



# 华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 三季度检修不减量,控本抵御行业压力

### 业绩简评

2025年10月29日公司披露三季报,2025年三季度公司实现营业收入235.52亿元,同比下降6.46%,归母净利润23.74亿元,同比下降22.14%;单三季度,实现营业收入77.89亿元,同比下降5.07%,归母净利润8.05亿元,同比下降2.38%。

### 经营分析

三季度产销量仍然维持高位,检修不减量,高负荷开工维持低成本优势。三季度8月份,公司安排一套煤气化装置进行检修,涉及到部分生产装置停车检修,20天左右的检修预估影响营收2.55亿元,但从公司三季度产销量看,三季度公司各个板块生产基本维持平稳,新材料、化肥、有机胺、醋酸销量环比3%、1%、8%、0%。高负荷稳定运行,促使公司维持低成本运行优势,叠加公司不断持续强化成本优势,三季度公司的成本优势持续凸显。三季度根据百川秦皇岛5500大卡动力煤价格看,三季度平均价格环比二季度提升约30元/吨,下游产品均价基本处于同比下行趋势,成本传导相对滞后,但公司依然实现单三季度毛利率19.14%,环比变化极小,形成了利润有效支撑。

荆州基地运行稳健,德州基地进一步挖掘潜力,新项目投产有望逐步提升公司底部盈利。单三季度,公司荆州基地实现盈利约2.8亿元,由于行业供需以及原材料上行影响,环比二季度略有下降,但基本维持相对稳健趋势,相比之下,德州本部虽然有技改,但整体盈利下行幅度明显好于荆州基地,伴随德州本部的新增项目二元酸等相继投产,德州的控本、调节能力仍在稳健发挥作用。

尿素等主流煤化工产品进入明显的底部状态,悲观预期释放充分,边际变化有望获得放大效应。三季度由于原料成本上行,产品供需压力较大,成本传导多数不畅,叠加三季度尿素需求淡季且国内采购推迟,尿素价差有明显收窄,其他煤化工产品的盈利基本进入行业承压状态,预估后续在行业多数产能成本支撑下,进一步下行的空间有限,一旦边际好转,易形成放大性影响。后期公司还有德州基地的煤气化升级改造以及荆州基地的TDI项目提供增量,底部利润有望进一步加厚。

### 盈利预测、估值与评级

预估2025-2027年营收371、411、449亿元,归母净利润38.3、46.7、57.6亿元,EPS为1.8、2.2、2.7元,当前股价对应的PE分别为14、11、9,维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料及产品价格大幅波动风险;新产能投放带来的竞争风险。

### 基础化工组

分析师:陈屹(执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师:杨翼荣(执业S1130520090002)

yangyiying@gjzq.com.cn

市价(人民币):25.27元

### 相关报告:

- 《华鲁恒升公司点评:二季度产销提升,盈利水平改善》, 2025.8.23
- 《华鲁恒升公司点评:一季度生产平稳,关注尿素出口政策》, 2025.4.28
- 《华鲁恒升公司点评:四季度生产放量,关注二季度尿素行业》, 2025.3.29



### 公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	37,080	41,118	44,880
营业收入增长率	-9.87%	25.55%	8.34%	10.89%	9.15%
归母净利润(百万元)	3,576	3,903	3,832	4,669	5,756
归母净利润增长率	-43.14%	9.14%	-1.81%	21.84%	23.27%
摊薄每股收益(元)	1.684	1.838	1.805	2.199	2.711
每股经营性现金流净额	2.22	2.34	3.74	4.02	4.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.38%	12.58%	11.45%	12.81%	14.36%
P/E	15.00	13.75	14.00	11.49	9.32
P/B	1.59	1.82	1.60	1.47	1.34

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,245	27,260	34,226	37,080	41,118	44,880
增长率		-9.9%	25.6%	8.3%	10.9%	9.1%
主营业务成本	-21,491	-21,576	-27,821	-30,569	-33,368	-35,593
%销售收入	71.1%	79.1%	81.3%	82.4%	81.2%	79.3%
毛利	8,754	5,684	6,405	6,511	7,751	9,287
%销售收入	28.9%	20.9%	18.7%	17.6%	18.8%	20.7%
营业税金及附加	-217	-190	-201	-260	-288	-314
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-52	-60	-89	-89	-99	-108
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-262	-336	-335	-408	-452	-494
%销售收入	0.9%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-611	-578	-661	-742	-822	-898
%销售收入	2.0%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	7,613	4,520	5,119	5,013	6,089	7,474
%销售收入	25.2%	16.6%	15.0%	13.5%	14.8%	16.7%
财务费用	-59	-68	-220	-189	-178	-188
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-24	-36	-56	0	0	0
公允价值变动收益	1	-6	0	0	0	0
投资收益	38	8	-32	9	30	30
%税前利润	0.5%	0.2%	n.a	0.2%	0.5%	0.4%
营业利润	7,604	4,428	5,008	4,883	5,951	7,326
营业利润率	25.1%	16.2%	14.6%	13.2%	14.5%	16.3%
营业外收支	-193	-148	7	7	0	0
税前利润	7,411	4,281	5,015	4,890	5,951	7,326
利润率	24.5%	15.7%	14.7%	13.2%	14.5%	16.3%
所得税	-1,123	-658	-836	-758	-922	-1,136
所得税率	15.2%	15.4%	16.7%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	6,288	3,622	4,178	4,132	5,029	6,191
少数股东损益	-2	47	276	300	360	435
归属于母公司的净利润	6,289	3,576	3,903	3,832	4,669	5,756
净利率	20.8%	13.1%	11.4%	10.3%	11.4%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,288	3,622	4,178	4,132	5,029	6,191
少数股东损益	-2	47	276	300	360	435
非现金支出	1,808	2,101	2,868	3,199	3,570	4,066
非经营收益	34	46	234	207	195	209
营运资金变动	-1,130	-1,054	-2,312	401	-258	-91
经营活动现金净流	6,999	4,715	4,968	7,940	8,536	10,375
资本开支	-6,931	-8,705	-5,075	-3,750	-5,867	-6,715
投资	-400	1,400	0	0	0	0
其他	38	25	0	9	30	30
投资活动现金净流	-7,292	-7,280	-5,075	-3,741	-5,837	-6,685
股权募资	754	500	0	-82	0	0
债权募资	1,350	4,106	1,577	-1,614	-545	-1,153
其他	-1,828	-1,948	-1,965	-1,518	-1,924	-2,363
筹资活动现金净流	276	2,658	-388	-3,213	-2,469	-3,516
现金净流量	-13	101	-476	985	230	174

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,849	2,041	1,398	2,370	2,591	2,758
应收款项	2,961	2,362	2,025	3,429	3,802	4,150
存货	1,173	1,493	1,319	1,759	1,920	2,048
其他流动资产	2,598	2,026	2,633	2,267	2,401	2,504
流动资产	8,581	7,923	7,374	9,824	10,713	11,460
%总资产	24.5%	18.0%	15.8%	19.8%	20.3%	20.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	20,617	32,142	34,888	35,257	37,422	39,916
%总资产	58.9%	73.0%	74.8%	71.0%	70.8%	71.0%
无形资产	1,760	2,247	2,639	2,775	2,910	3,068
非流动资产	26,424	36,129	39,283	39,840	42,138	44,787
%总资产	75.5%	82.0%	84.2%	80.2%	79.7%	79.6%
资产总计	35,005	44,051	46,658	49,665	52,851	56,247
短期借款	473	482	1,198	401	1,855	3,702
应付款项	1,885	4,060	3,325	4,363	4,629	4,939
其他流动负债	1,212	1,246	1,003	1,324	1,494	1,674
流动负债	3,571	5,788	5,526	6,088	7,979	10,314
长期贷款	3,257	7,348	8,224	7,424	5,424	2,424
其他长期负债	258	478	80	568	533	527
负债	7,085	13,614	13,830	14,080	13,936	13,265
普通股股东权益	26,923	28,891	31,018	33,475	36,445	40,078
其中：股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
未分配利润	21,642	23,520	25,511	28,069	31,040	34,672
少数股东权益	998	1,547	1,810	2,110	2,470	2,905
负债股东权益合计	35,005	44,051	46,658	49,665	52,851	56,247

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.962	1.684	1.838	1.805	2.199	2.711
每股净资产	12.680	13.607	14.609	15.766	17.165	18.876
每股经营现金净流	3.296	2.221	2.340	3.739	4.020	4.886
每股股利	0.800	0.800	0.600	0.600	0.800	1.000
回报率						
净资产收益率	23.36%	12.38%	12.58%	11.45%	12.81%	14.36%
总资产收益率	17.97%	8.12%	8.36%	7.72%	8.83%	10.23%
投入资本收益率	20.40%	9.99%	10.09%	9.76%	11.14%	12.86%
增长率						
主营业务收入增长率	13.55%	-9.87%	25.55%	8.34%	10.89%	9.15%
EBIT 增长率	-11.58%	-40.63%	13.26%	-2.07%	21.46%	22.74%
净利润增长率	-13.30%	-43.14%	9.14%	-1.81%	21.84%	23.27%
总资产增长率	22.17%	25.84%	5.92%	6.44%	6.42%	6.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
存货周转天数	18.8	22.6	18.4	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	32.4	41.8	36.9	41.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	188.2	387.5	320.5	289.7	274.5	259.6
偿债能力						
净负债/股东权益	1.70%	19.02%	24.44%	15.33%	12.05%	7.84%
EBIT 利息保障倍数	129.4	66.3	23.2	26.5	34.2	39.8
资产负债率	20.24%	30.90%	29.64%	28.35%	26.37%	23.58%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	27	46	85
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.17</b>	<b>1.07</b>	<b>1.08</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究