

2025 年 3 月 31 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

26

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2025/3/28)	21.80
上证指数(2025/3/28)	3351.31
股价 12 个月高/低	30.81/19.57
总发行股数(百万)	2123.22
A 股数(百万)	2115.69
A 市值(亿元)	461.22
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
	(32.08%)
每股净值(元)	14.61
股价/账面净值	1.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.1 -0.6 -9.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.4.24	28.34	买进
2024.8.23	21.93	买进

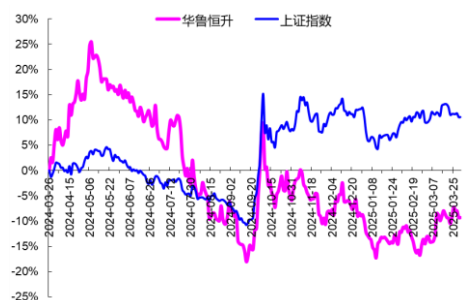
产品组合

新能源新材料	50%
相关产品	
肥料	22%
醋酸及衍生品	12%
其他产品	9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	25.0%
一般法人	39.5%

股价相对大盘走势



华鲁恒升(600426.SH)

Buy 买进

业绩符合预期，静待景气修复

事件1：公司披露年报，2024年公司实现营收342.26亿元，yoy+25.55%；实现归母净利润39.03亿元，yoy+9.14%；符合我们预期。Q4实现营收90.46亿元，yoy+14.31%，qoq+10.26%；归母净利润8.54亿元，yoy+31.61%，qoq+3.52%。

事件2：公司同时发布利润分配方案，每10股派3元，此前公司年中曾派息每10股3元，全年累计每股派息0.6元，按照3月28日收盘价计，股息率为2.75%。

结论与建议：2024 年化工较为弱势的背景下，公司以量补价，归母净利润同比仍然提高。当前化工产品价格已在底部，且煤炭等原料价格下降，预计后续成本端压力将有缓解，静待拐点出现。公司荆州二期和德州本部建设稳步推进，看好公司成长潜力，当前公司估值较低，维持“买进”评级，建议逢低配置。

■ **新产能释放带动销量增长，以量补价保障业绩：**公司主营产品量增价减，受益于前期建成的新装置产能释放，公司肥料和醋酸销量同比大幅提高，带动公司归母净利润维持增长。公司荆州基地一期气体动力平台项目、合成气综合利用项目于 2023 年 11 月投产，新增产能尿素 100 万吨（原 155 万吨）、醋酸 100 万吨（原 55 万吨）、DMF15 万吨、混甲胺 15 万吨；高端溶剂项目于 2023 年 12 月投产，新增产能碳酸二甲酯 60 万吨（其中销售量 30 万吨）、碳酸甲乙酯 30 万吨、碳酸二乙酯 5 万吨，产能释放带动 2024 年产品产销大增。分版块来看，2024 年公司新能源新材料板块实现营收 164.33 亿元（yoy+6%）；板块盈利 21.47 亿元（yoy-19.5%）；板块毛利率 13.07%，较去年同比降低 4.17pct；板块均价 6439 元/吨（yoy-9%）；销量 255 万吨（yoy+17%）。肥料板块实现营收 72.97 亿元（yoy+29%）；板块盈利 21.82 亿元（yoy+9.6%）；板块毛利率 29.90%，较去年同比降低 5.17pct；板块均价 1549 元/吨（yoy-11%）；销量 471 万吨（yoy+45%）。醋酸及衍生品板块实现营收 40.70 亿元（yoy+98.34%）；板块盈利 11.24 亿元（yoy+161.5%）；板块毛利率 27.62%；较去年同比增加 6.67pct；板块均价为 2625 元/吨（yoy-8%）；销量 155 万吨（yoy+117%）。有机胺板块实现营收 25.11 亿元（yoy-6.12%）；板块盈利 1.04 亿元（yoy-17.9%）；板块毛利率 6.54%，较去年同比降低 6.33pct；板块均价 4275 元/吨（yoy-17%）；销量 59 万吨（yoy+13%）。

■ **价格下滑拖累毛利润，费用控制合理：**公司主营产品量增价减，尿素、醋酸、有机胺、新材料产品均价同比均下滑，拖累公司综合毛利率同比下降。2024 年公司整体毛利率同比下降 2.14pct 至 18.71%。费用方面整体控制合理，研发、销售、管理、财务综合费用率同比下降 0.01pct 到 3.81%，其中研发费用率同比下降 0.19pct 到 1.93%，销售费用率同比略增 0.04pct 到 0.26%，管理费用同比下降 0.25pct 到 0.98%，财务费用率同比增加 0.39pct 到 0.64%。

■ **产品价格底部，静待利润修复：**2025 年 Q1 公司主营化工品价格环比变动较小，整体处于历史底部区间：醋酸均价 2747 元/吨（qoq+2%）、尿素 1752 元/吨（qoq-4%）、DMF 4088 元/吨（qoq-3%）、己内酰胺 10558 元/吨（qoq-3%），DMC 受新能源产业链价格下滑影响降幅达 14%至 3466 元/吨。成本端，受益于动力煤价格环比下跌 11%至 628 元/吨，原材料成本压力减轻。我们认为，当前化工品价格底部，向下空间不大，利润修复可期。且公司新产能充分释放，有望进一步实现降本增效，公司综合毛利率有望提升。

■ **盈利预测：**考虑到当前公司主要产品价格仍在底部，我们下修2025和2026

年盈利预测并新增2027年盈利预测，预计公司2025/2026/2027年分别实现净利润41/47/53亿元(2025/2026前值45/53亿元)，yoy+5%/+14%/+14%，折合EPS为1.93/2.19/2.50元，目前A股股价对应的PE为11/10/9倍，当前估值偏低，给予“买进”评级，建议逢低配置。

■ 风险提示：1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2024E	2025E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,576	3,903	4,098	4,658	5,309
同比增减	%	-43.14%	9.14%	5.00%	13.68%	13.96%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.68	1.84	1.93	2.19	2.50
同比增减	%	-43.14%	9.14%	5.01%	13.68%	13.96%
A 股市盈率(P/E)	X	12.94	11.86	11.30	9.94	8.72
股利 (DPS)	RMB 元	0.6	0.6	0.65	0.7	0.8
股息率 (Yield)	%	2.75%	2.75%	2.98%	3.21%	3.67%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27260	34226	35874	40288	45359
经营成本	21576	27821	29164	32690	36732
研发费用	578	661	679	747	824
营业税金及附加	190	201	211	237	267
销售费用	60	89	93	105	118
管理费用	336	335	351	394	444
财务费用	68	220	231	259	292
资产减值损失	-33	-28	-28	-28	-28
投资收益	8	-32	-26	-20	-16
营业利润	4428	5008	5266	5986	6822
营业外收入	8	7	8	8	9
营业外支出	156	1	1	1	1
利润总额	4281	5015	5266	5986	6821
所得税	658	836	878	998	1138
少数股东损益	47	276	289	329	375
归属于母公司股东权益	3576	3903	4098	4658	5309

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2041	1398	1915	3444	6292
应收账款	73	134	150	170	195
存货	1493	1319	1583	1614	1647
流动资产合计	7923	7374	8549	10387	13601
长期股权投资					
固定资产	28941	30056	30658	31271	31896
在建工程	3201	4831	4590	4360	4142
非流动资产合计	36129	39283	39975	40576	41217
资产总计	44051	46658	48525	50963	54817
流动负债合计	5788	5526	5361	5576	6206
非流动负债合计	7826	8305	5999	3293	899
负债合计	13614	13830	11360	8869	7105
少数股东权益	1547	1810	2049	2320	2630
股东权益合计	30438	32828	37165	42095	47713
负债及股东权益合计	44051	46658	48525	50963	54817

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	4715	4968	5465	6011	6913
投资活动产生的现金流量净额	-7280	-5075	-4567	-4110	-3699
筹资活动产生的现金流量净额	2658	-388	-380	-373	-365
现金及现金等价物净增加额	101	-476	517	1528	2849

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。