

2025 年 03 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新项目增量落地，业绩实现稳健增长

—华鲁恒升（600426.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：覃前 S1050124070019

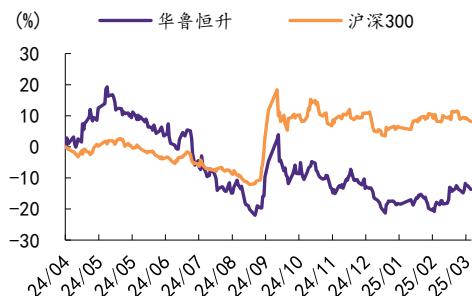
qinqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-03-31

当前股价（元）	22.1
总市值（亿元）	469
总股本（百万股）	2123
流通股本（百万股）	2119
52 周价格范围（元）	19.88-31.21
日均成交额（百万元）	417.99

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《华鲁恒升（600426）：装置检修叠加产品利差收窄，公司 Q3 业绩承压》2024-11-08
- 2、《华鲁恒升（600426）：产能放量构筑业绩，增收扩盈持续发力》2024-08-24
- 3、《华鲁恒升（600426）：新项目投产，公司竞争力持续增强》2023-12-28

华鲁恒升发布 2024 年度业绩报告：2024 全年实现营业总收入 342.26 亿元，同比增长 25.55%；实现归母净利润 39.03 亿元，同比增长 9.14%。其中 2024Q4 单季度实现营业收入 90.46 亿元，同比增长 14.31%、环比上升 10.26%，实现归母净利润 8.54 亿元，同比上升 31.61%、环比上升 3.52%。

投资要点

2024 年公司产品产销量均实现同比增长

子公司产品销量增长助力公司 2024 年营业收入实现增长。分产品产销情况来看：1) 新能源新材料相关产品：2024 年产量 431.35 万吨，同比+9.25%，销量 255.22 万吨，同比+17.12%；2) 化学肥料：产量 483.2 万吨，同比+35.48%，销量 471.15 万吨，同比+44.54%；3) 醋酸及衍生品：产量 149.04 万吨，同比+97.33%，销量 155.04 万吨，同比+116.72%；4) 有机胺：产量 57.41 万吨，同比+9.64%，销量 58.74 万吨，同比+12.62%。

财务费用率同比小幅提升，主因为借款利息支出增加

期间费用方面，公司 2024 年销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.04/-0.25/+0.39/-0.19pct，销售费用率增加的主要原因为工资及仓储费用增加，财务费用率增加的原因为子公司借款利息支出增加。

公司重点项目相继投产，实现年增产尿素 52 万吨、年增产己二酸 20 万吨

2024 年，公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。2024 年公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目实现投产，公司增加年产尿素 52 万吨；随后，公司尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置相继投产，实现公司已二酸产品年增产 20 万吨；此外，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。

盈利预测

主要产品价格下跌，我们下调盈利预测，但考虑到公司新产

能增量快速释放，仍有望增厚公司业绩，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 40.11、47.31、50.68 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.7、9.9、9.3 倍，因此维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

下游需求波动风险；产品价格下跌风险；原材料价格上涨风险；新建项目不及预期等风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	34,226	36,724	39,458	42,269
增长率（%）	25.6%	7.3%	7.4%	7.1%
归母净利润（百万元）	3,903	4,011	4,731	5,068
增长率（%）	9.1%	2.8%	18.0%	7.1%
摊薄每股收益（元）	1.84	1.89	2.23	2.39
ROE（%）	11.9%	11.5%	12.7%	12.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:					营业收入	34,226	36,724	39,458	42,269
现金及现金等价物	1,398	5,396	9,718	14,161	营业成本	27,821	30,087	31,914	34,311
应收款	136	146	157	168	营业税金及附加	201	216	232	249
存货	1,319	1,437	1,524	1,638	销售费用	89	95	103	110
其他流动资产	4,522	4,852	5,213	5,585	管理费用	335	359	386	414
流动资产合计	7,374	11,831	16,611	21,551	财务费用	220	219	98	-26
非流动资产:					研发费用	661	709	762	816
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,305	1,383	1,348	1,313
固定资产	30,056	30,526	29,481	27,911	资产减值损失	-28	-28	-28	-28
在建工程	4,123	1,649	660	264	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,367	2,249	2,131	2,018	投资收益	-32	-32	-32	-32
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	5,008	5,147	6,072	6,506
其他非流动资产	2,737	2,737	2,737	2,737	加:营业外收入	7	7	7	7
非流动资产合计	39,283	37,161	35,008	32,930	减:营业外支出	1	1	1	1
资产总计	46,658	48,992	51,619	54,481	利润总额	5,015	5,153	6,079	6,512
流动负债:					所得税费用	836	860	1,014	1,086
短期借款	0	0	0	0	净利润	4,178	4,294	5,065	5,426
应付账款、票据	3,149	3,430	3,638	3,911	少数股东损益	276	283	334	358
其他流动负债	1,848	1,848	1,848	1,848	归母净利润	3,903	4,011	4,731	5,068
流动负债合计	5,526	5,845	6,096	6,412					
非流动负债:					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	8,224	8,224	8,224	8,224	成长性				
其他非流动负债	80	80	80	80	营业收入增长率	25.6%	7.3%	7.4%	7.1%
非流动负债合计	8,305	8,305	8,305	8,305	归母净利润增长率	9.1%	2.8%	18.0%	7.1%
负债合计	13,830	14,150	14,400	14,717	盈利能力				
所有者权益					毛利率	18.7%	18.1%	19.1%	18.8%
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	四项费用/营收	3.8%	3.8%	3.4%	3.1%
股东权益	32,828	34,842	37,219	39,764	净利率	12.2%	11.7%	12.8%	12.8%
负债和所有者权益	46,658	48,992	51,619	54,481	ROE	11.9%	11.5%	12.7%	12.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	29.6%	28.9%	27.9%	27.0%
净利润	4178	4294	5065	5426	营运能力				
少数股东权益	276	283	334	358	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	2748	2122	2148	2072	应收账款周转率	251.8	251.8	251.8	251.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	21.1	21.1	21.1	21.1
营运资金变动	-2233	-138	-209	-180	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	4968	6561	7338	7675	EPS	1.84	1.89	2.23	2.39
投资活动现金净流量	-5075	2004	2035	1965	P/E	12.0	11.7	9.9	9.3
筹资活动现金净流量	4105	-2279	-2689	-2880	P/S	1.4	1.3	1.2	1.1
现金流量净额	3,999	6,286	6,684	6,760	P/B	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。