

华鲁恒升（600426）

2025 年年报点评：煤化工景气度底部回升，看好油煤价差扩大带来盈利弹性

买入（维持）

2026 年 04 月 02 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	34,226	30,969	37,351	39,069	42,631
同比（%）	25.55	(9.52)	20.61	4.60	9.12
归母净利润（百万元）	3,903	3,315	4,892	5,488	5,970
同比（%）	9.14	(15.04)	47.55	12.19	8.79
EPS-最新摊薄（元/股）	1.84	1.56	2.30	2.58	2.81
P/E（现价&最新摊薄）	19.38	22.82	15.46	13.78	12.67

投资要点

- **事件：**地缘冲突驱动油价上行，部分煤化工下游产品价格及价差扩大，例如：尿素、醋酸、碳酸二甲酯、己二酸和 DMF 等产品，煤化工产业链景气度上行。
- **主要产品需求偏弱业绩承压，2025Q4 已出现边际改善：**公司近期发布 2025 年年报，实现营业收入 309.69 亿元，同比-9.52%；实现归母净利润 33.15 亿元，同比-15.04%。其中 2025Q4 实现营业收入 74.16 亿元，同比-18.01%；实现归母净利润 9.42 亿元，同比+10.29%。公司业绩承压主要受市场需求疲软、主要产品价格同比下滑影响。整体来看，公司业绩符合我们预期。
- **化工新材料增量逐步释放：**整体看，公司主要业务仍呈现化肥相对稳健、化工品承压、新材料平台扩张的特征。**1) 化肥板块：**化学肥料实现营业收入 73.06 亿元，同比+0.12%；毛利率 32.30%，同比提升 2.40pct；产量、销量分别同比增长 22.19%、22.07%，仍是公司盈利最稳健的板块之一。**2) 化工及新材料板块：**新能源新材料相关产品实现营业收入 155.57 亿元，同比-5.33%；毛利率 10.71%，同比下降 2.36pct，整体呈现量增价压特征；有机胺、醋酸及衍生品收入分别同比下降 5.98%、16.78%，但有机胺、醋酸及衍生品毛利率分别提升 7.65pct、2.08pct。**3) 项目增量：**2025 年，酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸项目相继建成，BDO 和 NMP 一体化项目装置顺利投产。
- **平台升级规划与资本补强：**气化平台升级改造项目已于 2025 年内开工建设，截至 2025 年末项目账面余额为 3.05 亿元，工程累计投入占预算比例 10.04%，工程进度为 19.75%。此外，2025 年 12 月 5 日，公司审议通过向荆州恒升增资 20 亿元事项，其中公司增资 14 亿元；增资完成后，荆州恒升注册资本将由 50 亿元增至 70 亿元，为后续新品布局和资本结构优化提供支撑。
- **盈利预测与投资评级：**2026 年起，地缘冲突引发油煤价差扩大。公司作为国内煤化工龙头，煤气化平台成熟并持续优化，成本端优势明显，有望受益于产品价格中枢抬升。我们调整公司盈利预测，2026-2027 年归母净利润分别为 49、55 亿元（此前为 47、51 亿元），新增 2028 年归母净利润为 60 亿元。按 2026 年 4 月 2 日收盘价，对应 PE 分别 15、14、13 倍。看好公司优异的成本管控能力及未来成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期；产品需求不及预期；行业产能大幅扩张；煤炭价格剧烈波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.50
一年最低/最高价	19.88/44.10
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	77,486.09
总市值(百万元)	77,496.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.58
资产负债率(% ,LF)	28.52
总股本(百万股)	2,123.19
流通 A 股(百万股)	2,122.91

相关研究

《华鲁恒升(600426)：产品销量稳步增长，项目建设顺利推进》

2025-04-07

《华鲁恒升(600426)：2024 年一季报点评：荆州基地投产贡献增量，景气底部更显成本优势》

2024-04-24

华鲁恒升三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,885	13,676	16,461	23,215	营业总收入	30,969	37,351	39,069	42,631
货币资金及交易性金融资产	2,085	6,111	8,967	15,048	营业成本(含金融类)	25,037	29,164	30,235	32,949
经营性应收款项	2,848	3,393	3,364	3,800	税金及附加	219	248	255	288
存货	1,493	1,713	1,671	1,907	销售费用	93	97	107	119
合同资产	0	0	0	0	管理费用	310	400	397	439
其他流动资产	2,459	2,458	2,459	2,460	研发费用	886	861	924	1,070
非流动资产	40,292	41,374	42,208	40,351	财务费用	263	316	253	208
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	153	138	187	191
固定资产及使用权资产	33,050	34,131	34,466	33,609	投资净收益	(20)	24	19	0
在建工程	2,461	2,461	2,961	1,961	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,857	2,857	2,857	2,857	减值损失	(43)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	226	226	226	226	营业利润	4,251	6,427	7,104	7,749
其他非流动资产	1,698	1,698	1,698	1,698	营业外净收支	11	0	0	0
资产总计	49,177	55,049	58,669	63,565	利润总额	4,262	6,427	7,104	7,749
流动负债	5,765	7,910	7,434	7,818	减:所得税	607	992	1,097	1,165
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,773	2,823	2,873	2,923	净利润	3,656	5,435	6,007	6,583
经营性应付款项	1,615	3,443	2,980	3,088	减:少数股东损益	340	544	519	613
合同负债	769	810	807	954	归属母公司净利润	3,315	4,892	5,488	5,970
其他流动负债	608	834	774	852	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.56	2.30	2.58	2.81
非流动负债	8,262	8,162	8,062	7,962	EBIT	4,534	6,744	7,357	7,957
长期借款	8,139	8,039	7,939	7,839	EBITDA	7,774	10,162	11,023	11,814
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.16	21.92	22.61	22.71
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	10.71	13.10	14.05	14.00
其他非流动负债	82	82	82	82	收入增长率(%)	(9.52)	20.61	4.60	9.12
负债合计	14,027	16,072	15,496	15,779	归母净利润增长率(%)	(15.04)	47.55	12.19	8.79
归属母公司股东权益	33,080	36,364	40,041	44,041					
少数股东权益	2,070	2,614	3,132	3,745					
所有者权益合计	35,150	38,978	43,173	47,786					
负债和股东权益	49,177	55,049	58,669	63,565					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,198	10,508	9,542	10,444	每股净资产(元)	15.58	17.13	18.86	20.74
投资活动现金流	(3,646)	(4,476)	(4,481)	(2,000)	最新发行在外股份(百万股)	2,123	2,123	2,123	2,123
筹资活动现金流	80	(2,012)	(2,206)	(2,363)	ROIC(%)	8.80	11.88	11.97	12.01
现金净增加额	639	4,026	2,855	6,081	ROE-摊薄(%)	10.02	13.45	13.71	13.56
折旧和摊销	3,240	3,419	3,665	3,858	资产负债率(%)	28.52	29.19	26.41	24.82
资本开支	(3,646)	(4,500)	(4,500)	(2,000)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.82	15.46	13.78	12.67
营运资本变动	(3,010)	1,330	(455)	(340)	P/B (现价)	2.29	2.08	1.89	1.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>