

## 公司研究

## 以量补价 Q4 业绩韧性凸显，持续看好公司未来成长空间

——华鲁恒升（600426.SH）2024 年年报点评

## 买入（维持）

当前价：22.14 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

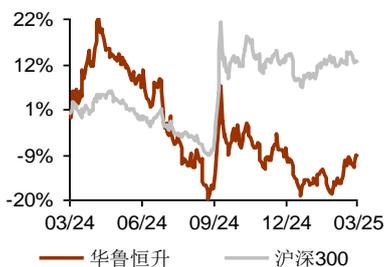
021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	21.23
总市值(亿元):	470.08
一年最低/最高(元):	19.57/30.81
近3月换手率:	50.17%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.59	3.88	-22.17
绝对	5.98	6.34	-12.98

资料来源：Wind

## 相关研报

荆州项目贡献增量，24Q2 业绩持续增长——华鲁恒升（600426.SH）2024 年半年报点评（2024-08-26）

投建酰胺原料优化升级及二元酸项目，完善尼龙产业链布局——华鲁恒升（600426.SH）公告点评（2024-05-24）

## 要点

## 事件：

公司发布 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营业总收入 342 亿元，同比+25.6%，实现归母净利润 39 亿元，同比+9.1%。2024Q4 单季，公司实现营业总收入 90.5 亿元，同比+14.3%，环比+10.3%，实现归母净利润 8.5 亿元，同比+31.6%，环比+3.5%。

## 点评：

**荆州项目贡献增量，以量补价带动 Q4 业绩同比大幅增长。**2024Q4，国内煤头尿素价差为 900 元/吨，同比-575 元/吨，环比-240 元/吨；醋酸价差为 1158 元/吨，同比-224 元/吨，环比-286 元/吨；DMF 价差 1556 元/吨，同比-181 元/吨，环比+68 元/吨；己二酸价差为-2347 元/吨，同比-329 元/吨，环比+695 元/吨。煤价方面，2024Q4 国内动力煤（Q5500）市场均价 826 元/吨，同比-14%，环比-3%。24Q4 煤价持续下行，公司成本端持续受益，但受产品供需走弱影响，尿素、醋酸等产品价差下滑，公司荆州基地一期投产贡献增量，以量补价带动公司 Q4 业绩同比大幅增长。

**煤价下跌成本下行，煤化工产业链盈利有望改善。**2024 年初以来，受煤炭下游钢铁、水泥等非电用煤需求疲软的影响，煤价持续下跌。2024 年初以来，煤炭主要产地安监趋严，国务院、应急管理部等部门出台严格的安监政策，主产地供应有望偏紧。

《煤矿安全生产条例》于 2024 年 5 月 1 日起施行，针对当前煤矿领域存在的突出问题作出了相应规定，包括确立煤矿安全生产工作原则、强化企业主体责任、严格政府部门监管责任等。展望后市，需求端煤炭的非电需求恢复依然缓慢，供给端安监影响下煤炭企业产量逐渐缩减，我们预计煤炭供需双弱，价格有望维持低位运行，煤化工产业链整体盈利将持续改善，以华鲁恒升为代表的低成本煤化工龙头有望受益。

**荆州二期项目稳步推进，在建新材料项目有望增厚公司盈利能力。**2023 年 11 月，公司公告称公司荆州园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目投产，该项目可年产尿素 100 万吨、醋酸 100 万吨、DMF15 万吨、混甲胺 15 万吨。两个项目的建成投产，将进一步增强公司核心竞争力，并为荆州基地的后期发展打下坚实基础。公司荆州基地二期新材料系列项目于 2023Q3 开工，预计将新增 BDO、醋酐、蜜胺等新产品生产能力。2024 年，荆州二期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；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。公司利用低成本煤气化平台，不断扩大产品产能、延伸产业链，我们看好在德州、荆州双基地共同驱动下，公司加大新材料领域拓展力度，未来业绩有望进一步增厚。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到化工行业供需走弱，公司主要产品价差下滑幅度超出我们此前预期，我们下调公司 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 44.30（下调 22%）、48.55（下调 24%）、53.71 亿元，折合 EPS 分别为 2.09、2.29、2.53 元。公司在建项目稳步推进，未来成长空间广阔，维持对公司的“买入”评级。

**风险提示：**产品价格大幅波动，项目建设进度不及预期，成本波动风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,260	34,226	37,165	40,396	43,352
营业收入增长率	-9.87%	25.55%	8.59%	8.70%	7.32%
归母净利润（百万元）	3,576	3,903	4,430	4,855	5,371
归母净利润增长率	-43.14%	9.14%	13.52%	9.58%	10.64%
EPS（元）	1.68	1.84	2.09	2.29	2.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.38%	12.58%	12.73%	12.46%	12.33%
P/E	13.1	12.0	10.6	9.7	8.8
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-03

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,260	34,226	37,165	40,396	43,352
营业成本	21,576	27,821	30,138	32,678	34,961
折旧和摊销	1,889	2,748	3,180	3,507	3,942
税金及附加	190	201	219	238	255
销售费用	60	89	97	105	113
管理费用	336	335	364	395	424
研发费用	578	661	717	780	837
财务费用	68	220	328	328	327
投资收益	8	-32	-12	-22	-17
营业利润	4,428	5,008	5,504	6,082	6,668
利润总额	4,281	5,015	5,511	6,089	6,674
所得税	658	836	919	1,016	1,113
净利润	3,622	4,178	4,591	5,073	5,561
少数股东损益	47	276	161	218	190
归属母公司净利润	3,576	3,903	4,430	4,855	5,371
EPS(元)	1.68	1.84	2.09	2.29	2.53

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,715	4,968	6,748	9,058	9,964
净利润	3,576	3,903	4,430	4,855	5,371
折旧摊销	1,889	2,748	3,180	3,507	3,942
净营运资金增加	-1,653	1,074	1,363	-128	-117
其他	904	-2,756	-2,224	825	769
投资活动产生现金流	-7,280	-5,075	-8,061	-12,042	-12,037
净资本支出	-8,705	-5,075	-8,020	-12,020	-12,020
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,425	0	-41	-22	-17
融资活动现金流	2,658	-388	1,731	1,671	1,596
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	4,101	1,592	2,667	2,667	2,667
无息负债变化	2,428	-1,375	-1,129	385	349
净现金流	101	-476	418	-1,313	-477

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.9%	18.7%	18.9%	19.1%	19.4%
EBITDA 率	24.3%	23.8%	24.3%	24.6%	25.3%
EBIT 率	16.7%	15.6%	15.7%	15.9%	16.2%
税前净利润率	15.7%	14.7%	14.8%	15.1%	15.4%
归母净利润率	13.1%	11.4%	11.9%	12.0%	12.4%
ROA	8.2%	9.0%	8.8%	8.5%	8.3%
ROE (摊薄)	12.4%	12.6%	12.7%	12.5%	12.3%
经营性 ROIC	10.7%	10.9%	10.3%	9.7%	9.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	31%	30%	29%	31%	32%
流动比率	1.37	1.33	1.83	1.46	1.32
速动比率	1.11	1.10	1.50	1.14	0.99
归母权益/有息债务	3.69	3.29	2.88	2.64	2.50
有形资产/有息债务	5.33	4.67	4.09	3.86	3.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	44,051	46,658	52,150	59,574	67,377
货币资金	2,041	1,398	1,816	503	26
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	57	84	91	99	106
应收票据	16	50	54	59	63
其他应收款 (合计)	2	2	3	3	3
存货	1,493	1,319	1,429	1,549	1,657
其他流动资产	3,821	3,881	3,910	3,943	3,972
流动资产合计	7,923	7,374	7,997	6,908	6,633
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	28,941	30,056	30,958	33,824	37,374
在建工程	3,084	4,123	7,292	11,769	15,127
无形资产	1,947	2,367	2,340	2,313	2,286
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,676	1,644	1,673	1,673	1,673
非流动资产合计	36,129	39,283	44,153	52,666	60,744
总负债	13,614	13,830	15,368	18,419	21,435
短期借款	200	0	0	0	0
应付账款	3,314	2,304	1,507	1,634	1,748
应付票据	493	845	301	327	350
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	76	60	207	369	517
流动负债合计	5,788	5,526	4,367	4,719	5,039
长期借款	7,348	8,224	10,891	13,558	16,224
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	453	17	46	78	108
非流动负债合计	7,826	8,305	11,001	13,700	16,396
股东权益	30,438	32,828	36,782	41,155	45,943
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
公积金	3,447	3,487	3,487	3,487	3,487
未分配利润	23,520	25,511	29,305	33,459	38,057
归属母公司权益	28,891	31,018	34,812	38,966	43,564
少数股东权益	1,547	1,810	1,971	2,189	2,379

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.22%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
管理费用率	1.23%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
财务费用率	0.25%	0.64%	0.88%	0.81%	0.75%
研发费用率	2.12%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
所得税率	15.38%	16.68%	16.68%	16.68%	16.68%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.60	0.30	0.33	0.36	0.40
每股经营现金流	2.22	2.34	3.18	4.27	4.69
每股净资产	13.61	14.61	16.40	18.35	20.52
每股销售收入	12.84	16.12	17.50	19.03	20.42

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	12	11	10	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9	7	7	7	6
股息率	3%	1%	1%	2%	2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP