



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	26.90
总股本/流通股本(亿股)	21.23 / 21.15
总市值/流通市值(亿元)	571 / 569
52周内最高/最低价	35.12 / 24.09
资产负债率(%)	30.9%
市盈率	15.93
第一大股东	山东华鲁恒升集团有限公司

研究所

分析师:张泽亮  
SAC 登记编号:S1340523100003  
Email:zhangzeliang@cnpsec.com  
分析师:马语晨  
SAC 登记编号:S1340524030001  
Email:mayuchen@cnpsec.com

华鲁恒升(600426)

行业下行期价格承压，荆州一期打造新增长点

- **事件：**公司3月29日发布年报，2023年实现营收272.6亿元，同比-9.87%；归母净利润35.76亿元，同比-43.14%。23Q4实现营收79.14亿元，同比+9.36%，环比+13.26%；归母净利润为6.49亿元，同比-14.09%，环比-46.73%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利6元，分红总额占2024年归母净利润的35.63%。
- **新能源材料、肥料产品放量，有机胺价格短期承压。**新能源产品量增价减、营收平稳增长。尿素均价下降背景下，量增驱动肥料营收稳步增长。己内酰胺竞争加剧、原材料成本下滑，均价下跌致有机胺营收下滑。新能源新材料、肥料、有机胺、醋酸及衍生品2023年营收154.76、56.76、26.75、20.52亿元，同比+5.61%、+2.86%、-55.38%、-2.59%，销量同比+20.20%、+14.89%、+8.80%、+24.20%；均价同比分别-1.51%、-8.07%、-44.45%、-2.27%。行业下行期尿素、DMF、醋酸、己二酸等产品均价下滑。23Q4荆州基地投产，销量增长驱动营收环比增长。新能源材料、肥料均价环比略有提升。23Q4新能源新材料、肥料、有机胺、醋酸及衍生品营收41.22、17.99、6.87、7.52亿元，同比+18.03%、+22.89%、-35.75%、+85.66%，环比-5.12%、+41.44%、+4.23%、+59.99%；销量同比+19.66%、+27.65%、+22.11%、+90.22%，环比-9.16%、+29.07%、+5.68%、+76.53%，均价同比-1.36%、-3.73%、-47.38%、-2.39%，环比+4.44%、+9.58%、-1.38%、-9.37%。
- **行业景气下行、盈利承压，23Q4毛利率同比提升。**由于外部环境不确定性增加，需求及预期收缩转弱。同时行业持续扩产，行业景气度有所回落，公司盈利能力短期承压。2023年公司毛利率20.85%，同比-8.09pcts。23Q4毛利率17.77%，同比+2.37pcts，环比-6.55pcts。分产品，2023年新材料新能源/有机胺/化肥/醋酸及衍生品毛利率17.24%/12.87%/35.07%/20.95%，同比+1.93pcts/-44.12pcts/-4.29pcts/-10.02pcts。
- **荆州一期建成，“一体两翼”发展为公司打造新的增长点。**据公司公告，2023年11月荆州基地一期项目建成开车并运营达效，可年产尿素100万吨、醋酸100万吨、二甲基甲酰胺(DMF)15万吨、混甲胺15万吨；德州本部同步推进新能源、新材料项目和平台优化技改项目，高端溶剂、等容量替代3×480t/h高效大容量燃煤锅炉等项目顺利投产，尼龙66高端新材料一期项目如期推进。预计荆州一期项目与德州本部协同，盈利能力提升。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为47.23/54.02/62.21亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期风险；需求不及预期风险；竞争格局恶化风险。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27260	37435	40830	43815
增长率(%)	-9.87	37.33	9.07	7.31
EBITDA(百万元)	6559.85	8709.64	9333.49	10119.54
归属母公司净利润(百万元)	3575.90	4723.07	5402.38	6221.04
增长率(%)	-43.14	32.08	14.38	15.15
EPS(元/股)	1.68	2.22	2.54	2.93
市盈率(P/E)	15.97	12.09	10.57	9.18
市净率(P/B)	1.98	1.70	1.46	1.26
EV/EBITDA	9.81	6.36	5.10	3.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	27260	37435	40830	43815	营业收入	-9.9%	37.3%	9.1%	7.3%
营业成本	21576	29930	32542	34600	营业利润	-41.8%	30.8%	14.0%	14.8%
税金及附加	190	262	286	307	归属于母公司净利润	-43.1%	32.1%	14.4%	15.2%
销售费用	60	82	90	96	<b>获利能力</b>				
管理费用	336	562	612	657	毛利率	20.9%	20.1%	20.3%	21.0%
研发费用	578	898	980	1052	净利率	13.1%	12.6%	13.2%	14.2%
财务费用	68	-38	-227	-421	ROE	12.4%	14.0%	13.8%	13.7%
资产减值损失	-33	0	0	0	ROIC	9.9%	10.6%	10.1%	9.9%
<b>营业利润</b>	<b>4428</b>	<b>5792</b>	<b>6605</b>	<b>7585</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	8	18	18	18	资产负债率	30.9%	33.3%	33.1%	32.0%
营业外支出	156	156	156	156	流动比率	1.37	2.53	3.60	4.60
<b>利润总额</b>	<b>4281</b>	<b>5654</b>	<b>6467</b>	<b>7447</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	658	870	995	1145	应收账款周转率	570.76	555.08	500.45	496.56
<b>净利润</b>	<b>3622</b>	<b>4784</b>	<b>5472</b>	<b>6302</b>	存货周转率	20.45	21.01	18.89	18.86
归母净利润	3576	4723	5402	6221	总资产周转率	0.69	0.77	0.72	0.67
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.68</b>	<b>2.22</b>	<b>2.54</b>	<b>2.93</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.68	2.22	2.54	2.93
货币资金	2041	11485	21248	31409	每股净资产	13.61	15.83	18.38	21.31
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	73	100	109	117	PE	15.97	12.09	10.57	9.18
预付款项	492	683	742	789	PB	1.98	1.70	1.46	1.26
存货	1493	2071	2252	2394	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>7923</b>	<b>19442</b>	<b>30248</b>	<b>41240</b>	净利润	3622	4784	5472	6302
固定资产	28941	25889	22838	19786	折旧和摊销	2065	3094	3094	3094
在建工程	3201	3201	3201	3201	营运资本变动	-1054	-55	-408	-320
无形资产	1947	2156	2366	2576	其他	82	103	99	98
<b>非流动资产合计</b>	<b>36129</b>	<b>33372</b>	<b>30619</b>	<b>27870</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4715</b>	<b>7926</b>	<b>8257</b>	<b>9173</b>
<b>资产总计</b>	<b>44051</b>	<b>52815</b>	<b>60868</b>	<b>69110</b>	资本开支	-8705	-389	-389	-389
短期借款	200	90	153	220	其他	1425	-48	-48	-49
应付票据及应付账款	3807	5281	5742	6106	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-7280</b>	<b>-438</b>	<b>-438</b>	<b>-438</b>
其他流动负债	1781	2327	2501	2648	股权融资	500	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5788</b>	<b>7698</b>	<b>8397</b>	<b>8974</b>	债务融资	4106	1952	1945	1430
其他	7826	9888	11770	13133	其他	-1948	-3	-2	-4
<b>非流动负债合计</b>	<b>7826</b>	<b>9888</b>	<b>11770</b>	<b>13133</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2658</b>	<b>1949</b>	<b>1943</b>	<b>1426</b>
<b>负债合计</b>	<b>13614</b>	<b>17586</b>	<b>20167</b>	<b>22107</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>101</b>	<b>9444</b>	<b>9762</b>	<b>10161</b>
股本	2123	2123	2123	2123					
资本公积金	2386	2386	2386	2386					
未分配利润	23520	27541	32133	37421					
少数股东权益	1547	1608	1678	1759					
其他	862	1571	2381	3314					
<b>所有者权益合计</b>	<b>30438</b>	<b>35228</b>	<b>40701</b>	<b>47003</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>44051</b>	<b>52815</b>	<b>60868</b>	<b>69110</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048