2026 年 11 月 04 日
证券研究报告•2026 年三季报点评
华鲁恒升（600426）基础化工

买入（维持）
当前价：19.83 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

主营产品价格修复，气化平台升级项目投产

投资要点

- **事件：**华鲁恒升发布 2026 年三季报，2026 年前三季度公司实现营业收入 262.63 亿元，同比增长 11.51%，实现归母净利润 31.71 亿元，同比增长 33.58%；2026 年三季度实现营业收入 91.00 亿元，同比增长 16.84%，环比增长 3.19%，实现归母净利润 8.18 亿元，同比增长 1.63%，环比减少 33.82%。
- **主营产品价格多数上涨，关注尿素政策变化。**根据公司经营公告，2026 年前三季度主要产品不含税价格区间为：尿素（1470-1940 元/吨），己二酸（6000-9750 元/吨），醋酸（2390-4250 元/吨），二元酸（2300-4720 元/吨），尼龙 6（8310-13540 元/吨），碳酸二甲酯（2970-6810 元/吨），异辛醇（5660-8740 元/吨）；主要原材料不含税价格区间：原料煤（660-1100 元/吨），苯（4620-8620 元/吨），丙烯（5050-8850 元/吨）。整体来看，公司多数化工品涨价，同时成本端亦有抬升。尿素价格同比基本持平，其余精细化工、尼龙产业链产品同比上行。下游需求修复叠加原料端支撑，带动主营产品价格走强。尿素行情相对平稳，主要受国内保供政策约束，价格波动有限，成为业绩的稳定底盘。
- **费用率维持低位，盈利能力修复。**2026 前三季度销售、管理、财务、研发费率分别为 0.27%、0.87%、0.90%、3.51%，分别同比-0.02pp、-0.16pp、+0.12pp、+1.27pp，整体维持在较低水平。2026 前三季度毛利率、净利率分别为 21.86%、13.14%，分别同比+3.47pp、+2.02pp。截至 2026 年三季报，资产负债率为 27.24%，同比呈下降趋势。
- **煤气化平台改造，巩固工艺优势。**根据 9 月 15 日公告，公司气化平台升级改造项目投产，本次项目在原煤总消耗量保持不变的前提下实施气化装置替换升级，项目以煤炭作为原料，通过煤气化、净化工序制取合成气，属于传统煤化工产业提质升级类项目，建设内容主要包含气化装置、辅助生产装置以及配套公用工程设施。项目建成投产后，可形成合计 45.09 万 Nm^3/h 的合成气供给能力，产能口径按有效气（$CO+H_2$）进行统计。本次改造不新增原煤消耗总量，核心目标在于优化气化工艺路线，提升原料转化效率、降低能耗与运维成本，夯实公司合成气平台基础。
- **盈利预测与投资建议：**公司是煤化工龙头企业，依托洁净煤气化平台，打造“一体多线”产业链，尿素、有机胺、醋酸等产品规模靠前，随着荆州基地放量，有望打开成长空间。我们预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.56 元、1.81 元、2.00 元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产不及预期风险；尿素价格下跌风险；极端天气风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	309.69	319.84	334.81	354.72
增长率	-9.52%	3.28%	4.68%	5.95%
归属母公司净利润（亿元）	33.15	42.76	49.87	55.06
增长率	-15.04%	28.98%	16.63%	10.41%
每股收益 EPS（元）	1.21	1.56	1.81	2.00
净资产收益率 ROE	10.40%	12.00%	12.52%	12.67%
PE	16	13	11	10
PB	1.65	1.50	1.37	1.25

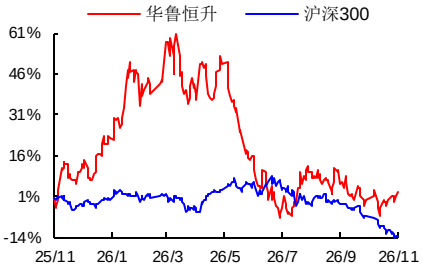
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.50
流通 A 股(亿股)	27.50
52 周内股价区间(元)	18.28-41.41
总市值(亿元)	545.31
总资产(亿元)	527.91
每股净资产(元)	13.00

相关研究

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新材料板块多元化布局，产品应用前景广阔，随着新能源等行业快速增长，需求有望提升，预计 2026-2028 年营收分别为 160.2 亿元、168.2 亿元、180.0 亿元，分别同比+3.0%、+5.0%、+7.0%；毛利率分别为 17.0%、19.0%、20.0%。

假设 2：公司肥料板块具备成本优势，尿素刚需属性强，预计 2026-2028 年营收分别为 76.7 亿元、81.3 亿元、87.0 亿元，分别同比+5.0%、+6.0%、+7.0%；毛利率分别为 32.0%、32.0%、32.0%。

假设 3：醋酸产品主要应用于 PTA 以及醋酸乙烯等行业，公司具备区域竞争优势，形成了均衡稳定的销售格局，预计 2026-2028 年营收分别为 35.2 亿元、36.6 亿元、38.1 亿元，分别同比+4.0%、+4.0%、+4.0%；毛利率分别为 34.0%、35.0%、35.0%。

假设 4：公司 DMF 产能规模领先，下游应用于 PU 浆料，医药、农药及电子行业等，需求有望保持增长，预计 2026-2028 年营收分别为 23.8 亿元、24.6 亿元、25.3 亿元，分别同比+1.0%、+3.0%、+3.0%；毛利率分别为 21.0%、21.0%、21.0%。

表 1：业务拆分

	2025A	2026E	2027E	2028E
合计				
营业收入（亿元）	309.7	319.8	334.8	354.7
yoy	-9.5%	3.3%	4.7%	5.9%
营业成本（亿元）	250.4	245.8	253.6	266.9
毛利率	19.2%	23.1%	24.3%	24.8%
新材料产品				
收入（亿元）	155.6	160.2	168.2	180.0
yoy		3.0%	5.0%	7.0%
成本（亿元）	138.9	133.0	136.3	144.0
毛利率	10.7%	17.0%	19.0%	20.0%
肥料				
收入（亿元）	73.1	76.7	81.3	87.0
yoy		5.0%	6.0%	7.0%
成本（亿元）	49.5	52.2	55.3	59.2
毛利率	32.3%	32.0%	32.0%	32.0%
醋酸以及衍生品				
收入（亿元）	33.9	35.2	36.6	38.1
yoy		4.0%	4.0%	4.0%
成本（亿元）	23.8	23.2	23.8	24.8
毛利率，%	29.7%	34.0%	35.0%	35.0%
有机胺				
收入（亿元）	23.6	23.8	24.6	25.3
yoy		1.0%	3.0%	3.0%

	2025A	2026E	2027E	2028E
成本（亿元）	20.3	18.8	19.4	20.0
毛利率	14.2%	21.0%	21.0%	21.0%
其他				
收入（亿元）	23.6	23.8	24.1	24.3
yoy		1.0%	1.0%	1.0%
成本（亿元）	17.9	18.6	18.8	18.9
毛利率	24.0%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源：Wind，西南证券

风险提示

新项目投产不及预期风险；尿素价格下跌风险；极端天气风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	309.69	319.84	334.81	354.72
营业成本	250.37	245.82	253.55	266.89
营业税金及附加	2.19	2.13	2.24	2.39
销售费用	0.93	0.80	0.84	0.89
管理费用（含研发费用）	11.96	10.79	11.32	12.56
财务费用	2.63	6.00	4.33	2.46
资产减值损失	-0.43	-0.20	-0.20	-0.20
投资收益	-0.20	0.10	0.01	-0.06
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.51	54.59	62.74	69.69
其他非经营损益	0.11	0.10	0.10	0.10
利润总额	42.62	54.68	62.85	69.79
所得税	6.07	8.20	9.43	10.47
净利润	36.56	46.48	53.42	59.32
少数股东损益	3.40	3.72	3.55	4.25
归属母公司股东净利润	33.15	42.76	49.87	55.06

现金流量表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	36.56	46.48	53.42	59.32
折旧与摊销	32.26	27.78	28.55	29.21
财务费用	2.63	6.00	4.33	2.46
资产减值损失	-0.43	-0.20	-0.20	-0.20
经营营运资本变动	-21.01	13.19	-2.69	-0.74
其他	-8.04	0.17	0.18	0.27
经营活动现金流净额	41.98	93.43	83.60	90.32
资本支出	-16.27	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-20.18	0.00	-0.09	-0.16
投资活动现金流净额	-36.46	-10.00	-10.09	-10.16
短期借款	7.76	-2.76	0.00	0.00
长期借款	-0.85	0.10	0.10	0.10
股权融资	0.17	0.00	0.00	0.00
支付股利	-11.66	-10.66	-14.19	-17.52
其他	5.38	-25.96	-4.30	-2.46
筹资活动现金流净额	0.80	-39.29	-18.39	-19.88
现金流量净额	6.39	44.14	55.12	60.27

资产负债表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	20.85	65.00	120.11	180.39
应收和预付款项	9.19	11.02	11.39	11.69
存货	14.93	14.37	14.67	15.66
其他流动资产	43.88	25.35	26.54	28.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	353.33	338.93	323.85	308.20
无形资产和开发支出	28.57	25.42	22.17	18.83
其他非流动资产	21.02	20.90	20.77	20.64
资产总计	491.77	500.99	539.50	583.52
短期借款	7.76	5.00	5.00	5.00
应付和预收款项	19.74	23.14	22.00	24.17
长期借款	81.39	81.49	81.59	81.69
其他负债	31.37	4.07	4.37	4.33
负债合计	140.27	113.71	112.96	115.19
股本	21.23	27.50	27.50	27.50
资本公积	24.42	18.15	18.15	18.15
留存收益	287.23	319.33	355.01	392.55
归属母公司股东权益	330.80	362.86	398.58	436.11
少数股东权益	20.70	24.42	27.97	32.22
股东权益合计	351.50	387.28	426.54	468.33
负债和股东权益合计	491.77	500.99	539.50	583.52

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-9.52%	3.28%	4.68%	5.95%
营业利润增长率	-15.12%	28.41%	14.94%	11.06%
净利润增长率	-12.51%	27.15%	14.92%	11.04%
EBITDA 增长率	-3.59%	14.17%	8.21%	5.99%
获利能力				
毛利率	19.16%	23.14%	24.27%	24.76%
三费率	5.01%	5.50%	4.93%	4.48%
净利率	11.80%	14.53%	15.95%	16.72%
ROE	10.40%	12.00%	12.52%	12.67%
ROA	7.43%	9.28%	9.90%	10.17%
ROIC	8.90%	11.78%	13.73%	15.33%
EBITDA/销售收入	24.99%	27.63%	28.56%	28.57%
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.64	0.64	0.63
固定资产周转率	0.98	0.98	1.06	1.17
应收账款周转率	508.32	689.93	554.77	567.64
存货周转率	17.52	16.54	17.18	17.33
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.20%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	28.52%	22.70%	20.94%	19.74%
带息债务/总负债	63.56%	76.07%	76.66%	75.26%
流动比率	1.54	3.73	5.73	7.31
速动比率	1.28	3.27	5.24	6.82
股利支付率	31.92%	24.94%	28.45%	31.82%

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	77.40	88.37	95.63	101.35
PE	16.45	12.75	10.93	9.90
PB	1.65	1.50	1.37	1.25
PS	1.76	1.70	1.63	1.54
EV/EBITDA	6.34	6.20	5.15	4.27
股息率	2.14%	1.96%	2.60%	3.21%

每股指标				
每股收益	1.21	1.56	1.81	2.00
每股净资产	12.03	13.20	14.49	15.86
每股经营现金	1.53	3.40	3.04	3.28
每股股利	0.50	0.39	0.52	0.64

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn