股票投资评级

买入|维持

个股表现

资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	20.86
总股本/流通股本（亿股）	21.23 / 21.19
总市值/流通市值（亿元）	443 / 442
52 周内最高/最低价	29.08 / 19.88
资产负债率(%)	29.6%
市盈率	11.33
第一大股东	山东华鲁恒升集团有限公司

研究所

分析师：张泽亮
SAC 登记编号：S1340523100003
Email：zhangzeliang@cnpsec.com
分析师：许灿杰
SAC 登记编号：S1340525040002
Email：xucanjie@cnpsec.com

华鲁恒升(600426)

低成本煤化工龙头，回购彰显信心

- **事件：**公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年实现营业收入 342.26 亿元，同比增加 25.55%；实现归母净利润 39.03 亿元，同比增加 9.14%；实现扣非归母净利润 38.70 亿元，同比增加 4.49%，25Q1 实现营收 77.72 亿元，同比-2.59%，环比-14.09%；归母净利润为 7.07 亿元，同比-33.65%，环比-17.20%；实现扣非归母净利润 7.03 亿元，同比-34.18%，环比-13.32%。
- **24 年量上有增，25 年 Q1 产品价格承压：**2024 年全年公司分业务来看，肥料/有机胺/醋酸及衍生品/新能源新材料相关产品业务实现销量分别为 145.46/12.61/35.91/114.89 万吨，同比分别+28.50%/-20.89%/-3.93%/+12.90%。据 Wind，2025Q1 公司主要产品尿素/己二酸/醋酸/己内酰胺/碳酸二甲酯平均售价分别为 1761/7844/2768/10230/3374 元/吨，同比-20.40%/-19.10%/-11.29%/-23.49%/-10.96%，公司主要原材料动力煤/烟煤/纯苯/丙烯平均售价分别为 708/798/7107/6805 元/吨，同比-19.52%/-4.35%/-14.54%/-0.60%。公司 2025 年一季度产品有所下滑，影响公司业绩，展望后续，产品价格基本上触底，原料成本端动力煤价格持续下行，公司产品价差有望走扩。
- **在建产能逐步释放，公司回购彰显信心：**2024 年，公司协同推进两地项目建设，增厚发展动能，尼龙 66 高端新材料项目 20 万吨/年己二酸装置投产、酰胺原料优化升级项目 20 万吨/年饱和脂肪醇投产、荆州恒升蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目和碳酸氢铵装置投产。2025 年 5 月 10 日，公司发布回购报告书，拟回购金额不低于 2 亿元，不超过 3 亿元用于注销并减少注册资本，回购注销注册资本彰显公司管理层对于未来长期发展的信心。
- **盈利预测和投资建议：**我们看好公司德州本部及荆州恒升“一体两翼”“双航母”发展，未来随着产能逐步释放，业绩有望进一步增厚预计公司 2025~2027 年归母净利润为 38.87/44.62/50.45 亿元折合 EPS 分别为 1.83，2.10，2.38 元，目前股价对应 PE 估值分别为 11.32/9.86/8.72 倍，维持“买入”投资评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、产能建设进度不及预期、贸易摩擦加剧、宏观经济增长不及预期等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	342	348	385	408
增长率(%)	25.55	1.78	10.58	5.85
EBITDA（亿元）	80.73	77.99	85.70	93.41
归属母公司净利润（亿元）	39.03	38.87	44.62	50.45
增长率(%)	9.14	-0.39	14.80	13.06
EPS(元/股)	1.84	1.83	2.10	2.38
市盈率（P/E）	11.27	11.32	9.86	8.72
市净率（P/B）	1.42	1.31	1.20	1.10
EV/EBITDA	6.68	0.43	-0.43	-1.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表				
营业收入	342	348	385	408
营业成本	278	287	315	329
税金及附加	2	2	3	3
销售费用	1	1	1	1
管理费用	3	3	4	4
研发费用	7	7	8	8
财务费用	2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	50	48	55	62
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	50	48	55	62
所得税	8	7	8	9
净利润	42	41	47	53
归母净利润	39	39	45	50
每股收益（元）	1.84	1.83	2.10	2.38
资产负债表				
货币资金	14	64	133	198
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1	1	1	1
预付款项	6	8	8	8
存货	13	16	18	18
流动资产合计	74	136	208	273
固定资产	301	279	255	230
在建工程	48	41	35	30
无形资产	24	23	23	22
非流动资产合计	393	364	333	302
资产总计	467	500	542	576
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	31	35	43	41
其他流动负债	24	26	27	27
流动负债合计	55	61	70	68
其他	83	83	83	83
非流动负债合计	83	83	83	83
负债合计	138	144	153	151
股本	21	21	21	21
资本公积金	24	24	24	24
未分配利润	255	276	299	325
少数股东权益	18	20	22	25
其他	10	15	22	29
所有者权益合计	328	356	389	425
负债和所有者权益总计	467	500	542	576

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	25.6%	1.8%	10.6%	5.8%
营业利润	13.1%	-3.9%	14.8%	13.1%
归属于母公司净利润	9.1%	-0.4%	14.8%	13.1%
获利能力				
毛利率	18.7%	17.7%	18.2%	19.2%
净利率	11.4%	11.2%	11.6%	12.4%
ROE	12.6%	11.6%	12.2%	12.6%
ROIC	10.4%	9.1%	9.8%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	29.6%	28.8%	28.3%	26.2%
流动比率	1.33	2.24	2.96	4.04
营运能力				
应收账款周转率	486.90	460.70	511.77	474.23
存货周转率	19.79	19.41	18.21	18.27
总资产周转率	0.75	0.72	0.74	0.73
每股指标（元）				
每股收益	1.84	1.83	2.10	2.38
每股净资产	14.61	15.82	17.24	18.84
估值比率				
PE	11.27	11.32	9.86	8.72
PB	1.42	1.31	1.20	1.10

现金流量表				
净利润	42	41	47	53
折旧和摊销	28	30	30	31
营运资本变动	-23	-5	7	-3
其他	3	0	0	0
经营活动现金流净额	50	66	84	81
资本开支	-51	0	0	0
其他	0	-1	0	0
投资活动现金流净额	-51	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0
债务融资	16	-2	0	0
其他	-20	-13	-15	-16
筹资活动现金流净额	-4	-15	-15	-16
现金及现金等价物净增加额	-5	50	70	65

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048