



# 华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 基本面明显改善，碳中和持续受益

### 业绩简评

2026年4月27日公司披露一季报，一季度实现营收83.44亿元，同比增长7.36%；实现归母净利润11.17亿元，同比增长57.96%。

### 经营分析

一季度产品价格上行兑现盈利，带动盈利明显提升。一季度公司合理调整生产开工负荷，除新材料生产维持平稳外，小幅下调了化肥和醋酸产品生产，对于仍处于行业控量的有机铵产品生产开工明显下调，除满足对于化肥的保供要求外，合理调整开工，尽可能实现综合盈利最大化。3月开始，受到海外油气价格的影响，公司所处煤化工产品价格出现明显提升，除有机铵产品外，其他板块新材料、化肥、醋酸的平均单价环比提升约14%、34%、14%，成本端变化有限，提升了公司的盈利水平。一季度虽然明显的涨价影响体现仅有不足一月，但公司毛利率仍实现了环比提升，从四季度21.61%提升至一季度的22.28%。

煤化工板块优势持续，预估公司的盈利改善仍将持续。虽然近日海外油气价格逐步转入震荡区间，但仍然处于相对高位，且目前的海峡运输尚未解决，库存消化以及部分受损的基础设施的影响并非短期能够迅速不足，在前期情绪变化后，真实的基本面影响将持续更长时间，将支撑公司煤化工板块的盈利维持较高水平。公司目前主要以农、化两大方向布局，其中化肥板块由于国家的保供稳以及出口管控尚未出现明显的业绩提升兑现，若后续出口放开将带动阶段性的盈利获得进一步改善。

碳中和政策不断加码，公司作为煤化工成本管控龙头企业有望率先受益。4月国家出台了《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，进一步明确了对碳中和的管控要求，煤化工作为化工行业的碳排大户，必然率先获得关注。公司作为煤气化成本管控的龙头，在行业管控中不仅将有望获得碳交易市场的收益，在新增管控受限，落后产能出清过程中，进一步夯实相对优势。目前公司气化平台升级改造稳步推进，荆州基地的新品布局也获得了资金基础，成长性仍将持续。

### 盈利预测、估值与评级

预估2026-2028年营收360、408、452亿元，归母净利润48.62、56.10、65.79亿元，EPS为2.29、2.64、3.10元，当前股价对应的PE分别为17、14、12倍，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)：37.94 元

### 相关报告：

- 《华鲁恒升 2025 年年报点评》，2026.3.31
- 《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



### 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	35,976	40,802	45,238
营业收入增长率	25.55%	-9.52%	16.17%	13.41%	10.87%
归母净利润(百万元)	3,903	3,315	4,862	5,610	6,579
归母净利润增长率	9.14%	-15.04%	46.64%	15.39%	17.26%
摊薄每股收益(元)	1.838	1.562	2.290	2.642	3.099
每股经营性现金流净额	2.34	1.98	4.66	4.82	5.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.58%	10.02%	13.37%	13.94%	14.70%
P/E	20.64	24.30	16.57	14.36	12.24
P/B	2.60	2.44	2.21	2.00	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>35,976</b>	<b>40,802</b>	<b>45,238</b>
增长率		25.6%	-9.5%	16.2%	13.4%	10.9%
主营业务成本	-21,576	-27,821	-25,037	-28,155	-31,703	-34,831
%销售收入	79.1%	81.3%	80.8%	78.3%	77.7%	77.0%
毛利	5,684	6,405	5,932	7,821	9,099	10,407
%销售收入	20.9%	18.7%	19.2%	21.7%	22.3%	23.0%
营业税金及附加	-190	-201	-219	-252	-286	-317
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-60	-89	-93	-90	-102	-113
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-336	-335	-310	-360	-408	-452
%销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-578	-661	-886	-899	-1,020	-1,131
%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	6,220	7,283	8,394
%销售收入	16.6%	15.0%	14.3%	17.3%	17.8%	18.6%
财务费用	-68	-220	-263	-243	-220	-141
%销售收入	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%
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	0.1%	0.4%	0.4%
营业利润	4,428	5,008	4,251	6,136	7,243	8,433
营业利润率	16.2%	14.6%	13.7%	17.1%	17.8%	18.6%
营业外收支	-148	7	11	7	10	9
税前利润	4,281	5,015	4,262	6,143	7,253	8,442
利润率	15.7%	14.7%	13.8%	17.1%	17.8%	18.7%
所得税	-658	-836	-607	-922	-1,088	-1,266
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	5,222	6,165	7,176
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>4,862</b>	<b>5,610</b>	<b>6,579</b>
净利率	13.1%	11.4%	10.7%	13.5%	13.8%	14.5%

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	5,222	6,165	7,176
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	265	224	153
营运资金变动	-1,054	-2,312	-3,010	837	-217	-209
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,715</b>	<b>4,968</b>	<b>4,198</b>	<b>9,896</b>	<b>10,241</b>	<b>11,688</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	-1,415	-1,827	-1,975
其他	-1,948	-1,965	-1,413	-1,851	-2,005	-2,252
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,658</b>	<b>-388</b>	<b>80</b>	<b>-3,266</b>	<b>-3,831</b>	<b>-4,227</b>
<b>现金净流量</b>	<b>101</b>	<b>-476</b>	<b>639</b>	<b>94</b>	<b>283</b>	<b>485</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	2,169	2,443	2,923
应收款项	2,362	2,025	1,986	2,300	2,608	2,892
存货	1,493	1,319	1,493	1,620	1,824	2,004
其他流动资产	2,026	2,633	3,320	3,209	3,361	3,486
流动资产	7,923	7,374	8,885	9,297	10,236	11,304
%总资产	18.0%	15.8%	18.1%	17.7%	18.4%	19.1%
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%	72.2%	71.2%	70.4%
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%	82.3%	81.6%	80.9%
<b>资产总计</b>	<b>44,051</b>	<b>46,658</b>	<b>49,177</b>	<b>52,571</b>	<b>55,608</b>	<b>59,123</b>
短期借款	482	1,198	2,773	2,225	1,298	323
应付款项	4,060	3,325	1,785	2,860	3,133	3,347
其他流动负债	1,246	1,003	1,207	1,298	1,472	1,638
长期贷款	5,788	5,526	5,765	6,383	5,903	5,308
其他长期负债	7,348	8,224	8,139	7,339	6,439	5,439
%负债	478	80	122	44	36	31
普通股东权益	28,891	31,018	33,080	36,374	40,243	44,763
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	30,973	34,842	39,362
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>52,571</b>	<b>55,608</b>	<b>59,123</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	2.290	2.642	3.099
每股净资产	13.607	14.609	15.580	17.132	18.954	21.083
每股经营现金净流	2.221	2.340	1.977	4.661	4.823	5.505
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%	13.37%	13.94%	14.70%
总资产收益率	8.12%	8.36%	6.74%	9.25%	10.09%	11.13%
投入资本收益率	9.99%	10.09%	8.23%	10.93%	12.14%	13.18%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-9.87%	25.55%	-9.52%	16.17%	13.41%	10.87%
EBIT 增长率	-40.63%	13.26%	-13.59%	40.62%	17.09%	15.25%
净利润增长率	-43.14%	9.14%	-15.04%	46.64%	15.39%	17.26%
总资产增长率	25.84%	5.92%	5.40%	6.90%	5.78%	6.32%
<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	349.8	317.3	290.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	19.02%	24.44%	25.11%	19.06%	12.25%	5.87%
EBIT 利息保障倍数	66.3	23.2	16.8	25.6	33.1	59.7
资产负债率	30.90%	29.64%	28.52%	26.19%	22.26%	18.23%

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	3	31	39	43	80
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.05	1.04	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