

华鲁恒升（600426.SH）

四季度归母净利同环比提升，多项目持续推进

优于大市

核心观点

公司2024年四季度营收及归母净利同环比提升。公司发布2024年年度报告，2024年公司实现营收342.3亿元（同比+26%），归母净利润39.0亿元（同比+9%）；其中，2024年四季度营收90.5亿元（同比+14%，环比+10%），归母净利润8.5亿元（同比+32%，环比+4%），毛利率/净利率为15.1%/9.9%，总费用率4.1%，环比持平。营收及归母净利增长主要来自产品销量增长，公司通过内挖潜力降本增效、外拓市场提质增盈，保持了运营稳中有进的良好势头，行业竞争力得到进一步巩固。

2024年四季度公司主营产品销量均同比提升。得益于新项目投产及技改扩能，2024年四季度公司主营产品产销量均同比增长，新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量65.17/151.25/15.20/42.51万吨，同比均提升。2024年四季度公司新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品营收分别为164/73/25/41亿元，占比分别为48%/21%/7%/12%。

2024年公司主营产品整体价格偏弱，己内酰胺价格同比上行。2024年公司主营产品中尼龙6价格同比持平，己内酰胺价格同比上涨。2024年己内酰胺原料纯苯价格高位震荡，成本支撑较强，叠加下游尼龙6开工率维持一定水平，需求端形成支撑，推动价格同比上行。而尿素、异辛醇、己二酸、醋酸、碳酸二甲酯等产品均受到市场供需宽松、原料价格波动等因素影响，价格同比下降。2024年四季度，尿素进入农业用肥淡季，工业需求支撑有限，叠加原料煤价格下行，成本端支撑弱化，市场供需宽松，尿素价格走低。3月以来春耕启动，备肥需求逐渐释放，复合肥采购增加，同时工业需求边际改善，成本端国际天然气价格上涨带动全球化肥行情走强，尿素价格震荡上行。

公司积极推进多个项目建设，以实现产品扩能增产和提升市场竞争力。2024年，公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙66高端新材料项目己二酸装置成功投产，为公司带来产能增长。同时，酰胺原料优化升级项目、20万吨/年二元酸项目、BDO和NMP一体化项目以及其他技术改造和在建项目均按计划顺利推进。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司成本优势相对稳固，新产能助销量增长，然而由于下游需求偏弱，且公司产品多数面临供给过剩压力，我们略微下调公司2025-2026年公司归母净利润预测为43.7/46.5亿元（原值为45.9/49.5亿元），新增2027年归母净利润预测为47.8亿元，对应2025-2027年EPS为2.06/2.19/2.25元，对应当前股价PE为10.6/10.0/9.7X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	38,949	40,955	42,233
(+/-%)	-9.9%	25.6%	13.8%	5.1%	3.1%
归母净利润(百万元)	3576	3903	4367	4648	4781
(+/-%)	-43.1%	9.1%	11.9%	6.4%	2.9%
每股收益(元)	1.68	1.84	2.06	2.19	2.25
EBIT Margin	16.6%	15.0%	15.1%	15.1%	14.8%
净资产收益率(ROE)	12.4%	12.6%	13.1%	13.1%	12.6%
市盈率(PE)	12.9	11.9	10.6	10.0	9.7
EV/EBITDA	9.3	7.6	6.7	6.4	6.2
市净率(PB)	1.60	1.49	1.39	1.30	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.80元
总市值/流通市值	46286/46198百万元
52周最高价/最低价	31.90/19.73元
近3个月日均成交额	376.57百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华鲁恒升（600426.SH）-20万吨己二酸装置投产，尼龙66项目推进》——2024-12-12
- 《华鲁恒升（600426.SH）-二季度净利同环比提升，荆州项目进展顺利》——2024-08-22
- 《华鲁恒升（600426.SH）-一季度营收净利双增，低成本竞争战略不改》——2024-04-25
- 《华鲁恒升（600426.SH）-业绩短期承压，新产能顺利投放》——2024-03-31
- 《华鲁恒升（600426.SH）-荆州项目一期投产，看好公司规模扩张》——2023-11-11

公司 2024 年四季度营收及归母净利润同环比提升。公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营收 342.3 亿元（同比+26%），归母净利润 39.0 亿元（同比+9%）；其中，2024 年四季度营收 90.5 亿元（同比+14%，环比+10%），归母净利润 8.5 亿元（同比+32%，环比+4%），扣非归母净利润 8.1 亿元（同比+1%，环比-1%）。2024 年四季度销售毛利率为 15.1%（同比-2.7pct，环比-2.5pct），销售净利率为 9.9%（同比+1.1pct，环比-0.9pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、0.9%、2.3%、0.6%，总费用率 4.1%（同比+0.5pct，环比持平）。营收及归母净利润增长主要来自产品销量增长。2024 年，受产能过剩、需求偏弱等因素影响，化工行业整体景气度较低，大部分化工产品价格持续下行、低位震荡，企业经营压力较大。然而，公司通过内挖潜力降本增效、外拓市场提质增盈，保持了运营稳中有进的良好势头，行业竞争力得到进一步巩固。

图1：华鲁恒升季度营业收入（亿元）



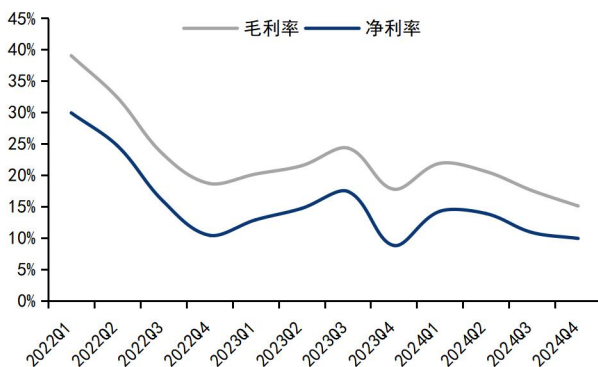
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华鲁恒升季度归母净利润（亿元）



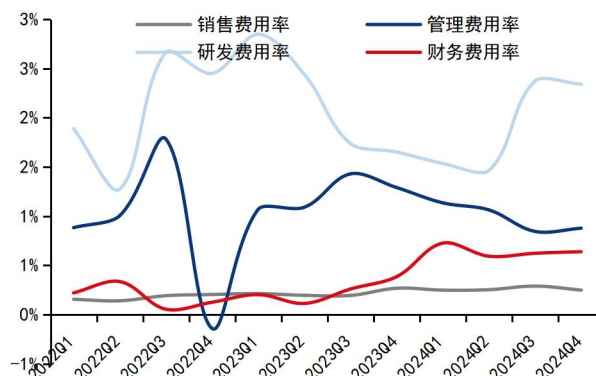
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华鲁恒升季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华鲁恒升季度销售、管理、研发、财务费用率

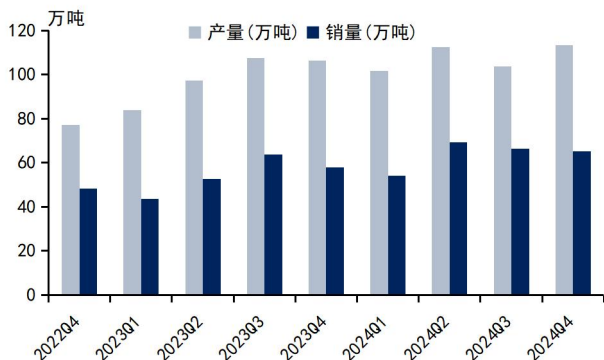


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024 年四季度公司主营产品销量均同比提升。得益于新项目投产及技改扩能，2024 年四季度公司主营产品产销量均同比增长，新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品产量分别为 113.42/145.81/12.34/39.36 万吨（同比+7%/+36%/-20%/+34%），销量 65.17/151.25/15.20/42.51 万吨（同比+12%/+53%/+7%/+62%）。其中新能源新材料相关产品生产量与销售差距较大，主要原因是部分中间产品自用。2024 年四季度公司新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品营收分别为 164/73/25/41 亿元，占比分别

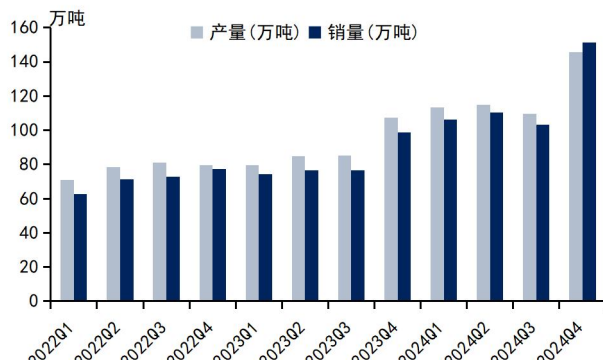
为 48%/21%/7%/12%。

图5: 华鲁恒升新能源新材料相关产品产销量 (万吨)



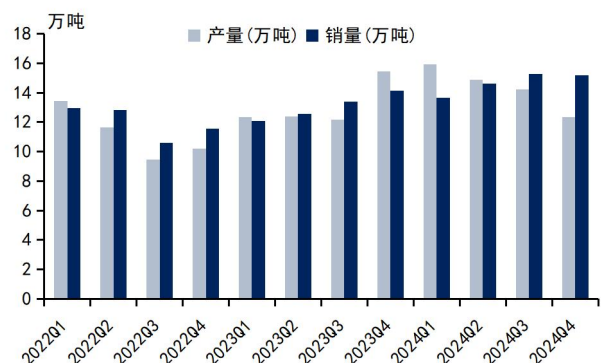
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 华鲁恒升肥料产销量 (万吨)



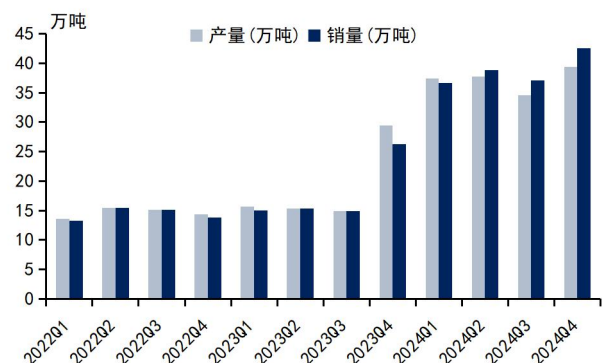
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 华鲁恒升有机胺产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 华鲁恒升醋酸及衍生品产销量 (万吨)

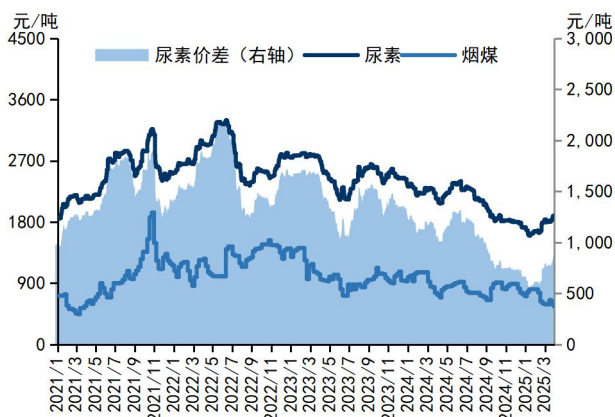


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024 年公司主营产品整体价格偏弱, 己内酰胺价格同比上行。2024 年公司尿素、异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯价格范围分别为 1510-2570、6650-12030、9910-13980、6800-9300、9200-12390、2350-3230、3010-5750。其中, 尼龙 6 价格同比持平, 己内酰胺价格同比上涨。2024 年己内酰胺原料纯苯价格高位震荡, 成本支撑较强, 叠加下游尼龙 6 开工率维持一定水平, 需求端形成支撑, 推动价格同比上行。其余产品如尿素、异辛醇、己二酸、醋酸、碳酸二甲酯等, 均受到市场供需宽松、原料价格波动等因素影响, 价格同比下降。2024 年四季度, 尿素进入农业用肥淡季, 工业需求支撑有限, 叠加原料煤炭价格下行, 成本端支撑弱化, 市场供需宽松, 推动尿素价格走低。3 月以来春耕启动, 备肥需求逐渐释放, 复合肥采购增加, 同时工业需求边际改善, 成本端国际天然气价格上涨带动全球化肥行情走强, 尿素价格震荡上行。

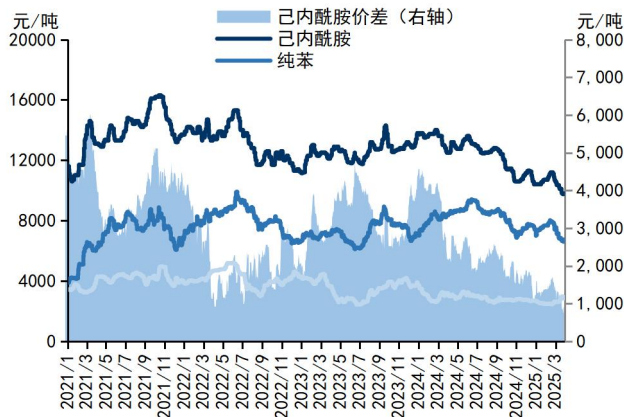
公司积极推进多个项目建设, 以实现产品扩能增产和提升市场竞争力。2024 年, 公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置成功投产, 为公司带来产能增长。同时, 酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目以及其他技术改造和在建项目均按计划顺利推进。

图9: 尿素价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 己内酰胺价格及价差 (元/吨)



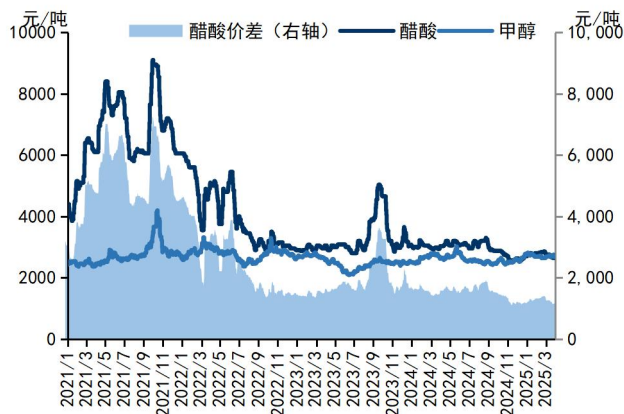
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 辛醇价格及价差 (元/吨)



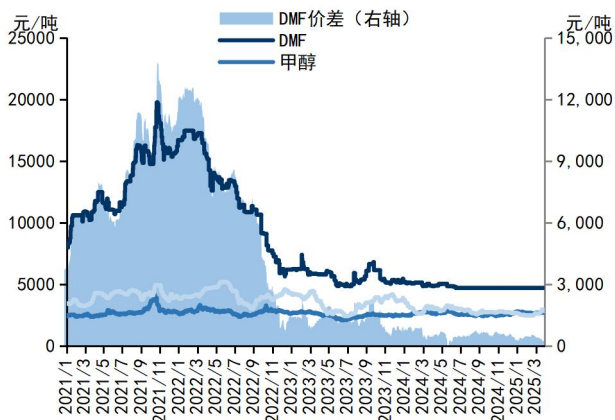
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 醋酸价格及价差 (元/吨)



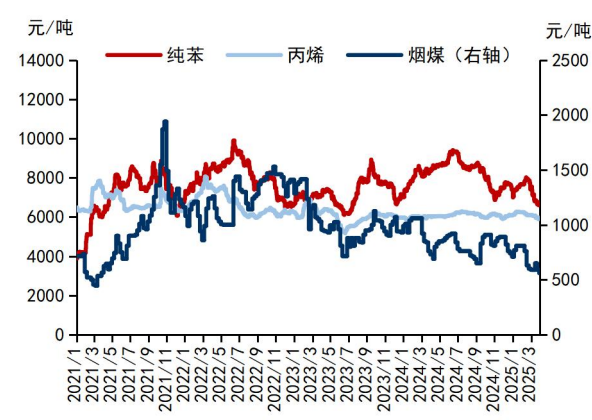
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: DMF 价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 纯苯、丙烯、烟煤市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司成本优势相对稳固, 新产能助销量增长, 然而由于下游需求偏弱, 且

公司产品多数面临供给过剩压力，我们略微下调公司 2025-2026 年公司归母净利润预测为 43.7/46.5 亿元（原值为 45.9/49.5 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 47.8 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 2.06/2.19/2.25 元，对应当前股价 PE 为 10.6/10.0/9.7 X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600989.SH	宝丰能源	优于大市	15.30	116,307.09	0.77	0.86	1.66	19.9	17.7	9.2	2.6
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	12.12	23,953.56	0.43	0.89	1.01	28.2	13.6	12.0	1.3
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.90	16,720.20	0.43	0.96	1.52	32.3	14.5	9.1	2.0
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	21.80	46,965.63	1.68	1.84	2.06	12.9	11.9	10.6	1.5

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 3 月 28 日。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2041	1398	2541	6646	10440	营业收入	27260	34226	38949	40955	42233
应收款项	75	136	155	146	162	营业成本	21576	27821	31490	33100	34314
存货净额	1493	1319	1774	1890	1829	营业税金及附加	190	201	260	267	269
其他流动资产	4313	4522	5536	5904	5890	销售费用	60	89	85	95	100
流动资产合计	7923	7374	10005	14586	18321	管理费用	336	335	447	483	473
固定资产	32142	34888	35712	34310	32733	研发费用	578	661	788	829	842
无形资产及其他	1947	2367	2273	2178	2083	财务费用	68	220	308	237	141
投资性房地产	2040	2028	2028	2028	2028	投资收益	8	(32)	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(40)	(28)	(31)	(33)	0
资产总计	44051	46658	50018	53102	55165	其他收入	(570)	(492)	(788)	(829)	(842)
短期借款及交易性金融负债	482	1198	718	799	905	营业利润	4428	5008	5544	5916	6099
应付款项	3807	3149	3789	4479	4195	营业外净收支	(148)	7	0	0	0
其他流动负债	1499	1179	1866	1870	1799	利润总额	4281	5015	5544	5916	6099
流动负债合计	5788	5526	6372	7147	6898	所得税费用	658	836	873	943	983
长期借款及应付债券	7348	8224	8224	8224	8224	少数股东损益	47	276	305	325	335
其他长期负债	478	80	99	47	(97)	归属于母公司净利润	3576	3903	4367	4648	4781
长期负债合计	7826	8305	8324	8271	8127	现金流量表（百万元）					
负债合计	13614	13830	14696	15418	15026	净利润	3576	3903	4367	4648	4781
少数股东权益	1547	1810	1972	2127	2288	资产减值准备	36	(6)	33	4	(3)
股东权益	28891	31018	33350	35557	37852	折旧摊销	1889	2748	3206	3460	3674
负债和股东权益总计	44051	46658	50018	53102	55165	公允价值变动损失	40	28	31	33	0
关键财务与估值指标						财务费用	68	220	308	237	141
每股收益	1.68	1.84	2.06	2.19	2.25	营运资本变动	3939	(1464)	(108)	169	(442)
每股红利	0.91	1.04	0.96	1.15	1.17	其它	(14)	125	129	150	164
每股净资产	13.61	14.61	15.71	16.75	17.83	经营活动现金流	9464	5333	7659	8464	8174
ROIC	11%	10%	11%	12%	13%	资本开支	(13375)	(5411)	(4000)	(2000)	(2000)
ROE	12%	13%	13%	13%	13%	其它投资现金流	1406	0	0	0	0
毛利率	21%	19%	19%	19%	19%	投资活动现金流	(11969)	(5411)	(4000)	(2000)	(2000)
EBIT Margin	17%	15%	15%	15%	15%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	23%	24%	23%	负债净变化	4092	876	0	0	0
收入增长	-10%	26%	14%	5%	3%	支付股利、利息	(1935)	(2218)	(2036)	(2441)	(2486)
净利润增长率	-43%	9%	12%	6%	3%	其它融资现金流	(1624)	2119	(480)	82	106
资产负债率	34%	34%	33%	33%	31%	融资活动现金流	2697	(565)	(2516)	(2359)	(2380)
股息率	4.2%	4.8%	4.4%	5.3%	5.4%	现金净变动	193	(643)	1143	4105	3794
P/E	12.9	11.9	10.6	10.0	9.7	货币资金的期初余额	1849	2041	1398	2541	6646
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	2041	1398	2541	6646	10440
EV/EBITDA	9.3	7.6	6.7	6.4	6.2	企业自由现金流	0	137	4052	6825	6462
						权益自由现金流	0	3132	3312	6707	6449

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032