

非金融公司|公司点评|华鲁恒升（600426）

低景气下仍具盈利韧性



| 报告要点

公司发布三季报，2024 年前三季度公司实现营业收入 252 亿元，同比+30%，实现归母净利润 30.5 亿元，同比+4%。单季度看，2024Q3 公司实现营业收入 82 亿元，同比+17%，实现归母净利润 8.2 亿元，同比-32%，环比-29%。

| 分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



张玮航

SAC: S0590524090003



申起昊

SAC: S0590524070002

华鲁恒升(600426)

低景气下仍具盈利韧性

行业：基础化工/农化制品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：24.02 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,123/2,116
 流通A股市值(百万元) 50,818.95
 每股净资产(元) 14.49
 资产负债率(%) 30.36
 一年内最高/最低(元) 31.90/19.83

股价相对走势



相关报告

- 《华鲁恒升(600426):盈利韧性凸显,业绩符合预期》2024.08.27
- 《华鲁恒升(600426):低成本为抓手无惧红海,煤化工龙头持续成长》2024.05.31



扫码查看更多

事件

公司发布三季报, 2024年前三季度公司实现营业收入252亿元, 同比+30%, 实现归母净利润30.5亿元, 同比+4%。单季度看, 2024Q3公司实现营业收入82亿元, 同比+17%, 实现归母净利润8.2亿元, 同比-32%, 环比-29%。

景气低迷致量增价跌, 业绩小幅下行

受益于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, 公司产品产销提升。但2024年三季度宏观需求不振致价格跌幅明显, 公司产品整体呈量增价跌态势, 同时三季度公司实施年度检修计划拖累当期盈利。公司前三季度主要产品新能源材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量同比分别+19%/+41%/+15%/+148%, 收入同比分别+8%/+35%/-6%/+134%; 2024年第三季度公司产品新能源材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量分别同比+4%/+35%/+14%/+149%, 环比-4%/-6%/+4%/-4%; 收入同比-8%/+26%/-7%/+115%, 环比-11%/-13%/-5%/-5%。

尿素低景气下更显公司盈利韧性

2024年第三季度尿素(小颗粒)均价为2060元/吨, 同比下滑17%, 环比下跌9%。受累于粮价低迷及行业供给扩张, 10月尿素价格进一步下行, 截至10月31日尿素(小颗粒)价格已经来到1790元/吨。不过, 公司通过新型煤气化技术的应用、煤炭多联产综合利用等方式, 尿素成本优于气头和多数煤头工艺, 价格下行更显公司盈利韧性。公司尿素设计产能255万吨, 在建产能52万吨, 凭低成本优势逆周期扩张, 有望进一步巩固公司行业地位, 推动公司持续成长。

资本开支有序, 在建项目稳步推进

公司致力于在战略边界内进行资本开支, 截至2024年三季报, 公司在建工程约44亿元, 为固定资产的15%, 资产负债率控制在30%。在建工程主要围绕煤气化平台和酰胺产业链, 德州本部酰胺原料优化升级、20万吨二元酸正加紧建设, 荆州基地项目进展顺利, 公司盈利能力有望稳步向上。

盈利韧性强且持续成长, 给予“买入”评级

考虑到尿素等产品价格下行, 我们预计公司2024-2026年营业收入分别为318/357/386亿元, 同比增速分别为17%/12%/8%, 归母净利润分别为39/50/56亿元, 同比增速分别为9%/29%/11%, EPS分别为1.83/2.36/2.62元/股, 3年CAGR为16%。当前价格对应2024年PE为13倍, 考虑到公司在多种产品上有领先的成本优势和市场话语权, 且新项目持续投放, 我们维持公司“买入”评级。

风险提示: 尿素等主要产品价格大幅波动, 荆州基地产能投放不及预期, 内需持续不及预期, 全球贸易保护主义抬头, 安全生产风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30245	27260	31839	35681	38553
增长率(%)	13.09%	-9.87%	16.80%	12.07%	8.05%
EBITDA(百万元)	9243	6402	8773	10560	11538
归母净利润(百万元)	6289	3576	3882	5006	5565
增长率(%)	-13.50%	-43.14%	8.56%	28.96%	11.16%
EPS(元/股)	2.96	1.68	1.83	2.36	2.62
市盈率(P/E)	8.1	14.3	13.1	10.2	9.2
市净率(P/B)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.9	10.6	6.7	5.2	4.4

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年11月06日收盘价

风险提示

尿素等主要产品价格大幅波动

尿素、醋酸、DMF 等主要产品价格受成本、需求等多种市场因素扰动，如果产品价格出现大幅下滑，将对公司盈利能力产生不利影响。

荆州基地产能投放不及预期

公司在荆州基地布局了尿素、醋酸、DMF 等新增产能，如果产能投放不及预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

内需持续不及预期

房地产行业景气低迷对国内化工品内需形成了一定的压制，如果内需持续不及预期，会对公司未来盈利能力产生不利影响。

全球贸易保护主义抬头

尽管公司产品出口占比不高，但产品下游涉及纺织、锂电、建材等多种行业，如果全球贸易保护主义抬头，贸易壁垒高筑，将对公司未来一公里能力产生冲击。

安全生产风险

公司煤气化等生产环节具有一定的危险性，甲醇等部分产品有剧毒，如果发生安全事故会对公司的盈利能力产生较大冲击

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1849	2041	3184	5490	9035	营业收入	30245	27260	31839	35681	38553
应收账款+票据	2961	2360	3490	3912	4226	营业成本	21491	21576	25150	28054	30310
预付账款	805	492	710	796	860	营业税金及附加	217	190	222	249	269
存货	1173	1493	1542	1720	1858	营业费用	52	60	96	64	39
其他	1794	1536	736	825	892	管理费用	872	914	1146	821	771
流动资产合计	8581	7923	9663	12743	16872	财务费用	59	68	325	241	146
长期股权投资	0	0	25	51	76	资产减值损失	-27	-33	-64	0	0
固定资产	15622	28961	28600	29532	30008	公允价值变动收益	1	-6	0	0	0
在建工程	5026	3201	3884	2817	1750	投资净收益	38	8	25	25	25
无形资产	1737	1947	1622	1298	973	其他	37	8	15	15	15
其他非流动资产	4039	2021	1870	1720	1720	营业利润	7604	4428	4878	6293	7059
非流动资产合计	26424	36129	36002	35418	34528	营业外净收益	-193	-148	-82	-82	-82
资产总计	35005	44051	45665	48161	51400	利润总额	7411	4281	4796	6210	6977
短期借款	0	200	415	0	0	所得税	1123	658	726	941	1057
应付账款+票据	1624	3807	3177	3544	3829	净利润	6288	3622	4069	5270	5920
其他	1946	1781	2346	2607	2813	少数股东损益	-2	47	187	263	355
流动负债合计	3571	5788	5938	6151	6642	归属于母公司净利润	6289	3576	3882	5006	5565
长期带息负债	3272	7361	5868	4316	2739	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	242	465	465	465	465	成长能力					
非流动负债合计	3514	7826	6333	4781	3204	营业收入	13.09%	-9.87%	16.80%	12.07%	8.05%
负债合计	7085	13614	12270	10932	9846	EBIT	-13.54%	-41.78%	17.74%	25.99%	10.41%
少数股东权益	998	1547	1734	1997	2352	EBITDA	-8.09%	-30.74%	37.05%	20.37%	9.26%
股本	2123	2123	2123	2123	2123	归属于母公司净利润	-13.50%	-43.14%	8.56%	28.96%	11.16%
资本公积	2318	2386	2386	2386	2386	获利能力					
留存收益	22482	24382	27152	30723	34693	毛利率	28.94%	20.85%	21.01%	21.37%	21.38%
股东权益合计	27921	30438	33394	37229	41554	净利率	20.79%	13.29%	12.78%	14.77%	15.36%
负债和股东权益总计	35005	44051	45665	48161	51400	ROE	23.36%	12.38%	12.26%	14.21%	14.20%
现金流量表						ROIC	27.87%	12.87%	11.65%	14.00%	15.46%
单位:百万元						偿债能力					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	20.24%	30.90%	26.87%	22.70%	19.15%
净利润	6288	3622	4069	5270	5920	流动比率	2.4	1.4	1.6	2.1	2.5
折旧摊销	1774	2053	3652	4109	4416	速动比率	1.7	0.8	1.1	1.5	2.0
财务费用	59	68	325	241	146	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-135	-320	-49	-178	-138	应收账款周转率	10.2	11.6	9.1	9.1	9.1
营运资金变动	-1347	-841	-663	-146	-93	存货周转率	18.3	14.5	16.3	16.3	16.3
其它	351	120	-8	121	81	总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.8
经营活动现金流	6990	4703	7327	9417	10332	每股指标(元)					
资本支出	-6742	-8488	-3500	-3500	-3500	每股收益	3.0	1.7	1.8	2.4	2.6
长期投资	-400	1400	0	0	0	每股经营现金流	3.3	2.2	3.5	4.4	4.9
其他	-150	-192	32	32	32	每股净资产	12.7	13.6	14.9	16.6	18.5
投资活动现金流	-7292	-7280	-3468	-3468	-3468	估值比率					
债权融资	1547	4289	-1278	-1967	-1577	市盈率	8.1	14.3	13.1	10.2	9.2
股权融资	11	0	0	0	0	市净率	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
其他	-1282	-1631	-1438	-1676	-1741	EV/EBITDA	7.9	10.6	6.7	5.2	4.4
筹资活动现金流	276	2658	-2716	-3643	-3318	EV/EBIT	9.8	15.6	11.5	8.6	7.1
现金净增加额	-23	88	1143	2306	3545						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年11月06日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼