



# 华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩逐季改善，煤化工优势明显放大

### 业绩简评

2026年3月30日公司披露2025年年报，实现营收309.69亿元，同比下降9.52%；实现归母净利润33.15亿元，同比下降15.04%。Q4实现营收74.16亿元，同比下降18.01%；实现归母净利润9.42亿元，同比增长10.29%。

### 经营分析

四季度煤炭价格经历先涨后跌，煤化工成本有所抬升。四季度，公司运行维持高位稳定，几大主要板块的产量皆有同环比提升，但从销量数据看，化肥、有机胺、醋酸板块的同比数据出现了下行，预估四季度仍有部分产品尚未实现销售兑现盈利。四季度由于煤炭价格小幅提升，公司煤化工产品的成本出现了明显的抬升，但产品销售方面，化肥和新材料板块的销售价格有所下行，整体行业的盈利表现一般，但公司通过持续的成本管控和一头多产的联动效应，保持了公司的盈利相对优势，四季度公司整体的毛利率环比三季度提升2.5个百分点，核心竞争优势进一步提升。

中东局势带动油气价格大幅提升，公司煤化工板块的相对优势明显提升。公司的产业链主要集中于农、化两个方向，在化工领域以甲醇、合成气为核心节点的业务板块价差已经出现了明显提升，一季度煤炭价格环比四季度有所下行，而甲醇价格环比四季度出现了明显的提升，且伴随海外天然气价格进一步维持高位，这种价差放大的影响还在提升，短期看公司多数化工产品的节点以甲醇为主要联动，已经开始能够实现盈利改善；而化肥板块短期有国内保供稳价的政策限制，但伴随春耕结束，出口有望逐步放开，带动企业获得出口高价格的利润兑现，届时公司整体的煤化工板块的相对优势将有望在2026年上半年获得进一步提升，实现逐季度增长。

新项目稳步推进，提供平台增量。公司气化平台升级改造项目稳步推进，将带动公司老旧设备实现升级，煤气化平台优势将进一步加强，华鲁恒升(荆州)有限公司发生工商变更，注册资本由50亿增至70亿元，为公司在荆州基地的新品布局形成资金基础。

### 盈利预测、估值与评级

预估2026-2028年营收353、397、433亿元，归母净利润46.25、53.08、61.21亿元，EPS为2.18、2.50、2.88元，当前股价对应的PE分别为17、15、13，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料及产品价格大幅波动风险；海外油气价格剧烈波动风险；新产能投放带来的竞争风险；化肥出口政策剧烈波动风险等。

### 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)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：37.17 元

### 相关报告：

- 《华鲁恒升公司点评：三季度检修不减量，控本抵御行业压力》，2025.10.30
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	34,226	30,969	35,274	39,731	43,345
营业收入增长率	25.55%	-9.52%	13.90%	12.63%	9.10%
归母净利润(百万元)	3,903	3,315	4,625	5,308	6,121
归母净利润增长率	9.14%	-15.04%	39.49%	14.78%	15.32%
摊薄每股收益(元)	1.838	1.562	2.178	2.500	2.883
每股经营性现金流净额	2.34	1.98	4.55	4.69	5.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.58%	10.02%	12.80%	13.37%	13.99%
P/E	20.22	23.80	17.06	14.87	12.89
P/B	2.54	2.39	2.18	1.99	1.80

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>27,260</b>	<b>34,226</b>	<b>30,969</b>	<b>35,274</b>	<b>39,731</b>	<b>43,345</b>
增长率		25.6%	-9.5%	13.9%	12.6%	9.1%
主营业务成本	-21,576	-27,821	-25,037	-27,758	-31,018	-33,530
%销售收入	79.1%	81.3%	80.8%	78.7%	78.1%	77.4%
毛利	5,684	6,405	5,932	7,516	8,713	9,815
%销售收入	20.9%	18.7%	19.2%	21.3%	21.9%	22.6%
营业税金及附加	-190	-201	-219	-247	-278	-303
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-60	-89	-93	-88	-99	-108
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-336	-335	-310	-353	-397	-433
%销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-578	-661	-886	-882	-993	-1,084
%销售收入	2.1%	1.9%	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	4,520	5,119	4,423	5,946	6,945	7,886
%销售收入	16.6%	15.0%	14.3%	16.9%	17.5%	18.2%
财务费用	-68	-220	-263	-248	-237	-172
%销售收入	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-36	-56	-43	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0	0
投资收益	8	-32	-20	9	30	30
%税前利润	0.2%	n.a	n.a	0.2%	0.4%	0.4%
营业利润	4,428	5,008	4,251	5,857	6,888	7,895
营业利润率	16.2%	14.6%	13.7%	16.6%	17.3%	18.2%
营业外收支	-148	7	11	7	10	9
税前利润	4,281	5,015	4,262	5,864	6,898	7,904
利润率	15.7%	14.7%	13.8%	16.6%	17.4%	18.2%
所得税	-658	-836	-607	-880	-1,035	-1,186
所得税率	15.4%	16.7%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,622	4,178	3,656	4,985	5,863	6,718
少数股东损益	47	276	340	360	555	597
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,576</b>	<b>3,903</b>	<b>3,315</b>	<b>4,625</b>	<b>5,308</b>	<b>6,121</b>
净利率	13.1%	11.4%	10.7%	13.1%	13.4%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,622	4,178	3,656	4,985	5,863	6,718
少数股东损益	47	276	340	360	555	597
非现金支出	2,101	2,868	3,283	3,571	4,069	4,568
非经营收益	46	234	269	270	240	180
营运资金变动	-1,054	-2,312	-3,010	845	-211	-193
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,715</b>	<b>4,968</b>	<b>4,198</b>	<b>9,671</b>	<b>9,962</b>	<b>11,273</b>
资本开支	-8,705	-5,075	-3,646	-6,544	-6,157	-7,006
投资	1,400	0	0	0	0	0
其他	25	0	1	9	30	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7,280</b>	<b>-5,075</b>	<b>-3,646</b>	<b>-6,535</b>	<b>-6,127</b>	<b>-6,976</b>
股权募资	500	0	0	0	0	0
债权募资	4,106	1,577	1,494	-1,223	-1,557	-1,827
其他	-1,948	-1,965	-1,413	-1,856	-2,021	-2,278
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,658</b>	<b>-388</b>	<b>80</b>	<b>-3,079</b>	<b>-3,578</b>	<b>-4,105</b>
<b>现金净流量</b>	<b>101</b>	<b>-476</b>	<b>639</b>	<b>57</b>	<b>257</b>	<b>192</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,041	1,398	2,085	2,131	2,380	2,566
应收款项	2,362	2,025	1,986	2,255	2,540	2,771
存货	1,493	1,319	1,493	1,597	1,785	1,929
其他流动资产	2,026	2,633	3,320	3,199	3,344	3,455
流动资产	7,923	7,374	8,885	9,182	10,049	10,721
%总资产	18.0%	15.8%	18.1%	17.5%	18.1%	18.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	32,142	34,888	35,455	37,941	39,602	41,598
%总资产	73.0%	74.8%	72.1%	72.3%	71.5%	71.1%
无形资产	2,247	2,639	3,083	3,529	3,969	4,422
非流动资产	36,129	39,283	40,292	43,274	45,371	47,819
%总资产	82.0%	84.2%	81.9%	82.5%	81.9%	81.7%
<b>资产总计</b>	<b>44,051</b>	<b>46,658</b>	<b>49,177</b>	<b>52,456</b>	<b>55,420</b>	<b>58,539</b>
短期借款	482	1,198	2,773	2,417	1,761	934
应付款项	4,060	3,325	1,785	2,819	3,065	3,222
其他流动负债	1,246	1,003	1,207	1,269	1,430	1,566
长期贷款	5,788	5,526	5,765	6,505	6,256	5,722
其他长期负债	7,348	8,224	8,139	7,339	6,439	5,439
其他长期负债	478	80	122	44	36	31
负债	13,614	13,830	14,027	13,889	12,731	11,192
<b>普通股股东权益</b>	<b>28,891</b>	<b>31,018</b>	<b>33,080</b>	<b>36,136</b>	<b>39,704</b>	<b>43,765</b>
其中：股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
未分配利润	23,520	25,511	27,661	30,736	34,303	38,365
少数股东权益	1,547	1,810	2,070	2,430	2,985	3,582
<b>负债股东权益合计</b>	<b>44,051</b>	<b>46,658</b>	<b>49,177</b>	<b>52,456</b>	<b>55,420</b>	<b>58,539</b>

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.684	1.838	1.562	2.178	2.500	2.883
每股净资产	13.607	14.609	15.580	17.020	18.700	20.613
每股经营现金净流	2.221	2.340	1.977	4.555	4.692	5.309
每股股利	0.600	0.600	0.500	0.730	0.820	0.970
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.38%	12.58%	10.02%	12.80%	13.37%	13.99%
总资产收益率	8.12%	8.36%	6.74%	8.82%	9.58%	10.46%
投入资本收益率	9.99%	10.09%	8.23%	10.46%	11.60%	12.47%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-9.87%	25.55%	-9.52%	13.90%	12.63%	9.10%
EBIT 增长率	-40.63%	13.26%	-13.59%	34.43%	16.79%	13.55%
净利润增长率	-43.14%	9.14%	-15.04%	39.49%	14.78%	15.32%
总资产增长率	25.84%	5.92%	5.40%	6.67%	5.65%	5.63%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转天数	22.6	18.4	20.5	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	41.8	36.9	26.5	26.0	25.0	24.0
固定资产周转天数	387.5	320.5	388.9	356.8	325.9	302.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	19.02%	24.44%	25.11%	19.77%	13.63%	8.04%
EBIT 利息保障倍数	66.3	23.2	16.8	24.0	29.3	45.9
资产负债率	30.90%	29.64%	28.52%	26.48%	22.97%	19.12%

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	9	11	15	54
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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