      | 1.9    | 1.8    | 1.6    | 1.4    | 1.3    |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**华鲁恒升发布 2024 年三季报，公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 251.80 亿元，同比上升 30.16%；归母净利润为 30.49 亿元，同比上升 4.16%；扣非后的归母净利润为 30.59 亿元，同比上升 5.35%。基本每股收益为 1.436 元/股，同比增长 4.13%，加权平均净资产收益率为 10.15%，同比减少 0.36pct。

分季度来看，24Q3 实现营业收入 82.05 亿元，环比-8.81%，归母净利润为 8.25 亿元，环比-28.84%，扣非后的归母净利润为 8.22 亿元，环比-29.59%。

**点评：**

前三季度产销量提升推动业绩同比增长，装置检修影响 Q3 利润。产销量方面，2024 年 1-9 月公司新能源新材料相关产品/尿素/有机胺系列产品/醋酸及衍生品销量分别为 190.0/320.0/43.5/112.5 万吨，同比 +18.8%/+40.7%/+14.5%/148.5%。板块收入分别为 123/52/19/30 亿元，同比 +8.5%/+35.4%/-5.8%/+134.5%。公司产品产销量同比增长主要原因是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。价格方面，根据 Wind 数据库，尿素/异辛醇/PA6/己二酸/己内酰胺/醋酸/碳酸二甲酯价格为 2074/8741/13477/8828/12486/3048/3929 元/吨，同比 -16.1%/-23.2%/0/-6.5%/-2.7%/-17.8%/-7.1%，公司主要产品销售价格受下游需求不佳同比下跌。根据公司公告，2024 年 8 月 10 日开始对部分产品生产装置进行停车检修，预计将影响公司营业收入约 5 亿元，占全年营业收入预算的 1.47%。

**成本方面，原料煤采购价格同比下降明显，苯、丙烯采购价格同比上涨。**根据公司 2024 前三季度经营数据公告，2024 年前三季度公司原料煤/苯/乙烯采购价格区间中值为 844/7395/6150 元/吨，同比 -15.7%/+11.7%/+1.0%。

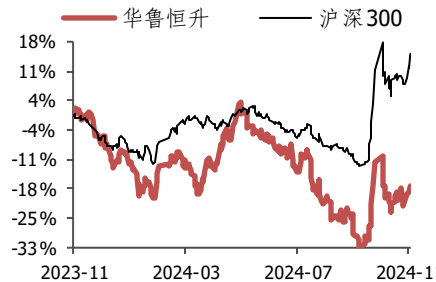
荆州二期及其他项目持续推进，“德州+荆州”双利润中心有望形成。根据公司 2024 年 5 月 23 日对外投资公告披露，公司计划投资 17 亿元，建设酰胺

## 买入（维持评级）

## 股票信息

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| 行业                    | 基础化工      |
| 2024 年 11 月 7 日收盘价（元） | 24.38     |
| 总市值（百万元）              | 51,765.24 |
| 流通市值（百万元）             | 51,580.60 |
| 总股本（百万股）              | 2,123.27  |
| 流通股本（百万股）             | 2,115.69  |
| 近 3 月日均成交额（百万元）       | 498.12    |

## 股价走势



## 作者

## 分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

## 联系人 武克

执业证书编号：S1070123070016

邮箱：wuke@cgws.com

## 联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

## 相关研究

- 1、《荆州一期贡献增量，收入利润双增，看好荆州二期项目建设》2024-09-10
- 2、《周期下行业承压，看好公司中长期成长性》2024-04-10
- 3、《3Q23 业绩环比改善，荆州基地建设带来中长期成长性》2023-11-09

原料优化升级项目以及二元酸项目。酰胺原料优化升级项目建成投产后，年产饱和脂环醇 20 万吨，副产环己烷 4.28 万吨；建设周期 13 个月，投产后公司预计年均实现营业收入 16.74 亿元；二元酸项目建成投产后，年产二元酸 20 万吨；建设周期 13 个月，投产后公司预计年均实现营业收入 6.24 亿元。我们看好荆州二期及相关项目的建设，建成投产后有望增厚公司业绩。

**投资建议：**我们预计华鲁恒升 2024-2026 年实现营业收入分别为 341.84 亿元、384.18 亿元、423.53 亿元，归母净利润分别为 43.75 亿元、50.52 亿元、56.01 亿元，对应 EPS 分别为 2.06 元、2.38 元、2.64 元。结合公司 11 月 7 日收盘价，对应 PE 分别为 11.8x/10.2x/9.2x。我们看好荆州二期及相关项目的建设，建成投产后有望增厚公司业绩，维持“买入”评级。

**风险提示：**主要原材料价格波动风险、国际贸易壁垒不断增加的风险、国内外市场竞争加剧风险、汇率波动风险

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 8581  | 7923  | 9451  | 9569  | 11646 |
| 现金             | 1849  | 2041  | 2555  | 3119  | 4284  |
| 应收票据及应收账款      | 39    | 73    | 67    | 89    | 80    |
| 其他应收款          | 0     | 2     | 1     | 2     | 1     |
| 预付账款           | 805   | 492   | 1132  | 676   | 1282  |
| 存货             | 1173  | 1493  | 1875  | 1862  | 2177  |
| 其他流动资产         | 4715  | 3821  | 3821  | 3821  | 3821  |
| <b>非流动资产</b>   | 26424 | 36129 | 40146 | 40968 | 40690 |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 15591 | 28941 | 32554 | 33344 | 33194 |
| 无形资产           | 1737  | 1947  | 2150  | 2323  | 2502  |
| 其他非流动资产        | 9096  | 5241  | 5443  | 5302  | 4993  |
| <b>资产总计</b>    | 35005 | 44051 | 49598 | 50537 | 52335 |
| <b>流动负债</b>    | 3571  | 5788  | 9276  | 7913  | 7153  |
| 短期借款           | 0     | 200   | 3015  | 200   | 200   |
| 应付票据及应付账款      | 1624  | 3807  | 3055  | 4560  | 3669  |
| 其他流动负债         | 1946  | 1781  | 3206  | 3153  | 3284  |
| <b>非流动负债</b>   | 3514  | 7826  | 6730  | 5245  | 3627  |
| 长期借款           | 3257  | 7348  | 6253  | 4768  | 3149  |
| 其他非流动负债        | 258   | 478   | 478   | 478   | 478   |
| <b>负债合计</b>    | 7085  | 13614 | 16006 | 13158 | 10780 |
| 少数股东权益         | 998   | 1547  | 1560  | 1580  | 1608  |
| 股本             | 2123  | 2123  | 2123  | 2123  | 2123  |
| 资本公积           | 2318  | 2386  | 2386  | 2386  | 2386  |
| 留存收益           | 22704 | 24581 | 27730 | 31355 | 35303 |
| 归属母公司股东权益      | 26923 | 28891 | 32031 | 35799 | 39948 |
| <b>负债和股东权益</b> | 35005 | 44051 | 49598 | 50537 | 52335 |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 6999  | 4715  | 5770  | 10329 | 7480  |
| 净利润            | 6288  | 3622  | 4389  | 5072  | 5629  |
| 折旧摊销           | 1774  | 2053  | 2728  | 3153  | 3456  |
| 财务费用           | 59    | 68    | 265   | 208   | 42    |
| 投资损失           | -38   | -8    | -31   | -27   | -26   |
| 营运资金变动         | -1347 | -841  | -1625 | 1877  | -1673 |
| 其他经营现金流        | 265   | -179  | 44    | 47    | 52    |
| <b>投资活动现金流</b> | -7292 | -7280 | -6718 | -3950 | -3154 |
| 资本支出           | 6970  | 8711  | 6746  | 3975  | 3177  |
| 长期投资           | -400  | 1400  | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 78    | 31    | 28    | 25    | 24    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 276   | 2658  | -1353 | -3000 | -3161 |
| 短期借款           | -10   | 200   | 2815  | -2815 | 0     |
| 长期借款           | 1551  | 4092  | -1096 | -1485 | -1619 |
| 普通股增加          | 11    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 252   | 67    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -1528 | -1701 | -3073 | 1300  | -1542 |
| <b>现金净增加额</b>  | -13   | 101   | -2301 | 3379  | 1166  |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 30245 | 27260 | 34126 | 37976 | 41132 |
| 营业成本            | 21491 | 21576 | 27258 | 30248 | 32690 |
| 营业税金及附加         | 217   | 190   | 228   | 246   | 281   |
| 销售费用            | 52    | 60    | 82    | 82    | 87    |
| 管理费用            | 262   | 336   | 382   | 403   | 440   |
| 研发费用            | 611   | 578   | 656   | 706   | 815   |
| 财务费用            | 59    | 68    | 265   | 208   | 42    |
| 资产和信用减值损失       | -24   | -36   | -40   | -45   | -49   |
| 其他收益            | 34    | 10    | 14    | 16    | 19    |
| 公允价值变动收益        | 1     | -6    | -3    | -2    | -3    |
| 投资净收益           | 38    | 8     | 31    | 27    | 26    |
| 资产处置收益          | 0     | -0.03 | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 7604  | 4428  | 5256  | 6078  | 6770  |
| 营业外收入           | 28    | 8     | 16    | 18    | 18    |
| 营业外支出           | 221   | 156   | 98    | 119   | 148   |
| <b>利润总额</b>     | 7411  | 4281  | 5174  | 5977  | 6639  |
| 所得税             | 1123  | 658   | 785   | 906   | 1010  |
| <b>净利润</b>      | 6288  | 3622  | 4389  | 5072  | 5629  |
| 少数股东损益          | -1.85 | 47    | 13.76 | 20    | 28    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 6289  | 3576  | 4375  | 5052  | 5601  |
| EBITDA          | 9241  | 6404  | 8161  | 9329  | 10132 |
| EPS (元/股)       | 2.96  | 1.68  | 2.06  | 2.38  | 2.64  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 13.1  | -9.9  | 25.2  | 11.3  | 8.3   |
| 营业利润 (%)        | -10.8 | -41.8 | 18.7  | 15.6  | 11.4  |
| 归属母公司净利润 (%)    | -13.5 | -43.1 | 22.4  | 15.5  | 10.9  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 28.9  | 20.9  | 20.1  | 20.3  | 20.5  |
| 净利率 (%)         | 20.8  | 13.3  | 12.9  | 13.4  | 13.7  |
| ROE (%)         | 22.5  | 11.9  | 13.1  | 13.6  | 13.6  |
| ROIC (%)        | 20.7  | 10.0  | 10.8  | 12.4  | 12.6  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 20.2  | 30.9  | 32.3  | 26.0  | 20.6  |
| 净负债比率 (%)       | 6.8   | 19.1  | 24.7  | 9.2   | 1.6   |
| 流动比率            | 2.4   | 1.4   | 1.0   | 1.2   | 1.6   |
| 速动比率            | 1.7   | 0.8   | 0.5   | 0.7   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率         | 525.9 | 570.8 | 570.8 | 570.8 | 570.8 |
| 应付账款周转率         | 11.3  | 8.7   | 8.7   | 8.7   | 8.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 2.96  | 1.68  | 2.06  | 2.38  | 2.64  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 3.30  | 2.22  | 2.72  | 4.86  | 3.52  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 12.68 | 13.61 | 15.07 | 16.82 | 18.75 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 8.2   | 14.4  | 11.8  | 10.2  | 9.2   |
| P/B             | 1.9   | 1.8   | 1.6   | 1.4   | 1.3   |
| EV/EBITDA       | 5.7   | 9.2   | 7.5   | 6.1   | 5.3   |

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |
|      | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数           |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
 邮编：518033  
 传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
 邮编：200126  
 传真：021-31829681  
 网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
 邮编：100044  
 传真：86-10-88366686