

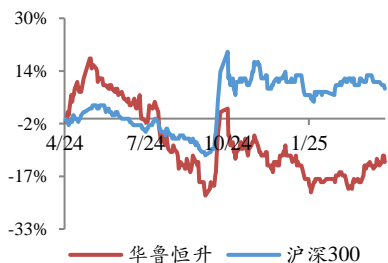
四季度业绩环比改善，看好周期底部业绩弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-04

收盘价(元)	22.14
近12个月最高/最低(元)	31.90/19.73
总股本(百万股)	2,123
流通股本(百万股)	2,119
流通股比例(%)	99.81
总市值(亿元)	470
流通市值(亿元)	469

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 华鲁恒升：Q3 业绩短期承压，新产能落地持续成长 2024-11-01
2. Q2 业绩环比改善，新产能落地持续成长 2024-08-28

主要观点：

● 事件描述

2025年3月28日晚间，华鲁恒升发布2024年年报。公司2024年实现营收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%；实现扣非归母净利润38.70亿元，同比增长4.49%。

24Q4单季度实现营收90.46亿元，同比增长14.31%，环比增长10.26%；实现归母净利润8.54亿元，同比增长31.61%，环比增长3.52%；实现扣非归母净利润8.11亿元，同比增长1.38%，环比下降1.38%。

● 24Q4 业绩环比改善，主要产品产销量齐增、毛利率下降

公司24Q4业绩增长主要得益于核心产品产销量齐增，虽然价格持续处于低位、毛利率同比下降，但市占率保持前列，在主要产品均存在供过于求、产能过剩导致价格下滑的情况下，业绩仍实现增长。据年报统计，公司新能源新材料/有机胺/化肥/醋酸及衍生品板块产量同比增长9.25%/9.64%/35.48%/97.33%、销量同比增长17.12%/12.62%/44.54%/116.72%，产销量齐升。价格方面，据百川盈孚数据，2024年公司产品DMF/醋酸/尿素/碳酸二甲酯/草酸/己内酰胺/PA6 均价分别为4484/2940/2096/4005/4936/12490/13968元/吨，同比变化-14.4%/-11.7%/-14.3%/-9.8%/+22.7%/-1.0%/+1.5%；24Q4均价分别为4204/2712/1831/4020/3432/10941/12535元/吨，环比分别下降0.3%/11.3%/12.2%/0.5%/16.3%/12.3%/9.6%，价格持续下行并处于低位，使公司24年整体毛利率同比-2.14PCT至18.71%。但长期来看，公司具备低成本煤气化技术带来的成本优势和柔性联产、产销协同能力，叠加长期合作的稳定客户资源，能够在激烈市场竞争中保持价格处于行业第一梯队，维持盈利空间并稳定放量。原料方面，产品主要原料无烟煤/动力煤/纯苯24Q4均价分别为1048.6/702.7/7419.3元/吨，环比下降2.6%/0.5%/13.1%，为公司提供更大的利润空间。

● 己二酸及密胺树脂单体产能投产、TDI获备案，带来业绩新动能

公司布局己二酸-己二胺-PA66产业链及密胺树脂单体原料产能，进一步强化化工新材料及化肥板块竞争力；TDI项目获备案，未来可协同DMF产能切入聚氨酯市场。2024年12月12日，公司公告其尼龙66高端新材料项目20万吨/年己二酸装置正式投产，当前总产能52.66万吨。己二酸下游用于尼龙66生产，公司同步

推进 8 万吨/年 PA66 和 4.2 万吨/年己二胺产能建设，项目落地后将助力公司进一步壮大化工新材料板块、提升企业综合竞争力。2024 年 11 月 22 日，公司公告子公司 52 万吨/年蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目投产，其产品将用于生产中间原料熔融尿素，并通过造粒技术加工为尿素化肥；该产能释放可有效满足下游需求，使关键原料得以自产自用，提升公司盈利能力。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也在如期推进，将为业绩增长注入新动能。2024 年 11 月 15 日，公司 30 万吨/年 TDI 项目获湖北发改委备案，公司布局聚氨酯主要原料 TDI 产能，可以协同当前主要产品 DMF（作为生产中溶剂）生产聚氨酯。DMF 下游需求多样，以 PU 浆料（聚氨酯制品）为主，公司作为全球最大 DMF 制造商，国内市占率达到 30%，TDI 产能布局将巩固其市场领先地位，构建聚氨酯上游原料产品矩阵。

● **投资建议**

华鲁恒升是国内化工行业的领军企业之一，以煤气化平台为基础，构筑一体化运行模式，具有较强的成本控制优势，目前产品价格仍处于底部区间，叠加公司新产能项目投产，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 43.58、48.93、53.77 亿元（2025-2026 年前值分别为 49.86、57.15 亿元）。对应 PE 分别为 11、10、9 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34226	35791	38720	39604
收入同比 (%)	25.6%	4.6%	8.2%	2.3%
归属母公司净利润	3903	4358	4893	5377
净利润同比 (%)	9.1%	11.7%	12.3%	9.9%
毛利率 (%)	18.7%	19.8%	21.0%	22.5%
ROE (%)	12.6%	12.3%	12.1%	11.8%
每股收益 (元)	1.84	2.05	2.30	2.53
P/E	11.74	10.79	9.61	8.74
P/B	1.48	1.33	1.17	1.03
EV/EBITDA	6.68	5.80	4.92	4.31

资料来源: wind, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。