

华鲁恒升 (600426.SH) 周期底部逆势扩张, 高油价下公司或迎来量价齐升

2026年04月01日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
金益腾 (分析师)
张晓锋 (分析师)
宋梓荣 (分析师)

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

songzorong@kysec.cn

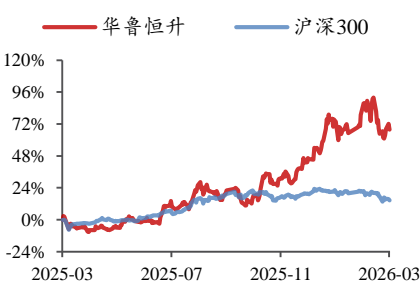
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790522080003

证书编号: S0790525070002

日期	2026/3/31
当前股价(元)	36.20
一年最高最低(元)	44.10/19.88
总市值(亿元)	768.59
流通市值(亿元)	767.24
总股本(亿股)	21.23
流通股本(亿股)	21.19
近3个月换手率(%)	80.55

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q3 业绩超预期, 看好公司周期底部成长 —— 公司信息更新报告》-2025.10.31

《Q2 归母净利润环比增长, 投建技改项目或提高效益 —— 公司信息更新报告》-2025.8.26

《Q1 归母净利润仅小幅小跌, 底部回购彰显发展信心 —— 公司信息更新报告》-2025.4.29

● 周期底部逆势扩张, 高油价下公司或迎来量价齐升, 维持“买入”评级

2025 年公司实现营收 309.69 亿元, 同比-9.52%; 实现归母净利润 33.15 亿元, 同比-15.04%。Q4 单季度, 公司实现归母净利润 9.42 亿元, 同比+10.29%, 环比+16.96%, 好于预期。二元酸项目和 BDO 项目在 Q3 投产, 同时荆州子公司 2025 年被认定为高新技术企业, 实际执行 15% 企业所得税, Q4 环比继续贡献业绩增量。当前油价高位波动下, 公司作为煤化工龙头或大幅受益, 我们上调公司 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测, 预计公司归母净利润分别为 57.02 (+11.47)、67.92 (+11.13)、77.05 亿元, EPS 分别为 2.69 (+0.54)、3.20 (+0.53)、3.63 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 13.5、11.3、10.0 倍, 维持公司“买入”评级。

● 2025 年 Q4 新能源产品价差走扩明显, 归母净利润同环比增长

据 Wind 数据及我们测算, 2025 年 Q4, 动力煤均价 764 元/吨, 环比+13.45%, 同比-8.81%。2025 年 Q4, 产品方面, 主营产品尿素、醋酸、己二酸、草酸、DMC、合成氨、辛醇、CPL、BDO 等产品平均价格分别为 1,633、2,547、6,706、3,092、3,842、2,605、6,385、8,906、7,500 元/吨, 环比分别-5.81%、+5.17%、-4.70%、+7.70%、+4.97%、+2.61%、-12.75%、+0.14%、-6.05%; 均价差分别为 512、1,132、1,400、1,894、2,739、1,273、1,170、1,943、2,291 元/吨, 环比分别-30.49%、-2.08%、-7.16%、+4.87%、+2.00%、-6.57%、-41.75%、+25.37%、-15.80%。草酸、DMC 等新能源相关产品价差走扩, 同时荆州子公司 2025 年被认定为高新技术企业, 实际执行 15% 企业所得税, 公司业绩环比增长。

● 公司拟投建煤气化平台改造、二元酸、TDI 项目, 看好公司周期底部成长

德州基地方面, 公司拟建气化平台升级改造项目, 通过技术升级提高规模效益; 拟建 20 万吨二元酸项目。荆州基地方面, 公司在荆州拟建 30 万吨 TDI 项目, 预计项目总投资为 54.88 亿元, 主要建设 30 万吨/年 TDI 装置等产能及配套装置, 预计 2027 年底竣工。2026 年 Q1, 随着油价高位, 煤化工产品价格同步上涨, 价差走扩, 看好公司未来业绩迎来量价齐升。

● 风险提示: 项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	34,226	30,969	35,704	37,182	38,258
YOY(%)	25.6	-9.5	15.3	4.1	2.9
归母净利润(百万元)	3,903	3,315	5,702	6,792	7,705
YOY(%)	9.1	-15.0	72.0	19.1	13.4
毛利率(%)	18.7	19.2	23.8	26.2	28.0
净利率(%)	12.2	11.8	16.7	19.3	21.5
ROE(%)	12.7	10.4	14.5	15.1	15.0
EPS(摊薄/元)	1.84	1.56	2.69	3.20	3.63
P/E(倍)	19.7	23.2	13.5	11.3	10.0
P/B(倍)	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7374	8885	12959	16442	25491
现金	1398	2085	5972	9537	18433
应收票据及应收账款	134	49	162	58	168
其他应收款	2	4	3	5	4
预付账款	641	865	871	937	924
存货	1319	1493	1563	1518	1576
其他流动资产	3881	4388	4388	4388	4388
非流动资产	39283	40292	42533	41495	39933
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	30057	32994	34887	33856	32347
无形资产	2367	2857	3120	3391	3674
其他非流动资产	6859	4442	4526	4249	3912
资产总计	46658	49177	55492	57938	65424
流动负债	5526	5765	7455	5515	7477
短期借款	0	776	776	776	776
应付票据及应付账款	3149	1615	3563	1657	3584
其他流动负债	2377	3374	3115	3082	3117
非流动负债	8305	8262	6929	5040	3037
长期借款	8224	8139	6807	4917	2915
其他非流动负债	80	122	122	122	122
负债合计	13830	14027	14384	10554	10514
少数股东权益	1810	2070	2326	2711	3237
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2425	2442	2442	2442	2442
留存收益	26573	28723	33505	39395	46515
归属母公司股东权益	31018	33080	38783	44672	51673
负债和股东权益	46658	49177	55492	57938	65424

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4968	4198	10533	8142	12726
净利润	4178	3656	5958	7177	8231
折旧摊销	2800	3226	2825	3092	3248
财务费用	220	263	-50	-283	-578
投资损失	32	20	1	11	16
营运资金变动	-2369	-3030	1808	-1845	1825
其他经营现金流	106	63	-10	-11	-15
投资活动现金流	-5075	-3646	-5069	-2067	-1702
资本支出	5081	3650	5066	2054	1685
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	6	4	-2	-13	-17
筹资活动现金流	-388	80	-1577	-2509	-2128
短期借款	-200	776	0	0	0
长期借款	876	-85	-1332	-1890	-2002
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	40	17	0	0	0
其他筹资现金流	-1104	-628	-245	-619	-125
现金净增加额	-476	639	3886	3565	8896

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	34226	30969	35704	37182	38258
营业成本	27821	25037	27215	27434	27541
营业税金及附加	201	219	242	248	253
营业费用	89	93	108	112	115
管理费用	335	310	358	372	383
研发费用	661	886	797	850	890
财务费用	220	263	-50	-283	-578
资产减值损失	-28	-25	0	0	0
其他收益	197	153	99	115	141
公允价值变动收益	0	0	-1	-2	-1
投资净收益	-32	-20	-1	-11	-16
资产处置收益	0.06	0.00	0.05	0.02	0.03
营业利润	5008	4251	7120	8538	9760
营业外收入	7	14	14	11	12
营业外支出	1	2	95	64	40
利润总额	5015	4262	7039	8485	9731
所得税	836	607	1081	1308	1501
净利润	4178	3656	5958	7177	8231
少数股东损益	276	340	256	385	526
归属母公司净利润	3903	3315	5702	6792	7705
EBITDA	8315	8010	10042	11590	12741
EPS(元)	1.84	1.56	2.69	3.20	3.63

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	-9.5	15.3	4.1	2.9
营业利润(%)	13.1	-15.1	67.5	19.9	14.3
归属于母公司净利润(%)	9.1	-15.0	72.0	19.1	13.4
获利能力					
毛利率(%)	18.7	19.2	23.8	26.2	28.0
净利率(%)	12.2	11.8	16.7	19.3	21.5
ROE(%)	12.7	10.4	14.5	15.1	15.0
ROIC(%)	12.1	10.1	15.0	17.5	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	29.6	28.5	25.9	18.2	16.1
净负债比率(%)	24.5	25.3	8.2	-4.4	-23.6
流动比率	1.3	1.5	1.7	3.0	3.4
速动比率	0.6	0.7	1.1	2.1	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	486.9	540.8	540.8	540.8	540.8
应付账款周转率	9.9	13.8	13.8	13.8	13.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.84	1.56	2.69	3.20	3.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.34	1.98	4.96	3.83	5.99
每股净资产(最新摊薄)	14.61	15.58	18.27	21.04	24.34
估值比率					
P/E	19.7	23.2	13.5	11.3	10.0
P/B	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.4	11.0	8.2	6.7	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn