



华鲁恒升（600426.SH）：营收稳健增长，项目建设持续推进，提供发展新动能

2025 年 3 月 31 日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

公司报告

华鲁恒升发布 2024 年年报：公司全年实现营业收入 342.26 亿元，YoY+25.55%，实现归母净利润 39.03 亿元，YoY+9.14%。

核心产品销量增长带动营收稳健增长，但部分产品价格同比下滑拖累业绩增速。2024 年，受产能过剩、需求偏弱、同质竞争加剧等因素影响，化工行业景气度较低，大部分产品价格持续下行、低位震荡，企业经营面临较大压力。

①新能源新材料相关产品板块：产品销量同比增长 17.12%，营收同比增长 6.19%至 164.33 亿元，毛利率同比减少 4.17 个百分点至 13.07%；②有机胺板块：产品销量同比增长 12.62%，营收同比增长-6.12%至 25.11 亿元，毛利率同比减少 6.33 个百分点至 6.54%；③化学肥料板块：产品销量同比增长 44.54%，营收同比增长 28.55%至 72.97 亿元，毛利率同比减少 5.17 个百分点至 29.90%；④醋酸及衍生品板块：产品销量同比增长 116.72%，营收同比增长 98.34%至 40.70 亿元，毛利率同比增加 6.67 个百分点至 27.62%。2024 年公司综合毛利率同比下降 2.14 个百分点至 18.71%，拖累净利润增速。

持续推进新项目建设，为公司后续发展提供新动能。公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。2024 年内，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相继投产，实现公司产品扩能增产。目前，公司酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目及其它技改在建项目如期推进，为公司后继发展提供新动能。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。基于公司 2024 年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 40.08、45.87 和 53.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.89、2.16 和 2.52 元，当前股价对应 P/E 值分别为 12、10 和 9 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,260	34,226	36,405	40,239	45,073
增长率（%）	-9.87%	25.55%	6.37%	10.53%	12.01%
归母净利润（百万元）	3,576	3,903	4,008	4,587	5,351
增长率（%）	-43.14%	9.14%	2.71%	14.44%	16.65%
净资产收益率（%）	12.38%	12.58%	11.88%	12.39%	13.09%
每股收益（元）	1.68	1.84	1.89	2.16	2.52
PE	13	12	12	10	9

公司简介：

华鲁恒升是多业联产的现代化工企业，主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间品等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局,推动传统产能改造升级,积极发展合成气下游深加工项目,与石油化工下游产业链融合,打造高端新材料板块。

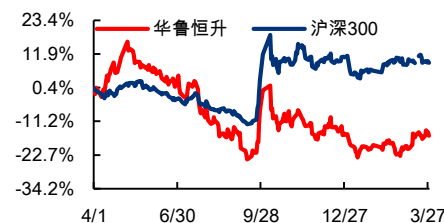
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	31.21-19.96
总市值（亿元）	462.86
流通市值（亿元）	461.22
总股本/流通 A 股（万股）	212,322/212,322
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.22

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002



PB	1.60	1.49	1.37	1.25	1.13
----	------	------	------	------	------

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	7923	7374	9493	18224	25124	营业收入	27260	34226	36405	40239	45073
货币资金	2041	1398	3937	12498	19184	营业成本	21576	27821	29696	32687	36474
应收账款	57	84	89	98	110	营业税金及附加	190	201	214	237	265
其他应收款	18	52	56	61	69	营业费用	60	89	95	105	117
预付款项	492	641	521	574	640	管理费用	336	335	356	394	441
存货	1493	1319	1009	1111	1240	财务费用	68	220	154	90	-29
其他流动资产	3821	3881	3881	3881	3881	资产减值损失	33	28	-6	3	3
非流动资产合计	36129	39283	39251	37027	34679	公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	8	-32	-32	-32	-32
固定资产	32142	34888	34959	32830	30572	营业利润	4428	5008	5161	5914	6899
无形资产	1947	2367	2310	2252	2194	营业外收入	8	7	7	7	7
其他非流动资产	2040	2028	1982	1944	1913	营业外支出	156	1	1	1	1
资产总计	44051	46658	48744	55250	59803	利润总额	4281	5015	5167	5921	6906
流动负债合计	5788	5526	4580	7462	7758	所得税	658	836	862	988	1152
短期借款	200	0	0	0	0	净利润	3622	4178	4306	4933	5754
应付账款	3314	2304	2459	2707	3020	少数股东损益	47	276	297	346	403
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	3576	3903	4008	4587	5351
一年内到期的非流动负债	282	1198	0	0	0	EBITDA	6355	7759	8057	8889	9821
非流动负债合计	7826	8305	8305	8305	8305	EPS（元）	1.68	1.84	1.89	2.16	2.52
长期借款	7348	8224	8224	8224	8224	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	13614	13830	12884	15766	16063	成长能力					
少数股东权益	1547	1810	2107	2453	2856	营业收入增长	-10%	26%	6%	11%	12%
实收资本（或股本）	2123	2123	2123	2123	2123	营业利润增长	-42%	13%	3%	15%	17%
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425	归属于母公司净利润增长	-43%	9%	3%	14%	17%
未分配利润	23520	25511	27845	30665	33983	获利能力					
归属母公司股东权益合计	28891	31018	33753	37031	40885	毛利率(%)	21%	19%	18%	19%	19%
负债和所有者权益	44051	46658	48744	55250	59803	净利率(%)	13%	11%	11%	11%	12%
现金流量表						总资产净利润(%)	8%	8%	8%	8%	9%
						ROE(%)	12%	13%	12%	12%	13%
单位:百万元						偿债能力					
经营活动现金流	4715	4968	8165	10960	9154	资产负债率(%)	31%	30%	26%	29%	27%
净利润	3576	3903	4008	4587	5351	流动比率	1.37	1.33	2.07	2.44	3.24
折旧摊销	2053	2800	3033	3224	3348	速动比率	1.11	1.10	1.85	2.29	3.08
财务费用	68	220	154	90	-29	营运能力					
应收帐款减少	-18	-27	-5	-9	-12	总资产周转率	0.69	0.75	0.76	0.77	0.78
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	570.76	486.90	421.26	429.09	431.81
投资活动现金流	-7280	-5075	-3000	-1000	-1000	应付账款周转率	11.04	12.18	15.29	15.58	15.74
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.68	1.84	1.89	2.16	2.52
投资收益	8	-32	-32	-32	-32	每股净现金流(最新摊薄)	0.05	-0.22	1.20	4.03	3.15
筹资活动现金流	2658	-388	-2626	-1399	-1468	每股净资产(最新摊薄)	13.61	14.61	15.90	17.44	19.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	4092	876	0	0	0	P/E	12.94	11.86	11.55	10.09	8.65
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.60	1.49	1.37	1.25	1.13
资本公积增加	67	40	0	0	0	EV/EBITDA	8.19	7.00	6.28	4.73	3.60
现金净增加额	101	-476	2539	8561	6686						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

10 余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2016~2018 年水晶球公募榜连续入围，2017 年水晶球公募榜第一名、总榜第二名，2019 年新浪金麒麟新锐分析师等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526