

华鲁恒升（600426.SH）

以量补价推动整体业绩提升，看好荆州二期项目逐步投产-华鲁恒升
2024 年报及 2025 年一季报点评

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,260	34,226	34,423	38,571	39,880
上升率 yoy（%）	-9.9	25.6	0.6	12.1	3.4
归母净利润（百万元）	3,576	3,903	3,853	4,429	5,239
上升率 yoy（%）	-43.1	9.1	-1.3	14.9	18.3
ROE（%）	11.9	12.7	10.9	11.5	12.4
EPS 最新摊薄（元）	1.68	1.84	1.81	2.09	2.47
P/E（倍）	12.4	11.3	11.5	10.0	8.4
P/B（倍）	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件 1: 2025 年 3 月 28 日，华鲁恒升发布 2024 年年报。公司 2024 年收入为 342.26 亿元，同比上升 25.55%；归母净利润为 39.03 亿元，同比上升 9.14%；扣非归母净利润为 38.70 亿元，同比上升 4.49%。对应公司 4Q24 营业收入为 90.46 亿元，环比上升 10.26%；归母净利润为 8.54 亿元，环比上升 3.52%。

事件 2: 2025 年 4 月 25 日，华鲁恒升发布 2025 年一季报，1Q25 公司营业收入为 77.72 亿元，同比下降 2.59%；归母净利润为 7.07 亿元，同比下降 33.65%。

点评: 荆州一期项目逐步放量，以量补价推动公司整体业绩增长。公司 2024 年新能源新材料相关产品/肥料/有机胺/醋酸及衍生品板块收入分别为 164.33/72.97/25.11/40.70 亿元，YoY 分别为 6.19%/28.55%/-6.12%/98.34%，毛利率分别为 13.07%/29.90%/6.54%/27.62%，同比变化 -4.17/-5.17/-6.33/6.67pcts。

销量方面，根据公司 2024 年年报披露，2024 年公司新能源新材料相关产品销量为 255.22 万吨，同比上升 17.12%；有机胺销量为 58.74 万吨，同比上升 12.62%；肥料销量为 471.15 万吨，同比上升 44.54%；醋酸及衍生品销量为 155.04 万吨，同比上升 116.72%。我们认为公司主要产品销量的增长与荆州一期项目产能逐步放量以及德州本部装置的技术改造扩能有关。

产品价格方面，受化工行业景气度走低影响，2024 年公司尿素、异辛醇、己二酸、醋酸、碳酸二甲酯等主要产品价格下行。根据公司 2023 及 2024 年度主要经营数据公告披露，2024 年公司主要产品尿素/己二酸/己内酰胺/醋酸/碳酸二甲酯价格变动区间均值为 2040/8050/10795/2790/4380 元/吨，YoY 分别为 -14.11%/-7.47%/5.89%/-14.94%/-5.91%。

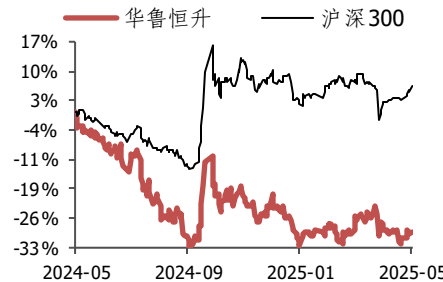
原材料价格方面，2024 年公司主要原材料原料煤/苯/丙烯价格变动区间均值为 843.5/7377.5/6200 元/吨，YoY 分别为 -15.65%/11.44%/1.81%。

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 5 月 12 日收盘价（元）	20.85
总市值（百万元）	44,269.14
流通市值（百万元）	44,184.83
总股本（百万股）	2,123.22
流通股本（百万股）	2,119.18
近 3 月日均成交额（百万元）	402.93

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《装置检修影响 3Q24 单季度利润，荆州二期项目持续推进》2024-11-11
- 《荆州一期贡献增量，收入利润双增，看好荆州二期项目建设》2024-09-10

费用方面，2024 年公司销售费用同比上升 47.95%，销售费用率为 0.26%，同比上升 0.04pcts；财务费用同比上升 223.39%，财务费用率为 0.64%，同比上升 0.39pcts；管理费用同比下降 0.16%，管理费用率为 0.98%，同比下降 0.25pcts；研发费用同比上升 14.23%，研发费用率为 1.93%，同比下降 0.19pcts。

2024 年公司经营活动产生的现金流净额变化较小。公司经营性活动产生的现金流净额为 49.68 亿元，同比上升 5.36%；投资活动产生的现金流净额为 -50.75 亿元，同比上升 30.29%；筹资活动产生的现金流净额为 -3.88 亿元，同比下降 114.60%；期末现金及等价物余额为 13.95 亿元，同比下降 25.42%。应收账款同比上升 47.37%，应收账款周转率有所下降，从 2023 年的 570.76 次下降到 486.9 次；存货同比下降 11.67%，存货周转率有所上升，从 2023 年的 16.19 次上升到 19.79 次。

1Q25 公司主要产品价格同比下跌，公司业绩短期承压。根据公司 2024 及 2025 年一季度主要经营数据公告披露，1Q25 公司主要产品尿素/己二酸/己内酰胺/醋酸/碳酸二甲酯价格变动区间均值为 1755/6925/9275/2530/4060 元/吨，YoY 分别为 -17.61%/-17.56%/-19.38%/-9.32%/-0.25%。

公司双基地协同并进，产能释放带来业绩新动能。根据公司 2024 年 11 月 22 日投产公告显示，荆州二期 52 万吨/年蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目进入试生产阶段，该项目以液氨和 CO₂ 为原料生产中间原料熔融尿素，产能为 52 万吨/年。根据公司 2024 年 12 月 12 日投产公告显示，德州基地尼龙 66 高端新材料项目 20 万吨/年己二酸装置进入试生产阶段，预计新增 20 万吨/年己二酸产能。根据公司 2025 年 2 月 26 日投产公告显示，酰胺原料优化升级项目进入试生产阶段，项目建成投产后，年产饱和脂环醇 20 万吨，副产环己烷 4.28 万吨。我们看好公司通过双基地协同运营，实现“一体两翼”“双航母化”发展，未来随着荆州二期项目的逐步投产，预计公司业绩仍有增长空间。

投资建议：我们预计华鲁恒升 2025-2027 年收入分别为 344.23/385.71/398.80 亿元，同比上升 0.6%/12.1%/3.4%，归母净利润分别为 38.53/44.29/52.39 亿元，同比变化为 -1.3%/14.9%/18.3%，对应 EPS 分别为 1.81/2.09/2.47 元。结合公司 5 月 12 日收盘价，对应 PE 分别为 12/10/8 倍。我们看好公司通过双基地协同运营，实现“一体两翼”“双航母化”发展，未来随着荆州二期项目的逐步投产，预计公司业绩仍有增长空间，维持“买入”评级。

风险提示：项目进度不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、政策变化的风险、产品需求不及预期的风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	11928	12318	16016
现金	2041	1398	5932	5844	9933
应收票据及应收账款	73	134	74	159	82
其他应收款	2	2	2	3	2
预付账款	492	641	499	778	542
存货	1493	1319	1540	1653	1576
其他流动资产	3821	3881	3881	3881	3881
非流动资产	36129	39283	37467	38922	37600
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	28941	30056	28830	30366	29399
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019
其他非流动资产	5241	6859	6060	5757	5182
资产总计	44051	46658	49395	51240	53615
流动负债	5788	5526	6832	6895	6969
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3807	3149	3923	3975	4011
其他流动负债	1781	2377	2908	2919	2958
非流动负债	7826	8305	6409	4941	3033
长期借款	7348	8224	6329	4861	2953
其他非流动负债	478	80	80	80	80
负债合计	13614	13830	13241	11836	10003
少数股东权益	1547	1810	1887	1998	2164
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425
留存收益	24581	26573	29499	32853	36858
归属母公司股东权益	28891	31018	34267	37406	41448
负债和股东权益	44051	46658	49395	51240	53615

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	7474	6897	8840
净利润	3622	4178	3930	4540	5405
折旧摊销	2053	2800	2544	2773	3034
财务费用	68	220	138	11	-107
投资损失	-8	32	-11	-6	2
营运资金变动	-841	-2369	820	-484	441
其他经营现金流	-179	106	54	64	64
投资活动现金流	-7280	-5075	-717	-4223	-1716
资本支出	8711	5081	727	4228	1712
长期投资	1400	0	0	0	0
其他投资现金流	31	6	10	5	-4
筹资活动现金流	2658	-388	-2223	-2762	-3035
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	4092	876	-1895	-1468	-1908
普通股增加	0	-0.1	0	0	0
资本公积增加	67	40	0	0	0
其他筹资现金流	-1701	-1104	-328	-1294	-1127
现金净增加额	101	-476	4534	-88	4089

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27260	34226	34423	38571	39880
营业成本	21576	27821	28285	31592	31944
营业税金及附加	190	201	216	254	256
销售费用	60	89	76	84	92
管理费用	336	335	354	396	425
研发费用	578	661	641	765	787
财务费用	68	220	138	11	-107
资产和信用减值损失	-36	-56	-53	-62	-62
其他收益	10	197	62	76	86
公允价值变动收益	-6	0	-1	-2	-2
投资净收益	8	-32	11	6	-2
资产处置收益	-0.03	0.06	0	0	0
营业利润	4428	5008	4732	5488	6502
营业外收入	8	7	16	15	11
营业外支出	156	1	95	118	92
利润总额	4281	5015	4653	5385	6421
所得税	658	836	722	845	1016
净利润	3622	4178	3930	4540	5405
少数股东损益	46.53	276	77.08	111	166
归属母公司净利润	3576	3903	3853	4429	5239
EBITDA	6404	8050	7330	8170	9352
EPS (元/股)	1.68	1.84	1.81	2.09	2.47

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	0.6	12.1	3.4
营业利润 (%)	-41.8	13.1	-5.5	16.0	18.5
归属母公司净利润 (%)	-43.1	9.1	-1.3	14.9	18.3
获利能力					
毛利率 (%)	20.9	18.7	17.8	18.1	19.9
净利率 (%)	13.3	12.2	11.4	11.8	13.6
ROE (%)	11.9	12.7	10.9	11.5	12.4
ROIC (%)	10.0	10.8	9.6	10.4	11.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.9	29.6	26.8	23.1	18.7
净负债比率 (%)	19.1	24.5	5.7	1.8	-12.1
流动比率	1.4	1.3	1.7	1.8	2.3
速动比率	0.8	0.6	1.2	1.1	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	570.8	486.9	486.9	486.9	486.9
应付账款周转率	8.7	9.9	9.9	9.9	9.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.68	1.84	1.81	2.09	2.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.22	2.34	3.52	3.25	4.16
每股净资产 (最新摊薄)	13.61	14.61	16.12	17.58	19.47
估值比率					
P/E	12.4	11.3	11.5	10.0	8.4
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.1	6.7	6.6	5.8	4.4

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686