

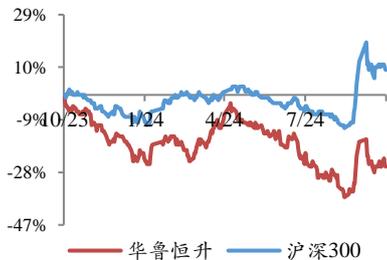
Q3 业绩短期承压，新产能落地持续成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价（元）	23.14
近12个月最高/最低（元）	32.24/19.83
总股本（百万股）	2,123
流通股本（百万股）	2,116
流通股比例（%）	99.64
总市值（亿元）	491
流通市值（亿元）	490

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

2024年10月30日晚，华鲁恒升发布2024年三季度报告，2024 Q3实现营收82.05亿元，同比增长17.43%，环比下降8.81%，归母净利润8.25亿元，同比下降32.27%，环比下降28.84%，实现销售毛利率17.56%，环比下降3.03pct。

● 需求走弱及检修影响主营产品量价齐跌，公司三季度盈利短期承压

公司三季度一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修，使得Q3主营产品产销量出现短期下跌。2024Q3 新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品产量分别104/109/14/35万吨，环比分别变化-7.7%/-4.6%/-4.5%/-8.6%；新能源新材料/肥料/有机胺/醋酸及衍生品销量分别67/103/15/37万吨，环比分别为-4.2%/-6.2%/-4.3/-4.5%；煤气化装置检修对公司营收影响约有5亿。价格方面，三季度受宏观经济相对偏弱需求不振影响，产品价格出现不同程度下跌，尿素/DMF/辛烯/醋酸价格环比变化-8.7%/-10.0%/-10.4%/-4.6%/-1.2%，原材料动力煤/纯苯/丙烯均价环比变化+1.8%/-5.9%/+0.5%，主营产品价差收窄，销售毛利率17.56%，环比下降3.03pct。

● 荆州基地投产贡献业绩，加码新材料打开成长空间

公司煤气化平台后端多线布局，向价值链高端发展，成本控制水平高于行业平均水准。荆州基地一期项目于2023年底顺利投产，此外荆州基地仍有52万吨尿素项目，以及年产20万吨BDO、16万吨NMP及3万吨PBAT生物可降解材料一体化项目也处于建设中，荆州基地未来将成为公司业绩重要的第二增长曲线。德州本部方面，酰胺原料优化升级、20万吨二元酸也在加紧建设，荆州基地+德州基地新产能的逐步落地与协同，将打开公司新的成长空间。

● 投资建议

华鲁恒升是国内化工行业的头部企业之一，以煤气化平台为基础，构筑一体化运行模式，具有较强的成本控制优势，考虑到目前产品价格仍处于底部区间，我们下调公司业绩预期，预计公司2024-2026年归母净利润分别为39.58、49.86、57.15亿元，（2024-2026前值分别为45.28、54.87、63.54亿元）同比增速为10.7%、26.0%、14.6%，对应PE分别为12、10、9倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27260	33086	39501	42747
收入同比 (%)	-9.9%	21.4%	19.4%	8.2%
归属母公司净利润	3576	3958	4986	5715
净利润同比 (%)	-43.1%	10.7%	26.0%	14.6%
毛利率 (%)	20.9%	19.9%	21.0%	21.7%
ROE (%)	12.4%	12.5%	13.6%	13.5%
每股收益 (元)	1.69	1.86	2.35	2.69
P/E	16.34	12.29	9.76	8.52
P/B	2.03	1.54	1.33	1.15
EV/EBITDA	9.81	6.61	5.21	4.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	7923	7984	12437	15848	
现金	2041	939	4457	7289	
应收账款	57	56	74	76	
其他应收款	2	1	2	2	
预付账款	492	798	826	948	
存货	1493	1640	2046	2133	
其他流动资产	3837	4550	5031	5400	
非流动资产	36129	42463	46325	50366	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	28941	33776	38027	41754	
无形资产	1947	2172	2389	2610	
其他非流动资产	5241	6515	5909	6003	
资产总计	44051	50446	58762	66215	
流动负债	5788	6566	8516	8782	
短期借款	200	1200	1400	1600	
应付账款	3314	3036	4186	4163	
其他流动负债	2274	2330	2930	3019	
非流动负债	7826	10396	11399	12394	
长期借款	7348	10348	11348	12348	
其他非流动负债	478	48	51	46	
负债合计	13614	16963	19916	21176	
少数股东权益	1547	1861	2217	2675	
股本	2123	2123	2123	2123	
资本公积	2386	2415	2415	2415	
留存收益	24382	27084	32091	37825	
归属母公司股东权益	28891	31623	36629	42364	
负债和股东权益	44051	50446	58762	66215	

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	4715	6854	10762	10831	
净利润	3622	4273	5343	6172	
折旧摊销	2065	3633	4193	4718	
财务费用	91	420	528	579	
投资损失	-25	-99	-130	-141	
营运资金变动	-1054	-1378	825	-504	
其他经营现金流	4692	5656	4522	6682	
投资活动现金流	-7280	-9882	-7939	-8635	
资本支出	-8705	-9473	-8059	-8766	
长期投资	1400	-10	-10	-10	
其他投资现金流	25	-399	130	141	
筹资活动现金流	2658	1909	675	616	
短期借款	200	1000	200	200	
长期借款	4092	3000	1000	1000	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	67	30	0	0	
其他筹资现金流	-1701	-2121	-525	-584	
现金净增加额	101	-1103	3519	2832	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	27260	33086	39501	42747	
营业成本	21576	26490	31211	33476	
营业税金及附加	190	234	278	302	
销售费用	60	65	82	86	
管理费用	336	347	450	468	
财务费用	68	338	491	401	
资产减值损失	-33	-9	-4	-6	
公允价值变动收益	-6	0	0	0	
投资净收益	8	99	130	141	
营业利润	4428	5042	6310	7287	
营业外收入	8	0	0	0	
营业外支出	156	0	0	0	
利润总额	4281	5042	6310	7287	
所得税	658	770	967	1114	
净利润	3622	4273	5343	6172	
少数股东损益	47	314	357	457	
归属母公司净利润	3576	3958	4986	5715	
EBITDA	6560	9014	10993	12406	
EPS (元)	1.69	1.86	2.35	2.69	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-9.9%	21.4%	19.4%	8.2%
营业利润	-41.8%	13.9%	25.1%	15.5%
归属于母公司净利润	-43.1%	10.7%	26.0%	14.6%
获利能力				
毛利率 (%)	20.9%	19.9%	21.0%	21.7%
净利率 (%)	13.1%	12.0%	12.6%	13.4%
ROE (%)	12.4%	12.5%	13.6%	13.5%
ROIC (%)	9.9%	10.1%	11.1%	11.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.9%	33.6%	33.9%	32.0%
净负债比率 (%)	44.7%	50.7%	51.3%	47.0%
流动比率	1.37	1.22	1.46	1.80
速动比率	0.76	0.61	0.94	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.70	0.72	0.68
应收账款周转率	570.76	588.28	607.48	567.68
应付账款周转率	8.74	8.34	8.64	8.02
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	1.86	2.35	2.69
每股经营现金流 (摊薄)	2.22	3.23	5.07	5.10
每股净资产	13.61	14.89	17.25	19.95
估值比率				
P/E	16.34	12.29	9.76	8.52
P/B	2.03	1.54	1.33	1.15
EV/EBITDA	9.81	6.61	5.21	4.48

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。