

2025 年 04 月 20 日

华鲁恒升（600426.SH）

业绩稳中有增，经营韧性凸显

投资要点

- ◆ **事件：**华鲁恒升发布 2024 年报，2024 年实现营收 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%；扣非归母净利润 38.70 亿元，同比增长 4.49%；毛利率 18.71%，同比下降 2.14pct。24Q4 单季度，实现营收 90.46 亿元，同比增长 14.31%，环比增长 10.26%；归母净利润 8.54 亿元，同比增长 31.61%，环比增长 3.52%；扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 1.38%，环比增长-1.38%；毛利率 15.10%，同比下滑 2.67pct，环比下滑 2.46pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税），拟分红金额 6.37 亿元，叠加 2024 年半年度分红 6.37 亿元，2024 年合计分红金额 12.74 亿元，占 2024 年度归母净利润 32.64%。
- ◆ **顶住市场压力，降本提质，经营稳中有进。**2024 年，受产能过剩、需求偏弱、同质竞争加剧等因素影响，化工行业景气度较低，大部分产品价格持续下行、低位震荡，企业经营面临较大压力。面对诸多困难因素，公司直面市场，顶住压力，深挖潜力降本增效、外拓市场提质增盈，统筹存量优化和增量升级，发挥成本领先优势，保持了运营稳中有进的良好势头，行业竞争力得到进一步巩固。分板块看，2024 年公司新能源材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品收入分别为 164.33、25.11、72.97、40.70 亿元，同比变化 6.19%、-6.12%、28.55%、98.34%；毛利率分别为 13.07%、6.54%、29.90%、27.62%，同比提升-4.17pct、-6.33pct、-5.17pct、6.67pct；销量分别为 255.22、58.74、471.15、155.04 万吨，同比变化 17.12%、12.62%、44.54%、116.72%。展望后市，化工行业景气度偏低，直观表现为产能过剩、需求偏弱、同质化竞争严重。华鲁将一方面深入研究传统产业改造提升和未来产业超前布局，统筹推进内涵式发展和高端化发展；一方面苦练内功，巩固存量的低成本、精益化、可持续竞争优势，进一步夯实管理基础，降本增效、提质增盈，提升公司应对周期波动能力。公司预计 2025 年实现销售收入 347 亿元。
- ◆ **存量优化+增量升级，积极提供新动能。**华鲁恒升以煤化工平台为基础，依托洁净煤气化技术，构建了可持续发展的产业技术平台，协同推动德州本部及荆州基地“一体两翼”发展。公司深入挖潜增效，低成本优势得到进一步巩固，深耕销售渠道，拓展市场空间，主要产品市场占有率稳中有升，着眼节能降耗、扩能增盈，积极实施在线优化创新，以技术升级发掘装置潜力，确保了装置安全、稳定、高效、长周期运行，继续保持行业先进水平，传统产品扩能提质、扩市增盈，液氨、醋酸市场占有率显著提升，有机胺产品市场占有率保持前列，新能源新材料产品拓宽应用领域，组合营销，做到利润最大化。截止 2024 年报，公司拥有尼龙 6 切片、己二酸、碳酸二甲酯、尿素、DMF、醋酸产能分别为 20、52.66、60、307、48、150 万吨，产能利用率分别为 112.47%、52.33%、102.11%、111.99%、47.68%、96.15%，己二酸产能利用率较低主因 2024 年底新增投产 20 万吨，投产时间较短，后续有望逐步爬坡贡献增量。产品市场地位方面，公司已二酸国内市占率约 20%；异辛醇市占率约 10%；碳酸二甲酯产能全球第一，国内市占率保持 30%以上，国内锂电电解液市占率 60%以上；DMF 国内市占率达 30%；甲胺国内市占率 50%以上。公司统筹存量优

基础化工 | 氮肥III

增持(维持)

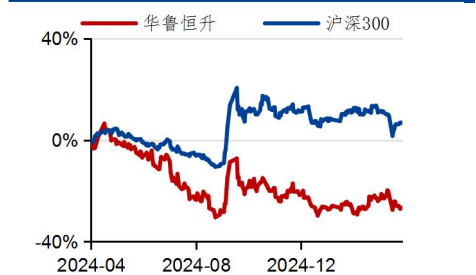
投资评级

股价(2025-04-18)20.76 元

交易数据

总市值（百万元）	44,078.05
流通市值（百万元）	43,994.11
总股本（百万股）	2,123.22
流通股本（百万股）	2,119.18
12 个月价格区间	30.71/20.22

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.16	0.52	-31.55
绝对收益	-4.77	-0.53	-25.03

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsec.cn

相关报告

华鲁恒升：产销显著提升，业绩持续增长-
华金证券-化工-公司快报-华鲁恒升
2024.9.6



化和增量升级，积极推进项目建设。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。

◆ **投资建议：**华鲁恒升为煤化工行业龙头公司，具有一头多线柔性联产和低成本优势，基于自身产业链协同随下游市场变化持续拓展产品线，随经济复苏周期回暖带来业绩弹性。由于宏观环境和行业景气变化，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 366.10(原 377.74)/388.02(原 413.03)/409.59 亿元，同比增长 7.0%/6.0%/5.6%，归母净利润分别为 43.68(原 57.70)/48.87(原 66.88)/53.09 亿元，同比增长 11.9%/11.9%/8.6%，对应 PE 分别为 10.1x/9.0x/8.3x；维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**新增扩产超预期；贸易摩擦风险；下游需求不及预期；原材料大幅波动；项目建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	36,610	38,802	40,959
YoY(%)	-9.9	25.6	7.0	6.0	5.6
归母净利润(百万元)	3,576	3,903	4,368	4,887	5,309
YoY(%)	-43.1	9.1	11.9	11.9	8.6
毛利率(%)	20.9	18.7	19.0	19.8	20.2
EPS(摊薄/元)	1.68	1.84	2.06	2.30	2.50
ROE(%)	11.9	12.7	12.0	12.2	12.0
P/E(倍)	12.3	11.3	10.1	9.0	8.3
P/B(倍)	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
净利率(%)	13.1	11.4	11.9	12.6	13.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	8237	8588	9229
现金	2041	1398	1773	1866	2482
应收票据及应收账款	73	134	110	125	124
预付账款	492	641	823	901	919
存货	1493	1319	1647	1812	1821
其他流动资产	3823	3883	3883	3884	3883
非流动资产	36129	39283	43119	45094	48084
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	28941	30056	32251	33886	35431
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019
其他非流动资产	5241	6859	8292	8410	9634
资产总计	44051	46658	51356	53682	57313
流动负债	5788	5526	6646	6651	7277
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3807	3149	3298	3469	3639
其他流动负债	1781	2377	3347	3181	3638
非流动负债	7826	8305	7427	5906	4469
长期借款	7348	8224	7347	5826	4389
其他非流动负债	478	80	80	80	80
负债合计	13614	13830	14073	12557	11746
少数股东权益	1547	1810	1897	2020	2188
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425
留存收益	24581	26573	29603	33009	36734
归属母公司股东权益	28891	31018	35386	39105	43379
负债和股东权益	44051	46658	51356	53682	57313

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4715	4968	7343	7909	9522
净利润	3622	4178	4455	5010	5477
折旧摊销	2053	2800	2684	3068	3460
财务费用	68	220	209	163	103
投资损失	-8	32	0	0	0
营运资金变动	-841	-2369	-6	-332	481
其他经营现金流	-179	106	0	0	0
投资活动现金流	-7280	-5075	-6519	-5044	-6450
筹资活动现金流	2658	-388	-448	-2772	-2456

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.68	1.84	2.06	2.30	2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.34	3.46	3.72	4.48
每股净资产(最新摊薄)	13.61	14.61	16.67	18.42	20.43

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27260	34226	36610	38802	40959
营业成本	21576	27821	29657	31132	32698
营业税金及附加	190	201	230	255	263
营业费用	60	89	92	97	102
管理费用	336	335	366	388	410
研发费用	578	661	732	776	819
财务费用	68	220	209	163	103
资产减值损失	-36	-56	-49	-49	-57
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
投资净收益	8	-32	0	0	0
营业利润	4428	5008	5275	5942	6507
营业外收入	8	7	0	0	0
营业外支出	156	1	0	0	0
利润总额	4281	5015	5275	5942	6507
所得税	658	836	820	932	1029
税后利润	3622	4178	4455	5010	5477
少数股东损益	47	276	87	123	168
归属母公司净利润	3576	3903	4368	4887	5309
EBITDA	6769	8315	8168	9173	10070

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.9	25.6	7.0	6.0	5.6
营业利润(%)	-41.8	13.1	5.3	12.6	9.5
归属于母公司净利润(%)	-43.1	9.1	11.9	11.9	8.6
获利能力					
毛利率(%)	20.9	18.7	19.0	19.8	20.2
净利率(%)	13.1	11.4	11.9	12.6	13.0
ROE(%)	11.9	12.7	12.0	12.2	12.0
ROIC(%)	10.9	11.3	10.4	11.0	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	29.6	27.4	23.4	20.5
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	488.1	331.4	300.0	330.0	330.0
应付账款周转率	7.9	8.0	9.2	9.2	9.2
估值比率					
P/E	12.3	11.3	10.1	9.0	8.3
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	6.5	6.5	5.7	5.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn