


公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 08 月 25 日

基础数据

08 月 22 日收盘价（元）	24.78
总市值（亿元）	526.13
总股本（亿股）	21.23

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证化工】华鲁恒升（600426）2024 年年报点评：景气低谷下业绩触底回升，在建项目逐步落地，继续看好公司配置价值-2025.03.31

【兴证化工】华鲁恒升（600426）2024 年三季报点评：检修拖累+景气低谷，业绩彰显韧性，继续看好公司配置价值-2024.10.31

【兴证化工】华鲁恒升（600426）2024 年半年报点评：业绩符合预期，景气低谷彰显韧性，继续看好化工核心资产安全边际-2024.08.25

分析师：吉金

S0190522030003

jijin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190521100002

zhangxun19@xyzq.com.cn

华鲁恒升(600426.SH)

业绩环比继续增长，新项目陆续投产，继续看好公司配置价值

投资要点：

- **事件：**华鲁恒升发布 2025 年半年报，报告期内公司实现营业收入 157.64 亿元，同比下滑 7.14%；实现归母净利润 15.69 亿元，同比下滑 29.47%，按最新 21.23 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.74 元，每股经营性净现金流 1.1 元。其中 2025Q2 单季度公司实现营业收入 79.92 亿元，同比下滑 11.17%，环比增长 2.84%；实现营业利润 11.72 亿元，同比下滑 22.31%，环比增长 24.27%；实现归母净利润 8.62 亿元，同比下滑 25.62%，环比增长 21.95%。

公司公告拟以 2025 年半年度权益分派实施时股权登记日的总股本扣减公司回购专用证券账户中股份为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），不送红股，不进行公积金转增股本；本次分配后的未分配利润余额结转至以后年度。

公司公告投资建设气化平台升级改造项，项目立足原煤消耗量不变进行气化装置替代，项目建成投产后，主要产品生产规模为合成气总量 45.09 万 Nm³/h（以有效气 CO+H₂ 计 Nm³/h）；项目建设周期 18 个月。本项目预计总投资为 30.39 亿元，项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决。

公司公告一体化项目部分装置投产，一体化项目主要为年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料，部分装置已打通流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。根据可行性研究报告测算，一体化项目预计总投资 33.87 亿元。

- **产品销量提升以及部分产品盈利环比改善，25Q2 公司主导产品产销量、营收、利润环比增长。**25Q2 公司有机胺、醋酸、新材料等板块销量提升，带动 25Q2 公司营收环比增长，实现营业收入 79.92 亿元，环比增长 2.84%。肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新材料相关产品四大板块分别实现营收 19.81、5.94、8.86、38.66 亿元，环比分别增长 4.37%、5.88%、8.05%、2.98%。**利润方面**，公司部分超跌产品盈利回升，25Q2 单季度实现归母净利润 8.62 亿元，环比增长 21.95%。

产销量方面，公司 25Q2 整体产销量环比 Q1 分别增长 2.91%和 5.02%。有机胺、醋酸及衍生品等板块相关装置开工提升，产量环比分别增长 13.48%和 11.03%，新材料板块产量环比小幅增长 0.36%；销量方面，因传统旺季到来，公司有机胺、醋酸及衍生品、新材料等板块产品销量环比均有不同程度提升，分别增长 8.07%、19.57%和 11.38%，肥料板块销量小幅下滑 1.56%。

价格价差方面，下游需求依旧疲软，煤价下跌导致多数产品价格下跌，尿素、己二酸和 DMF 等超跌产品价差回升。价格方面，由于 25Q2 烟煤(Q5500,山西优混) 价格环比 Q1 下跌 92 元/吨（-12.6%），多数产品失去成本支撑价格下跌。价差方面，公司大部分产品正处于景气底部区域，行业盈利较差，下跌空间有限，部分超跌产品价差回升。以烟煤为起点对主要产品价差进行计算，超跌的尿素、己二酸与 DMF 价差回升较多，环比 25Q1 分别增厚 226 元/吨（+22.8%）、131 元/吨（+11.5%）和 209 元/吨（+8.7%）；醋酸、DMC、草酸价差跌幅较大，环比分别下滑 238 元/吨（-9.6%）、266 元/吨（-7.0%）和 259 元/吨（-6.1%）。异辛醇和己内酰胺价差以波动为主，环比分别-10 元/吨（-0.4%）和-106 元/吨（-4.3%）。

- **德州基地、荆州基地二期等新项目助力公司持续成长。**荆州基地方面，蜜胺树脂单体材料项目、一体化项目部分装置成功投产，30 万吨/年 TDI 项目已经备案，相关项目建成

后预计可进一步丰富荆州公司产品结构，提高其市场竞争力。德州基地方面，酰胺原料优化升级项目建成投产，为产业链延伸奠定坚实基础；20万吨/年二元酸项目已接近收尾阶段。此外，多个储备项目已启动前期准备工作，为公司高质量发展积极争取资源要素，有望助力公司持续成长。

- **当前产品处于景气低谷区域，公司具有较高安全边际。**公司当前综合产品周期位于底部区域，部分产品仍处于行业普亏状态，且部分产品行业已经历较长时间亏损。**综合来看，仅考虑公司自身资本开支所带来的成长性，具有较高安全边际。当前公司依托成本优势多数产品仍能获得较好的盈利，且后续行业处于超跌状态的产品盈利有望修复。**
- **维持“买入”的投资评级。**华鲁恒升是中国成本领先型现代煤化工标杆企业，公司于红海行业凭借不断降本增效、扩大规模、精细管理、穿越周期、持续稳健增长。目前公司荆州基地一期项目运营达效，德州本部装置持续技术改造扩能，实现产品产销持续提高；德州基地优化升级、荆州二期新材料项目建设稳步推进，保障未来持续成长。成本端公司坚持系统挖潜、降本增效，优化工艺降低消耗，以技术升级发掘装置潜力，全方位提高创效能力，产品成本竞争力领先。基于当前产品景气度情况，我们调整公司2025-2027年EPS预测分别至1.66、2.01和2.24元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**全球宏观经济不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	34226	34087	37389	42844
同比增长	25.6%	-0.4%	9.7%	14.6%
归母净利润（百万元）	3903	3529	4258	4751
同比增长	9.1%	-9.6%	20.7%	11.6%
毛利率	18.7%	17.3%	18.3%	17.7%
ROE	12.6%	10.4%	11.3%	11.4%
每股收益（元）	1.84	1.66	2.01	2.24
市盈率	13.5	14.9	12.4	11.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7374	10582	15098	21015
货币资金	1398	4232	7901	12687
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	134	95	104	119
预付款项	641	648	703	811
存货	1319	1409	1527	1762
其他	3883	4198	4863	5636
非流动资产	39283	40643	41441	41849
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	30056	30363	30503	30391
在建工程	4831	5299	5579	5748
无形资产	2367	2789	3186	3557
商誉	0	0	0	0
其他	2028	2192	2173	2154
资产总计	46658	51225	56539	62865
流动负债	5526	6121	6514	7267
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3149	3131	3394	3916
其他	2377	2990	3120	3350
非流动负债	8305	9102	10102	11302
长期借款	8224	9024	10024	11224
其他	80	78	78	78
负债合计	13830	15223	16617	18569
股本	2123	2123	2123	2123
未分配利润	25511	27988	30968	34293
少数股东权益	1810	2059	2360	2696
股东权益合计	32828	36002	39922	44296
负债及权益合计	46658	51225	56539	62865

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3903	3529	4258	4751
折旧和摊销	2812	3324	3702	4092
营运资金的变动	-2312	-94	-454	-379
经营活动产生现金流量	4968	7188	7998	9012
资本支出	-5075	-4500	-4500	-4500
长期投资	0	0	0	0
投资活动产生现金流量	-5075	-4692	-4500	-4500
债权融资	1577	1116	1000	1200
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-388	332	170	274
现金净变动	-476	2835	3668	4786

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34226	34087	37389	42844
营业成本	27821	28176	30547	35245
税金及附加	201	201	224	266
销售费用	89	85	82	86
管理费用	335	300	318	351
研发费用	661	682	748	857
财务费用	220	145	106	54
投资收益	-32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-28	0	0	0
资产减值损失	-28	0	0	0
营业利润	5008	4498	5364	5985
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	5015	4498	5364	5985
所得税	836	720	805	898
净利润	4178	3778	4559	5087
少数股东损益	276	249	301	336
归属母公司净利润	3903	3529	4258	4751
EPS(元)	1.84	1.66	2.01	2.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	25.6%	-0.4%	9.7%	14.6%
营业利润增长率	13.1%	-10.2%	19.3%	11.6%
归母净利润增长率	9.1%	-9.6%	20.7%	11.6%
盈利能力				
毛利率	18.7%	17.3%	18.3%	17.7%
归母净利率	11.4%	10.4%	11.4%	11.1%
ROE	12.6%	10.4%	11.3%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	29.6%	29.7%	29.4%	29.5%
流动比率	1.33	1.73	2.32	2.89
速动比率	0.62	0.99	1.52	2.06
营运能力				
资产周转率	75.5%	69.6%	69.4%	71.8%
每股资料(元)				
每股收益	1.84	1.66	2.01	2.24
每股经营现金	2.34	3.39	3.77	4.24
估值比率(倍)				
PE	13.5	14.9	12.4	11.1
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn