

600426.SH

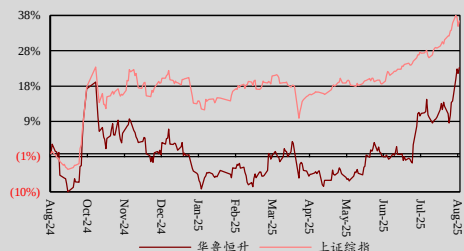
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 26.75

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	26.8	11.0	28.2	22.7
相对上证综指	9.0	4.2	13.2	(12.8)

发行股数 (百万)	2,123.22
流通股 (百万)	2,119.18
总市值 (人民币 百万)	56,796.13
3个月日均交易额 (人民币 百万)	446.29
主要股东	
山东华鲁恒升集团有限公司	32.08%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 8 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《华鲁恒升》20250414
《华鲁恒升》20240827
《华鲁恒升》20240408

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：农化制品

证券分析师：徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

证券分析师：余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

华鲁恒升

二季度归母净利润环比提升，长期投资价值强化

公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业总收入 157.64 亿元，同比下降 7.14%，归母净利润 15.69 亿元，同比减少 29.47%。其中，第二季度实现营收 79.92 亿元，同比减少 11.17%，归母净利润 8.62 亿元，同比减少 25.62%，环比增长 21.95%。公司管理效能进一步优化，荆州基地及德州本部精益求精发展，市场竞争力提升，看好公司长期发展，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩短期承压，管理效能提升。**2025 年上半年公司销售毛利率为 18.01%，同比下降 3.19 pct，受市场需求不佳等因素影响，异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯等产品价格震荡下行，对业绩形成一定拖累。2025 年上半年，公司内部挖潜，降本增效，加大技术创新和科技研发力度，期间费用（销售费用+研发费用+管理费用+财务费用）率为 4.25%，同比增长 0.75 pct，其中，管理费用为 1.55 亿元，同比下降 16.75%，研发费用为 3.52 亿元，同比增长 38.35%。
- **德州基地深度挖潜，荆州基地稳步扩张。**2025 年上半年新能源新材料/有机胺/肥料/醋酸板块实现销量分别为 140.38/28.11/288.40/74.04 万吨，同比分别 +11.99%/-0.60%/+24.93%/-1.90%。实现营收分别为 76.20 亿元/11.55 亿元/ 38.79 亿元/17.06 亿元，同比分别 -8.39%/-8.55%/+6.45%/ -16.33%，毛利率分别为 8.47%/11.98%/30.04%/33.41%，同比分别 -7.03 pct/+3.74pct/-4.54 pct/+6.77pct。2025 年上半年，酰胺原料优化升级项目建成投产。2025 年上半年，荆州基地净利润为 5.41 亿元，同比下降 0.37%，据公司 8 月份公告，华鲁恒升（荆州）有限公司“一体化项目”中的年产 20 万吨 BDO、5 万吨 NMP 装置已打通流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。根据投资建设气化平台升级改造项目的公告，公司拟投资 30.39 亿元，建设气化装置、辅助生产装置和部分配套公用工程，生产合成气总量 45.09 万 Nm³/h（以有效气 CO+H₂ 计 Nm³/h），项目建设周期 18 个月，预计项目投产后可进一步提高公司生产能效和运营效益，提升市场竞争能力。随着荆州基地产品丰富，德州基地深度挖潜，公司市场竞争力有望持续提升。
- **分红与回购并举，长期投资价值强化。**截至 2025 年 6 月 30 日，公司未分配利润为 253.72 亿元，2025 年半年度拟派发现金分红 5.30 亿元，占当期归母净利润的 33.76%。2025 年 5 月 10 日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》，拟使用 2.00-3.00 亿元采用集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份将全部予以注销并减少公司注册资本。截至 2025 年 8 月 23 日，公司已回购金额为 0.97 亿元。公司注重股东回报，分红政策稳健，回购举措得当，长期投资价值进一步强化。

估值

- 基于化工行业结构性产能过剩问题依然严峻，调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.68 元、2.06 元和 2.19 元，当前股价对应的 PE 为 15.9 倍、13.0 倍、12.2 倍，公司管理效能进一步优化，荆州基地及德州本部精益求精发展，市场竞争力提升，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济形势变化；公司新项目投产不及预期；化肥产品价格大幅下跌。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	27,260	34,226	32,723	36,634	36,849
增长率(%)	(9.9)	25.6	(4.4)	12.0	0.6
EBITDA(人民币 百万)	6,550	7,876	7,739	9,049	9,646
归母净利润(人民币 百万)	3,576	3,903	3,577	4,382	4,640
增长率(%)	(43.1)	9.1	(8.4)	22.5	5.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.68	1.84	1.68	2.06	2.19
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	1.90	2.18	2.37
调整幅度 (%)	/	/	(11.58)	(5.50)	(7.59)
市盈率(倍)	15.9	14.6	15.9	13.0	12.2
市净率(倍)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(倍)	10.8	7.8	9.0	7.4	6.6
每股股息 (人民币)	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7
股息率(%)	2.2	2.8	2.1	2.5	2.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1.公司 2025 年上半年年报摘要

(亿元)	2025 年上半年度	2024 年上半年度	同比增长(%)
一、营业总收入	157.64	169.75	(7.14)
二、营业总成本	137.10	140.70	(2.56)
其中：营业成本	129.25	133.76	(3.38)
营业税金及附加	1.16	0.99	17.15
销售费用	0.47	0.43	9.13
管理费用	1.55	1.86	(16.75)
研发费用	3.52	2.54	38.35
财务费用	1.16	1.11	4.21
资产减值损失	(0.20)	(0.27)	27.03
三、其他经营收益	0.99	0.46	113.27
公允价值变动收益			
投资收益	(0.13)	(0.23)	44.07
四、营业利润	21.15	28.78	(26.52)
加：营业外收入	0.02	0.04	(50.11)
减：营业外支出	0.00	0.00	94.53
五、利润总额	21.17	28.82	(26.56)
减：所得税	3.85	4.95	(22.16)
六、净利润	17.31	23.87	(27.47)
减：少数股东损益	1.62	1.63	(0.24)
七、归属母公司净利润	15.69	22.24	(29.47)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2025 年第二季度摘要

(亿元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	79.92	89.97	(11.17)
二、营业总成本	68.44	74.96	(8.69)
其中：营业成本	64.23	71.45	(10.10)
营业税金及附加	0.64	0.47	35.67
销售费用	0.23	0.23	(0.37)
管理费用	0.83	0.96	(13.71)
研发费用	1.89	1.32	43.41
财务费用	0.62	0.53	16.84
资产减值损失	(0.06)	(0.04)	(57.23)
三、其他经营收益	0.32	0.39	(17.71)
公允价值变动收益			
投资收益	(0.06)	(0.13)	56.24
四、营业利润	11.72	15.09	(22.31)
加：营业外收入	0.01	0.02	(56.35)
减：营业外支出	0.00	0.00	409.60
五、利润总额	11.73	15.10	(22.37)
减：所得税	2.14	2.60	(17.77)
六、净利润	9.59	12.50	(23.32)
减：少数股东损益	0.97	0.91	5.73
七、归属母公司净利润	8.62	11.59	(25.62)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,260	34,226	32,723	36,634	36,849
营业收入	27,260	34,226	32,723	36,634	36,849
营业成本	21,576	27,821	26,834	29,593	29,517
营业税金及附加	190	201	196	220	221
销售费用	60	89	75	84	85
管理费用	336	335	314	352	354
研发费用	578	661	622	696	700
财务费用	68	220	211	176	127
其他收益	10	197	200	200	200
资产减值损失	(33)	(28)	(30)	(30)	(30)
信用减值损失	(2)	(28)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(6)	0	0	0	0
投资收益	8	(32)	(18)	(18)	(18)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,428	5,008	4,613	5,655	5,987
营业外收入	8	7	10	10	10
营业外支出	156	1	1	1	1
利润总额	4,281	5,015	4,622	5,664	5,996
所得税	658	836	777	951	1,007
净利润	3,622	4,178	3,846	4,712	4,989
少数股东损益	47	276	269	330	349
归母净利润	3,576	3,903	3,577	4,382	4,640
EBITDA	6,550	7,876	7,739	9,049	9,646
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.68	1.84	1.68	2.06	2.19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,923	7,374	7,789	8,437	8,501
货币资金	2,041	1,398	1,969	2,542	2,660
应收账款	57	84	71	82	72
应收票据	16	50	23	20	27
存货	1,493	1,319	1,365	1,430	1,357
预付账款	492	641	552	599	549
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,823	3,883	3,810	3,764	3,835
非流动资产	36,129	39,283	40,699	42,308	43,605
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	28,941	30,056	31,316	32,541	33,627
无形资产	1,947	2,367	2,319	2,270	2,221
其他长期资产	5,241	6,859	7,064	7,497	7,758
资产合计	44,051	46,658	48,488	50,745	52,106
流动负债	5,788	5,526	5,206	5,729	5,091
短期借款	200	0	300	300	100
应付账款	3,314	2,304	2,467	2,548	2,372
其他流动负债	2,274	3,222	2,439	2,882	2,619
非流动负债	7,826	8,305	7,776	6,228	4,752
长期借款	7,348	8,224	7,500	6,000	4,500
其他长期负债	478	80	276	228	252
负债合计	13,614	13,830	12,982	11,958	9,843
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
少数股东权益	1,547	1,810	2,079	2,409	2,758
归属母公司股东权益	28,891	31,018	33,427	36,379	39,505
负债和股东权益合计	44,051	46,658	48,488	50,745	52,106

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,622	4,178	3,846	4,712	4,989
折旧摊销	2,065	2,812	3,097	3,400	3,714
营运资金变动	1,653	(1,074)	235	100	(209)
其他	(2,626)	(949)	422	148	168
经营活动现金流	4,715	4,968	7,599	8,359	8,662
资本支出	(8,711)	(5,081)	(4,510)	(5,010)	(5,010)
投资变动	1,400	0	0	0	0
其他	31	6	(18)	(18)	(18)
投资活动现金流	(7,280)	(5,075)	(4,528)	(5,028)	(5,028)
银行借款	4,292	676	(424)	(1,500)	(1,700)
股权融资	(1,372)	(1,793)	(1,167)	(1,430)	(1,514)
其他	(262)	729	(909)	173	(302)
筹资活动现金流	2,658	(388)	(2,500)	(2,758)	(3,516)
净现金流	94	(495)	571	574	118

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(9.9)	25.6	(4.4)	12.0	0.6
营业利润增长率(%)	(41.8)	13.1	(7.9)	22.6	5.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(43.1)	9.1	(8.4)	22.5	5.9
息税前利润增长率(%)	(40.9)	12.9	(8.3)	21.7	5.0
息税折旧前利润增长率(%)	(30.1)	20.2	(1.7)	16.9	6.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(43.1)	9.1	(8.4)	22.5	5.9
获利能力					
息税前利润率(%)	16.5	14.8	14.2	15.4	16.1
营业利润率(%)	16.2	14.6	14.1	15.4	16.2
毛利率(%)	20.9	18.7	18.0	19.2	19.9
归母净利润率(%)	13.1	11.4	10.9	12.0	12.6
ROE(%)	12.4	12.6	10.7	12.0	11.7
ROIC(%)	8.9	8.7	8.0	9.6	10.1
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
净负债权益比	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	1.7
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	570.8	486.9	423.5	480.0	480.0
应付账款周转率	11.0	12.2	13.7	14.6	15.0
费用率					
销售费用率(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
研发费用率(%)	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9
财务费用率(%)	0.2	0.6	0.6	0.5	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.7	1.8	1.7	2.1	2.2
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	2.3	3.6	3.9	4.1
每股净资产(最新摊薄)	13.6	14.6	15.7	17.1	18.6
每股股息	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.9	14.6	15.9	13.0	12.2
P/B(最新摊薄)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.8	7.8	9.0	7.4	6.6
价格/现金流(倍)	12.0	11.4	7.5	6.8	6.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371