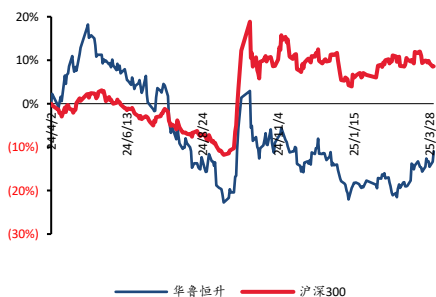


华鲁恒升 2024 年报点评： 双基地效能提升，公司业绩韧性凸显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 21.23/21.19
总市值/流通(亿元) 481.97/481.05
12 个月内最高/最低价 31.9/19.73 (元)

相关研究报告

<<一季度业绩回升，荆州基地支撑公司长期成长>>—2024-05-10
<<荆州基地首批项目顺利投产，助力公司行稳致远>>—2023-11-29
<<【太平洋化工】华鲁恒升 21 年一季报点评：受益化工品涨价单季度业绩创新高，维持“买入”>>—2021-04-17

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523010001

事件：华鲁恒升 2024 年实现营业收入 342.26 亿元，同比增长 25.55%，归母净利润 39.03 亿元，同比增长 9.14%。公司拟每 10 股派现 3 元（含税）。

点评：

公司业绩韧性凸显。公司 2024 年实现营业总收入 342.26 亿元，同比增长 25.55%，归母净利润 39.03 亿元，同比增长 9.14%。其中，Q4 单季度实现营收 90.46 亿元，同比增长 14.31%，归母净利润 8.54 亿元，同比增长 31.61%。2024 年尿素、醋酸等公司主要产品价格受供需失衡影响持续下行，以醋酸为例，全年均价同比下跌约 15%。受此影响，公司 2024 年综合毛利率同比下降 2.14 个百分点至 18.71%。但公司销量逆势提升，带动收入增长。其中，肥料销量 471.15 万吨，同比增长 44.54%，实现收入 72.97 亿元，同比增长 28.56%；醋酸及衍生品销量 155.04 万吨，同比增长 116.72%，实现收入 40.7 亿元，同比增长 98.34%。另一方面，得益于尼龙 6 膜级切片等高端产品在包装膜市场的拓展，新能源新材料板块实现收入 164.33 亿元，同比增长 6.18%，占公司总收入的 48.02%，已经成为公司收入的最大来源。

双基地效能提升，支撑公司持续增长。荆州基地一期项目达产推动醋酸衍生品销量增长 116.72%，气体动力平台项目降低综合能耗，单位成本同比下降约 8%。二期 BDO/NMP 一体化项目进度 39.8%，达产后有望新增年收入 30 亿元，提升新能源材料板块利润率。德州基地气化平台升级项目（新建 4 台多喷嘴气化炉）投产后，合成气产能提升至 50 亿 Nm³/年，单位能耗降低 10%，煤气化成本较行业标杆低 20%。公司高端材料突破在即，蜜胺树脂单体材料优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目已顺利投产；20 万吨/年二元酸项目预计 2025 年投产，配套 PBAT 产能布局生物降解赛道；超纯氨、电子级硫酸等产品的发展持续推进。

投资建议：

华鲁恒升是国内煤化工的龙头企业，依托一头多线柔性联产平台实现效益最大化。预计公司 2025-2027 年实现 EPS 分别为 1.93 元、2.29 元和 2.52 元。维持“买入”评级。

风险提示：

原料价格波动，市场需求不及预期，新产品商业化不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	34,226	36,449	40,305	44,054
营业收入增长率(%)	25.55%	6.49%	10.58%	9.30%
归母净利（百万元）	3,903	4,106	4,867	5,356
净利润增长率(%)	9.14%	5.20%	18.54%	10.05%
摊薄每股收益（元）	1.84	1.93	2.29	2.52
市盈率（PE）	11.74	11.74	9.90	9.00

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,041	1,398	7,137	14,251	21,840
应收和预付款项	565	774	824	903	987
存货	1,493	1,319	1,403	1,534	1,678
其他流动资产	3,823	3,883	4,668	5,637	6,469
流动资产合计	7,923	7,374	14,032	22,325	30,974
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	28,941	30,056	30,735	29,721	27,693
在建工程	3,201	4,831	2,916	1,808	1,204
无形资产开发支出	1,947	2,367	2,472	2,635	2,805
长期待摊费用	300	272	351	460	513
其他非流动资产	9,662	9,131	15,791	24,084	32,735
资产总计	44,051	46,658	52,265	58,708	64,950
短期借款	200	0	0	0	0
应付和预收款项	3,807	3,149	3,350	3,663	4,006
长期借款	7,348	8,224	10,397	12,777	14,587
其他负债	2,258	2,457	2,535	2,661	2,793
负债合计	13,614	13,830	16,283	19,102	21,386
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
资本公积	2,386	2,425	2,425	2,425	2,425
留存收益	24,581	26,573	29,438	32,718	36,298
归母公司股东权益	28,891	31,018	33,883	37,163	40,742
少数股东权益	1,547	1,810	2,099	2,443	2,821
股东权益合计	30,438	32,828	35,982	39,606	43,564
负债和股东权益	44,051	46,658	52,265	58,708	64,950

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	4,715	4,968	8,139	9,223	10,148
投资性现金流	-7,280	-5,075	-3,063	-2,567	-2,200
融资性现金流	2,658	-388	563	456	-331
现金增加额	101	-476	5,658	7,112	7,617

资料来源：WIND，太平洋证券

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,260	34,226	36,449	40,305	44,054
营业成本	21,576	27,821	29,601	32,368	35,395
营业税金及附加	190	201	215	237	259
销售费用	60	89	95	105	115
管理费用	336	335	357	395	431
财务费用	68	220	267	278	270
资产减值损失	-33	-28	0	0	0
投资收益	8	-32	-34	-38	-41
公允价值变动	-6	0	0	0	0
营业利润	4,428	5,008	5,387	6,338	6,945
其他非经营损益	-148	7	-111	-84	-63
利润总额	4,281	5,015	5,276	6,254	6,882
所得税	658	836	880	1,043	1,148
净利润	3,622	4,178	4,396	5,211	5,734
少数股东损益	47	276	290	344	378
归母股东净利润	3,576	3,903	4,106	4,867	5,356

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.85%	18.71%	18.79%	19.69%	19.65%
销售净利率	13.12%	11.40%	11.26%	12.08%	12.16%
销售收入增长率	-9.87%	25.55%	6.49%	10.58%	9.30%
EBIT 增长率	-41.17%	17.04%	5.36%	17.85%	9.50%
净利润增长率	-43.14%	9.14%	5.20%	18.54%	10.05%
ROE	12.38%	12.58%	12.12%	13.10%	13.15%
ROA	9.16%	9.21%	8.89%	9.39%	9.27%
ROIC	9.94%	10.36%	9.69%	10.14%	10.03%
EPS (X)	1.69	1.84	1.93	2.29	2.52
PE (X)	16.34	11.74	11.74	9.90	9.00
PB (X)	2.03	1.48	1.42	1.30	1.18
PS (X)	2.15	1.34	1.32	1.20	1.09
EV/EBITDA (X)	9.81	6.68	5.54	4.43	3.62

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告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。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。