



华鲁恒升（600426.SH）：业绩短期承压，新项目建设积极推进

2025年8月25日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

公司报告

华鲁恒升发布 2025 年中报：公司上半年实现营业收入 157.64 亿元，YoY-7.14%，实现归母净利润 15.69 亿元，YoY-29.47%。公司发布半年度利润分配预案，拟每股派发现金红利 0.25 元（含税）。

产品价格下滑，拖累公司业绩增长。上半年，公司主要品尿素、异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯等价格同承压下行。公司新能源新材料相关产品销量同比增长 14%，营收同比下滑 8%；化学肥料销量同比增长 33%，营收同比增长 6%；有机胺系列产品销量同比下滑 1%，营收同比下滑 9%；醋酸及衍生品销量同比下滑 2%，营收同比下滑 16%。整体来看，公司产品销量的增长未能抵消价格的降幅，拖累公司整体业绩增长。

持续推进新项目建设，为公司后续发展提供新动能。公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。上半年，公司酰胺原料优化升级项目建成投产、20 万吨/年二元酸项目接近收尾阶段；荆州基地的 BDO 和 NMP 一体化项目均已接近收尾；同时，多个储备项目已启动前期准备工作，为公司后继发展提供新动能。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。根据公司中报，我们相应调整公司盈利预测，我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 35.70、37.92 和 40.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.68、1.79 和 1.93 元，当前股价对应 P/E 值分别为 15、14 和 13 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,260	34,226	34,898	36,541	38,458
增长率（%）	-9.87%	25.55%	1.96%	4.71%	5.25%
归母净利润（百万元）	3,576	3,903	3,570	3,792	4,093
增长率（%）	-43.14%	9.14%	-8.52%	6.21%	7.94%
净资产收益率（%）	12.38%	12.58%	10.72%	10.55%	10.55%
每股收益（元）	1.68	1.84	1.68	1.79	1.93
PE	15	13	15	14	13
PB	1.82	1.70	1.58	1.46	1.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

华鲁恒升是多业联产的现代化工企业，主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间品等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局，推动传统产能改造升级，积极发展合成气下游深加工项目，与石油化工下游产业链融合，打造高端新材料板块。

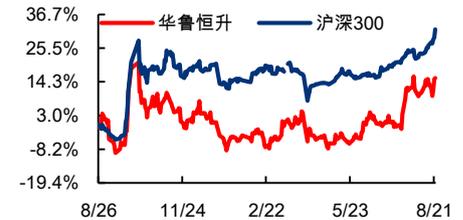
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	26.6-19.96
总市值（亿元）	526.13
流通市值（亿元）	525.13
总股本/流通 A 股（万股）	212,322/212,322
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.31

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	7923	7374	8930	16583	22076	营业收入	27260	34226	34898	36541	38458
货币资金	2041	1398	3428	11007	16414	营业成本	21576	27821	28769	30071	31590
应收账款	57	84	85	89	94	营业税金及附加	190	201	205	215	226
其他应收款	18	52	53	56	59	营业费用	60	89	91	95	100
预付款项	492	641	505	528	555	管理费用	336	335	342	358	376
存货	1493	1319	978	1022	1074	财务费用	68	220	158	104	0
其他流动资产	3821	3881	3881	3881		直损失	33	28	-7	1	1
非流动资产合计	36129	39283	39251	37027	34679	公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	8	-32	-32	-32	-32
固定资产	32142	34888	34959	32830	30572	营业利润	4428	5008	4635	4960	5390
无形资产	1947	2367	2310	2252	2194	营业外收入	8	7	7	7	7
其他非流动资产	2040	2028	1982	1944	1913	营业外支出	156	1	1	1	1
资产总计	44051	46658	48181	53610	56755	利润总额	4281	5015	4642	4966	5396
流动负债合计	5788	5526	4455	6912	6798	所得税	658	836	774	828	900
短期借款	200	0	0	0	0	净利润	3622	4178	3867	4138	4496
应付账款	3314	2304	2382	2490	2616	少数股东损益	47	276	297	346	403
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	3576	3903	3570	3792	4093
一年内到期的非流动负债	282	1198	0	0	0	EBITDA	6355	7759	7535	7948	8341
非流动负债合计	7826	8305	8305	8305	8305	EPS (元)	1.68	1.84	1.68	1.79	1.93
长期借款	7348	8224	8224	8224	8224	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
负债合计	13614	13830	12760	15216	15103	成长能力					
少数股东权益	1547	1810	2107	2453	2856	营业收入增长	-10%	26%	2%	5%	5%
实收资本(或股本)	2123	2123	2123	2123	2123	营业利润增长	-42%	13%	-7%	7%	9%
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425	归属于母公司净利润增长	-43%	9%	-9%	6%	8%
未分配利润	23520	25511	27451	29698	32144	获利能力					
归属母公司股东权益合计	28891	31018	33315	35941	38796	毛利率(%)	21%	19%	18%	18%	18%
负债和所有者权益	44051	46658	48181	53610	56755	净利率(%)	13%	11%	10%	10%	11%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						2023A					
						2024A					
						2025E					
						2026E					
						2027E					
经营活动现金流	4715	4968	7659	9849	7644	偿债能力					
净利润	3576	3903	3570	3792	4093	资产负债率(%)	31%	30%	26%	28%	27%
折旧摊销	2053	2800	3033	3224	3348	流动比率	1.37	1.33	2.00	2.40	3.25
财务费用	68	220	158	104	0	速动比率	1.11	1.10	1.78	2.25	3.09
应收帐款减少	-18	-27	-2	-4	-5	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.75	0.74	0.72	0.70
投资活动现金流	-7280	-5075	-3000	-1000	-1000	应收账款周转率	570.76	486.90	412.63	418.06	419.10
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0	应付账款周转率	11.04	12.18	14.89	15.00	15.06
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	8	-32	-32	-32	-32	每股收益(最新摊薄)	1.68	1.84	1.68	1.79	1.93
筹资活动现金流	2658	-388	-2629	-1269	-1238	每股净现金流(最新摊薄)	0.05	-0.22	0.96	3.57	2.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	13.61	14.61	15.69	16.93	18.27
长期借款增加	4092	876	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.71	13.48	14.74	13.88	12.85
资本公积增加	67	40	0	0	0	P/B	1.82	1.70	1.58	1.46	1.36
现金净增加额	101	-476	2030	7579	5406	EV/EBITDA	9.19	7.82	7.62	6.27	5.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

10 余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉, 包括 2016~2018 年水晶球公募榜连续入围, 2017 年水晶球公募榜第一名、总榜第二名, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526