

华鲁恒升 (600426.SH) 双基地稳定运行，周期底部公司业绩超预期

2025年03月31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

songzircon@kysec.cn

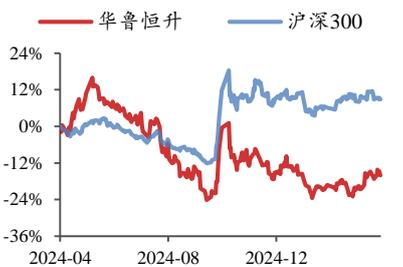
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790123070025

日期	2025/3/28
当前股价(元)	21.80
一年最高最低(元)	31.90/19.73
总市值(亿元)	462.86
流通市值(亿元)	461.22
总股本(亿股)	21.23
流通股本(亿股)	21.16
近3个月换手率(%)	48.16

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《计划内检修影响 Q3 业绩，不改公司长期投资价值——公司信息更新报告》-2024.11.2

《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

● 双基地稳定运行，周期底部公司业绩超预期，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 342.26 亿元，同比+25.55%；实现归母净利 39.03 亿元，同比+9.14%。对应 Q4 单季度，公司实现营收 90.46 亿元，同比+14.31%；实现归母净利润 8.54 亿元，同比+31.61%，环比+3.52%，公司 Q4 业绩实现同、环比增长。在 2024 年多数产品景气低迷、且 8 月有检修的情况下，公司依靠荆州基地投产贡献业绩增量、德州基地持续挖潜，有效抵御了周期下行的风险。当前公司主要产品价差分位数仍处于历史低位，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司归母净利分别为 42.75 (-4.93)、50.03 (-1.52)、57.60 亿元，EPS 分别为 2.01 (-0.24)、2.36 (-0.07)、2.71 元/股，当前股价对应 PE 分别为 10.8、9.3、8.0 倍。随着宏观需求复苏，煤价持续下跌，看好公司业绩逐季回暖，仍然维持公司“买入”评级。

● 2024 年 Q4 多产品价差环比下跌，价差分位数处于历史底部，业绩见底明显

据 Wind 数据及我们测算，2024 年 Q4，动力煤均价 837 元/吨，环比下降 1.94%，同比下降 11.47%。产品方面，主营产品尿素、醋酸、草酸、CPL 等产品平均价格分别为 1,788、2,963、3,448、11,258 元/吨，环比分别-13.15%、-11.92%、-4.15%、-10.46%；平均价差环比分别-31.55%、-21.64%、-5.70%、-9.30%；DMF、辛醇、己二酸、三聚氰胺等产品价差有所上涨，对冲前述产品价差下跌。同时相比于 Q3，Q4 公司德州基地无平台检修，故公司业绩环比微增。在多数产品景气度低迷背景下，公司 Q4 仍能实现业绩同环比增长，足见业绩见底迹象明显。

● 双基地互相仍有降本、优化空间，看好公司底部业绩抬升

德州基地方面，根据历年环评显示，公司煤气化炉单炉合成气产能普遍在 5-7 万 m³/h，而荆州基地 3 台气化炉总合成气产能为 53.8 万 m³/h，足见在气化平台效率上，德州基地仍有优化降本空间。荆州基地方面，2024 年公司虽再次加码 52 万吨尿素产能，但仍有合成氨外售，足见公司荆州品类仍然较少，平台优势尚未完全发挥。随着两个基地持续降本、优化、新增产能，看好公司底部业绩抬升。

● 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	32,107	32,359	32,621
YOY(%)	-9.9	25.6	-6.2	0.8	0.8
归母净利润(百万元)	3,576	3,903	4,275	5,003	5,760
YOY(%)	-43.1	9.1	9.5	17.0	15.1
毛利率(%)	20.9	18.7	19.7	21.8	23.8
净利率(%)	13.3	12.2	13.6	15.8	18.2
ROE(%)	11.9	12.7	11.7	12.5	12.9
EPS(摊薄/元)	1.68	1.84	2.01	2.36	2.71
P/E(倍)	12.9	11.9	10.8	9.3	8.0
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	14134	17686	22792
现金	2041	1398	8482	11747	17176
应收票据及应收账款	73	134	60	135	62
其他应收款	2	2	2	2	2
预付账款	492	641	422	649	431
存货	1493	1319	1287	1271	1241
其他流动资产	3821	3881	3881	3881	3881
非流动资产	36129	39283	35336	33501	31533
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	28941	30057	27132	25840	24328
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019
其他非流动资产	5241	6859	5628	4863	4186
资产总计	44051	46658	49470	51187	54325
流动负债	5788	5526	6167	5846	6047
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3807	3149	3297	3029	3185
其他流动负债	1781	2377	2869	2816	2863
非流动负债	7826	8305	6115	4192	2222
长期借款	7348	8224	6035	4112	2141
其他非流动负债	478	80	80	80	80
负债合计	13614	13830	12282	10038	8269
少数股东权益	1547	1810	1895	2021	2204
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425
留存收益	24581	26573	29997	34048	38829
归属母公司股东权益	28891	31018	35293	39128	43853
负债和股东权益	44051	46658	49470	51187	54325

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4715	4968	7320	6766	8583
净利润	3622	4178	4360	5129	5942
折旧摊销	2053	2800	2498	2562	2669
财务费用	68	220	-46	-312	-554
投资损失	-8	32	-11	-6	2
营运资金变动	-841	-2369	525	-600	531
其他经营现金流	-179	106	-5	-6	-6
投资活动现金流	-7280	-5075	1460	-722	-704
资本支出	8711	5081	-1450	727	700
长期投资	1400	0	0	0	0
其他投资现金流	31	6	10	5	-4
筹资活动现金流	2658	-388	-1696	-2779	-2451
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	4092	876	-2189	-1924	-1970
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	67	40	0	0	0
其他筹资现金流	-1701	-1104	493	-855	-481
现金净增加额	101	-476	7084	3265	5428

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27260	34226	32107	32359	32621
营业成本	21576	27821	25781	25303	24852
营业税金及附加	190	201	202	213	210
营业费用	60	89	83	84	85
管理费用	336	335	314	317	319
研发费用	578	661	598	642	644
财务费用	68	220	-46	-312	-554
资产减值损失	-33	-28	0	0	0
其他收益	10	197	62	76	86
公允价值变动收益	-6	0	-1	-2	-2
投资净收益	8	-32	11	6	-2
资产处置收益	-0.03	0.06	0.08	0.07	0.04
营业利润	4428	5008	5241	6186	7140
营业外收入	8	7	16	15	11
营业外支出	156	1	95	118	92
利润总额	4281	5015	5162	6083	7059
所得税	658	836	802	954	1117
净利润	3622	4178	4360	5129	5942
少数股东损益	47	276	86	126	183
归属母公司净利润	3576	3903	4275	5003	5760
EBITDA	6769	8315	7750	8513	9400
EPS(元)	1.68	1.84	2.01	2.36	2.71

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.9	25.6	-6.2	0.8	0.8
营业利润(%)	-41.8	13.1	4.6	18.0	15.4
归属于母公司净利润(%)	-43.1	9.1	9.5	17.0	15.1
获利能力					
毛利率(%)	20.9	18.7	19.7	21.8	23.8
净利率(%)	13.3	12.2	13.6	15.8	18.2
ROE(%)	11.9	12.7	11.7	12.5	12.9
ROIC(%)	12.0	12.1	13.2	15.6	19.2
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	29.6	24.8	19.6	15.2
净负债比率(%)	19.1	24.5	-2.1	-14.5	-29.0
流动比率	1.4	1.3	2.3	3.0	3.8
速动比率	0.8	0.6	1.7	2.4	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	570.8	486.9	486.9	486.9	486.9
应付账款周转率	8.7	9.9	9.9	9.9	9.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.68	1.84	2.01	2.36	2.71
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.34	3.45	3.19	4.04
每股净资产(最新摊薄)	13.61	14.61	16.62	18.43	20.65
估值比率					
P/E	12.9	11.9	10.8	9.3	8.0
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	6.8	6.1	5.0	3.7

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