

华鲁恒升 (600426.SH) 计划内检修影响 Q3 业绩，不改公司长期投资价值

2024 年 11 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

宋梓荣（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

songzorong@kysec.cn

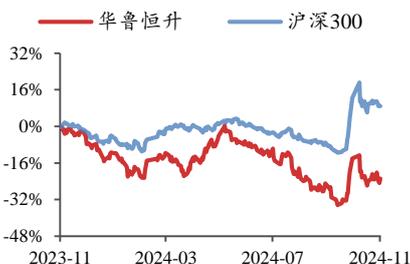
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790123070025

日期	2024/11/1
当前股价(元)	23.50
一年最高最低(元)	32.24/19.83
总市值(亿元)	498.97
流通市值(亿元)	497.19
总股本(亿股)	21.23
流通股本(亿股)	21.16
近3个月换手率(%)	57.88

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 业绩继续环比增长，高分红凸显长期投资价值——公司信息更新报告》-2024.8.26

《Q1 业绩同环比增长，未来荆州基地多尾优势或增强——公司信息更新报告》-2024.4.29

《两大基地协同齐头并进，看好氨醇能效领跑者成长——公司信息更新报告》-2024.4.3

● 计划内检修影响 Q3 业绩，不改公司长期投资价值，维持“买入”评级

2024 年前三季度公司实现营收 251.80 亿元，同比+30.16%；实现归母净利润 30.49 亿元，同比+4.16%。对应 Q3 单季度，公司实现营收 82.05 亿元，同比+17.43%；实现归母净利润 8.25 亿元，同比-32.27%，环比-28.84%。2024 年 8 月，公司对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修，预计影响公司营业收入约 5 亿元，拖累公司业绩。我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计归母净利润分别为 40.57 (-4.78)、47.68 (-1.18)、51.55 (-1.17) 亿元，EPS 分别为 1.91 (-0.23)、2.25 (-0.05)、2.43 (-0.05) 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.3、10.5、9.7 倍。随着宏观政策持续发力，看好公司主要产品景气回暖，维持公司“买入”评级。

● 2024 年 Q3 多产品价差环比下跌，公司煤气化装置检修，拖累公司 Q3 业绩

据 Wind 数据及我们测算，2024 年 Q3，动力煤均价 854 元/吨，环比下降 0.42%，同比下降 1.75%。产品方面，尿素、醋酸、辛醇、PA6、CPL、己二酸等产品平均价格分别为 2,059、3,364、8,646、16,598、12,573、8,880 元/吨，环比分别-9.26%、-0.03%、-10.42%、-9.12%、-4.04%、-8.21%；平均价差环比分别-20.44%、+0.51%、-27.64%、-22.02%、+0.24%、-25.36%。Q3 主营产品需求较为疲软，公司多产品价差环比大幅下跌。同时公司 8 月 10 日开始对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修 20 天，本次停车检修预计将影响公司营业收入约 5 亿元。多产品价差下跌，以及煤气化装置停车检修，致公司 Q3 业绩环比承压。

● 宏观经济政策密集出台，需求有望好转，公司新增产能待投，业绩有望好转

9 月以来，多项宏观政策陆续出台落地，例如存量房贷利率调整，家电、汽车等国家补贴以旧换新政策，10 月五年期 LPR 向下调整 25bp。随着稳增长政策持续发力，我们预计未来宏观需求有望好转，煤化工产品价格有望回升。根据煤化一体化公众号报道，9 月 12 日，公司荆州基地碳铵装置安装工程项目开车成功并投产。同时公司荆州拟建 52 万吨熔融尿素、20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 等项目，预计 2025 年开始有望陆续为公司贡献新的业绩增量。

● 风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	33,381	35,861	36,531
YOY(%)	13.1	-9.9	22.5	7.4	1.9
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	4,057	4,768	5,155
YOY(%)	-13.5	-43.1	13.5	17.5	8.1
毛利率(%)	28.9	20.9	19.1	20.1	20.7
净利率(%)	20.8	13.3	12.2	13.3	14.2
ROE(%)	22.5	11.9	12.2	13.0	12.8
EPS(摊薄/元)	2.96	1.68	1.91	2.25	2.43
P/E(倍)	7.9	14.0	12.3	10.5	9.7
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8581	7923	9325	10140	13160
现金	1849	2041	2500	3924	6261
应收票据及应收账款	39	73	64	83	67
其他应收款	0	2	1	2	1
预付账款	805	492	1096	610	1128
存货	1173	1493	1843	1700	1882
其他流动资产	4715	3821	3821	3821	3821
非流动资产	26424	36129	39489	39149	36918
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15591	28941	31975	31759	29878
无形资产	1737	1947	2157	2338	2527
其他非流动资产	9096	5241	5357	5051	4513
资产总计	35005	44051	48814	49289	50078
流动负债	3571	5788	8911	7515	6461
短期借款	0	200	2738	200	200
应付票据及应付账款	1624	3807	2989	4228	3069
其他流动负债	1946	1781	3184	3087	3192
非流动负债	3514	7826	6669	5081	3244
长期借款	3257	7348	6191	4603	2766
其他非流动负债	258	478	478	478	478
负债合计	7085	13614	15580	12596	9705
少数股东权益	998	1547	1559	1578	1603
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2318	2386	2386	2386	2386
留存收益	22704	24581	27501	30923	34556
归属母公司股东权益	26923	28891	31674	35115	38770
负债和股东权益	35005	44051	48814	49289	50078

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6999	4715	5319	9643	6501
净利润	6288	3622	4070	4787	5180
折旧摊销	1774	2053	2705	3060	3241
财务费用	59	68	197	70	-159
投资损失	-38	-8	-31	-27	-26
营运资金变动	-1347	-841	-1624	1752	-1736
其他经营现金流	265	-179	2	1	1
投资活动现金流	-7292	-7280	-6037	-2695	-987
资本支出	6970	8711	6065	2720	1011
长期投资	-400	1400	0	0	0
其他投资现金流	78	31	28	25	24
筹资活动现金流	276	2658	-1362	-2985	-3177
短期借款	-10	200	2538	-2538	0
长期借款	1551	4092	-1157	-1588	-1836
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	-2744	1141	-1340
现金净增加额	-13	101	-2080	3963	2337

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30245	27260	33381	35861	36531
营业成本	21491	21576	26996	28669	28987
营业税金及附加	217	190	223	232	250
营业费用	52	60	74	79	81
管理费用	262	336	411	441	450
研发费用	611	578	641	667	723
财务费用	59	68	197	70	-159
资产减值损失	-27	-33	0	0	0
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	0.16	-0.03	0.11	0.09	0.08
营业利润	7604	4428	4880	5743	6241
营业外收入	28	8	16	18	18
营业外支出	221	156	98	119	148
利润总额	7411	4281	4798	5642	6110
所得税	1123	658	728	855	930
净利润	6288	3622	4070	4787	5180
少数股东损益	-2	47	13	19	25
归属母公司净利润	6289	3576	4057	4768	5155
EBITDA	9344	6769	7752	8877	9337
EPS(元)	2.96	1.68	1.91	2.25	2.43

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	-9.9	22.5	7.4	1.9
营业利润(%)	-10.8	-41.8	10.2	17.7	8.7
归属于母公司净利润(%)	-13.5	-43.1	13.5	17.5	8.1
获利能力					
毛利率(%)	28.9	20.9	19.1	20.1	20.7
净利率(%)	20.8	13.3	12.2	13.3	14.2
ROE(%)	22.5	11.9	12.2	13.0	12.8
ROIC(%)	27.3	12.1	11.3	13.8	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	20.2	30.9	31.9	25.6	19.4
净负债比率(%)	6.8	19.1	24.0	6.6	-4.3
流动比率	2.4	1.4	1.0	1.3	2.0
速动比率	1.7	0.8	0.5	0.8	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.96	1.68	1.91	2.25	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	3.30	2.22	2.51	4.54	3.06
每股净资产(最新摊薄)	12.68	13.61	14.92	16.54	18.26
估值比率					
P/E	7.9	14.0	12.3	10.5	9.7
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.5	8.5	7.7	6.1	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn