

华鲁恒升（600426）

产品销量稳步增长，项目建设顺利推进

买入（维持）

2025 年 04 月 06 日

证券分析师 陈淑娟

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 周少玟

执业证书：S0600123070007

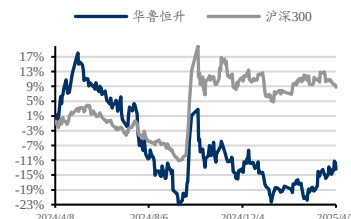
zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27,260	34,226	35,218	36,313	37,358
同比（%）	(9.87)	25.55	2.90	3.11	2.88
归母净利润（百万元）	3,576	3,903	4,265	4,690	5,066
同比（%）	(43.14)	9.14	9.30	9.95	8.01
EPS-最新摊薄（元/股）	1.68	1.84	2.01	2.21	2.39
P/E（现价&最新摊薄）	13.15	12.05	11.02	10.02	9.28

投资要点

- **事件 1:** 2025 年 3 月底，荆州市生态环境局发布了华鲁恒升（荆州）有限公司年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目（重新报批）环境影响报告书报批前的公示。
- **事件 2:** 2024 年，华鲁恒升实现营收 342.26 亿元（同比+25.55%）；实现归母净利润 39.03 亿元（同比+9.14%）；实现扣非净利润 38.70 亿元（同比+4.49%）。2024Q4 实现营收 90.46 亿元（同比+14.31%，环比+10.26%）；实现归母净利润 8.54 亿元（同比+31.61%，环比+3.52%）；实现扣非净利润 8.11 亿元（同比+1.38%，环比-1.38%）。
- **产品销量稳步增长，季度环比持续修复。** 2024 年，公司主营四大业务板块：新能源新材料/化学肥料/有机胺/醋酸及衍生物，销量分别同比+17.12%/+44.54%/+12.62%/+116.72%，营收分别同比+6.18%/+28.56%/-6.13%/+98.34%。公司凭借低成本煤气化技术优势、柔性联产能力及稳定客户资源，在行业整体承压背景下仍保持较高毛利率水平，并通过原料煤价下降，扩大利润空间。公司保持运营稳中有进的良好势头，行业竞争力得到进一步巩固。
- **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、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，为公司后继发展提供新动能。
- **盈利预测与投资评级：** 由于公司主营产品处于周期底部，并且考虑到公司后续项目投产进度，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 43、47 亿元（此前为 55、68 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 51 亿元。按 2025 年 4 月 3 日收盘价，对应 PE 分别 11、10、9 倍。看好公司优异的成本管控能力及未来成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济波动和油价下行风险；产品需求不及预期；行业产能大幅扩张；煤炭价格剧烈波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.14
一年最低/最高价	19.73/31.90
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	46,918.57
总市值(百万元)	47,008.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.61
资产负债率(% ,LF)	29.64
总股本(百万股)	2,123.22
流通 A 股(百万股)	2,119.18

相关研究

《华鲁恒升(600426): 2024 年一季报点评: 荆州基地投产贡献增量，景气底部更显成本优势》

2024-04-24

《华鲁恒升(600426): 2023 年年报点评: 行业景气有所承压，荆州基地投产贡献增量》

2024-03-30

华鲁恒升三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,374	12,089	17,192	22,561	营业总收入	34,226	35,218	36,313	37,358
货币资金及交易性金融资产	1,398	3,956	8,898	14,112	营业成本(含金融类)	27,821	28,278	28,832	29,370
经营性应收款项	2,664	4,570	4,701	4,826	税金及附加	201	247	254	262
存货	1,319	1,571	1,602	1,632	销售费用	89	106	109	112
合同资产	0	0	0	0	管理费用	335	352	363	374
其他流动资产	1,994	1,992	1,992	1,992	研发费用	661	704	726	747
非流动资产	39,283	38,698	37,060	35,422	财务费用	220	267	229	154
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	197	50	50	0
固定资产及使用权资产	30,118	32,397	30,260	27,622	投资净收益	(32)	24	19	0
在建工程	4,831	1,966	2,466	3,466	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,367	2,367	2,367	2,367	减值损失	(56)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	272	272	272	272	营业利润	5,008	5,338	5,870	6,340
其他非流动资产	1,695	1,695	1,695	1,695	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	46,658	50,786	54,253	57,983	利润总额	5,015	5,338	5,870	6,340
流动负债	5,526	6,591	6,710	6,824	减:所得税	836	801	880	951
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,198	1,198	1,198	1,198	净利润	4,178	4,538	4,989	5,389
经营性应付款项	3,149	3,535	3,604	3,671	减:少数股东损益	276	272	299	323
合同负债	529	880	908	934	归属母公司净利润	3,903	4,265	4,690	5,066
其他流动负债	650	978	1,000	1,021	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.84	2.01	2.21	2.39
非流动负债	8,305	8,305	8,305	8,305	EBIT	5,260	5,605	6,098	6,494
长期借款	8,224	8,224	8,224	8,224	EBITDA	8,073	8,207	8,735	9,133
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.71	19.71	20.60	21.38
租赁负债	47	47	47	47	归母净利率(%)	11.40	12.11	12.91	13.56
其他非流动负债	34	34	34	34	收入增长率(%)	25.55	2.90	3.11	2.88
负债合计	13,830	14,896	15,014	15,129	归母净利润增长率(%)	9.14	9.30	9.95	8.01
归属母公司股东权益	31,018	33,809	36,857	40,150					
少数股东权益	1,810	2,082	2,381	2,704					
所有者权益合计	32,828	35,891	39,238	42,854					
负债和股东权益	46,658	50,786	54,253	57,983					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,968	6,312	7,852	8,275	每股净资产(元)	14.61	15.92	17.36	18.91
投资活动现金流	(5,075)	(1,991)	(981)	(1,000)	最新发行在外股份(百万股)	2,123	2,123	2,123	2,123
筹资活动现金流	(388)	(1,782)	(1,929)	(2,061)	ROIC(%)	10.88	10.87	11.02	10.93
现金净增加额	(476)	2,558	4,942	5,214	ROE-摊薄(%)	12.58	12.62	12.72	12.62
折旧和摊销	2,812	2,601	2,637	2,639	资产负债率(%)	29.64	29.33	27.67	26.09
资本开支	(5,075)	(2,015)	(1,000)	(1,000)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.05	11.02	10.02	9.28
营运资本变动	(2,312)	(1,091)	(43)	(40)	P/B (现价)	1.52	1.39	1.28	1.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>