仅供内部参考，请勿外传！

华鲁恒升（600426.SH）

强烈推荐（维持）

三季度业绩环比有所下降，原材料价格上涨明显

事件：公司发布 2026 年三季报，报告期内实现营业收入 262.63 亿元，同比增长 11.51%，归母净利润 31.71 亿元，同比增长 33.58%，扣非净利润 31.60 亿元，同比增长 34.16%；其中三季度单季实现收入 91.0 亿元，同比增长 16.84%，环比增长 3.19%，归母净利润 8.18 亿元，同比增长 1.63%，环比下降 33.82%。

- **前三季度公司产品价格同比上涨，综合盈利能力提升明显。**2026 年以来，公司充分发挥产销联动效应，在市场冲高时满产满销、创收增盈，在市场低迷回落时稳扎稳打，持续巩固低成本竞争优势，保持了良好经营势头。前三季度，公司综合毛利率 21.86%，同比提高 3.48pct，相比于去年同期，公司新能源新材料相关产品收入 146 亿元（+26.0%），销量 258 万吨（+19.4%）、销售均价 5635 元/吨（+5.5%）；化学肥料收入 56 亿元（-3.3%），销量 404 万吨（-6.8%）、销售均价 1395 元/吨（+3.7%）；有机胺系列产品收入 18 亿元（+3.2%），销量 40 万吨（-9.3%）、销售均价 4583 元/吨（+13.8%）；醋酸及衍生品收入 29 亿元（+16.3%），销量 109 万吨（-4.5%）、销售均价 2677 元/吨（+21.7%）。
- **三季度主要产品销售均价环比下跌，原材料价格有所上涨。**2026 年三季度，公司综合毛利率 17.6%，同比下降 1.5pct，环比下降 8.2pct，公司主要产品中新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销售均价环比分别下跌 7.0%、5.1%、0.8%、1.2%，其中核心产品市场价方面，尿素（-4.3%）、辛醇（-2.5%）、己二酸（-5.1%）、草酸（-19.6%）、甲酸(-15.6%)、NMP（-0.6%），DMF（+0.1%）、工业级碳酸二甲酯（+22.4%）、醋酸（+1.4%）、己内酰胺（+5.4%）、PA6（+3.8%）、电池级碳酸二甲酯（+6.2%）。成本端，动力煤、原料煤、纯苯市场均价环比分别上涨 12.9%、14.8%、3.1%，丙烯市场均价环比下跌 1.6%。
- **积极高效推进两地项目投产，保持较强成本控制优势。**2025 年公司酰胺原料优化升级、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，为公司带来一定增量。2026 年 9 月，公司气化平台升级改造项目投产，其它新建、技术改造等项目加紧推动。公司始终坚持成本领先战略，全链条挖潜降本，项目建设做到技术领先、投资可控、投产高效；生产发挥柔性联产优势，深挖装置与系统潜力，优化公用工程，持续节能降耗，提高资源综合利用率；经营构建多产业链协同运营模式，点对点减少中间环节，降低运营成本；全面强化对标管理提升，坚持降本控费；积极推动德州本部及荆州恒升“一体两翼”“双航母”发展，提升综合盈利能力。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**由于原材料价格上涨，部分产品价格回落，我们调整盈利预测，预计 2026~2028 年归母净利润分别为 41.60 亿、52.83 亿、57.75 亿元，EPS 分别为 1.51、1.92、2.10 元，当前股价对应 PE 分别为 12.6、9.9、9.1 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨，新项目投产不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E

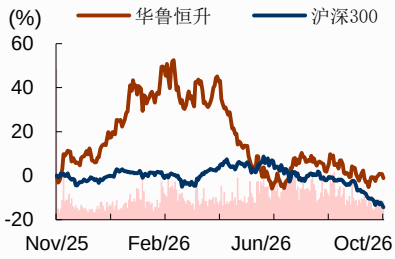
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：19.06 元

基础数据

总股本（百万股）	2750
已上市流通股(百万股)	2750
总市值（十亿元）	52.4
流通市值（十亿元）	52.4
每股净资产（MRQ）	13.0
ROE（TTM）	11.5
资产负债率	27.2%
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
主要股东持股比例	32.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-35	1
相对表现	10	-18	17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《华鲁恒升（600426）—上半年业绩符合预期，盈利能力同比大幅提升》2026-08-21
2、《华鲁恒升（600426）——季度业绩符合预期，核心产品景气度大幅向上》2026-05-03
3、《华鲁恒升（600426）—全年业绩符合预期，四季度盈利能力提升明显》2026-04-01

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

营业总收入(百万元)	34226	30969	36176	39231	41031
同比增长	26%	-10%	17%	8%	5%
营业利润(百万元)	5008	4251	5336	6778	7411
同比增长	13%	-15%	26%	27%	9%
归母净利润(百万元)	3903	3315	4160	5283	5775
同比增长	9%	-15%	25%	27%	9%
每股收益(元)	1.42	1.21	1.51	1.92	2.10
PE	13.4	15.8	12.6	9.9	9.1
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

一、 公司是国内煤化工优质企业，不断发展壮大 4
1、依托一头多线柔性联产平台，实现效益最大化 4
2、公司经营发展较为稳健，低景气度仍保持韧性 5
3、三季度部分产品价格下跌，销量环比总体增长 6
二、 公司竞争优势明显，持续推动高质量发展 8
三、 公司产品种类丰富，增强整体抗风险能力 9
四、 风险提示 11

图表目录

图 1：近几年公司营业收入及增速 6
图 2：近几年公司归母净利润及增速 6
图 3：近几年公司净资产收益率 6
图 4：近几年公司投入资本回报率 6
图 5：近几年公司毛利率和净利率情况 6
图 6：近几年公司期间费用率情况 6
图 7：近几年己内酰胺和 PA6 价格走势 10
图 8：近几年己二酸和辛醇价格走势 10
图 9：近几年碳酸二甲酯价格走势 10
图 10：近几年 DMF/尿素/醋酸价格走势 10
图 11：近几年煤炭价格走势 11
图 12：近几年纯苯和丙烯价格走势 11
图 13：华鲁恒升历史 PEBand 11
图 14：华鲁恒升历史 PBBand 11

表 1：目前公司主要产品及产能 4
表 2：单季度经营业绩回顾 7
表 3：单季度主要业务收入构成 7
附：财务预测表 12

仅供内部参考，请勿外传！

一、公司是国内煤化工优质企业，不断发展壮大

1、依托一头多线柔性联产平台，实现效益最大化

公司是为多业联产的综合型化工企业，依托一头多线柔性联产平台，成本控制力强，实现效益最大化。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”循环经济柔性多联产等多个产业和技术平台，主要业务板块包括新能源新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品等。公司以先进的水煤浆气化技术为核心，联产合成氨、甲醇等中间产品，向产业链下游多个方向延伸，可根据市场变化进行产品间、系统间、园区间的联产联动，原料综合利用率高，协同效应强，同时公司持续推动技改升级，不断降低生产成本，实现效益最大化。

截至 2026 年 6 月底，公司主要业务板块产品及产能情况：

1、新能源新材料及衍生品：主要包括碳酸二甲酯、二元酸、异辛醇、己二酸、己内酰胺、尼龙 6 等产品。

A、碳酸二甲酯：新能源锂电池电解液的重要溶剂，同时也是聚碳酸酯、显影液、医药以及碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯两种电解液溶剂的主要原料。目前公司碳酸二甲酯设计产能为 60 万吨。

B、二元酸：主要用于新能源、稀土分离、制药。目前公司二元酸设计产能为 50 万吨。

C、异辛醇：主要用作增塑剂的原料和溶剂。目前公司异辛醇设计产能为 20 万吨。

D、己二酸：主要用于尼龙 66 和聚氨酯的原料，亦可作为生产 1,6-己二醇、TPU、粉末涂料等产品的原料。目前公司己二酸设计产能为 52.66 万吨。

E、己内酰胺：主要用于生产尼龙 6 高速纺、常规纺切片，也可以用于生产 MC 尼龙等。目前公司己内酰胺设计产能为 30 万吨。

F、尼龙 6：高分子化合物，主要用于锦纶长丝、工程塑料、工业丝、BOPA 薄膜、短纤等行业。目前公司尼龙 6 设计产能为 20 万吨。

2、肥料：化肥是重要的农业生产资料，是农业生产发展和国家粮食安全的重要保障。从产品结构来看，公司化肥业务属于氮肥行业，主导产品为尿素，主要用于农业生产和工业加工。目前公司尿素设计产能为 307 万吨。

3、有机胺系列产品：主要包括 DMF（二甲基甲酰胺）、一甲胺、二甲胺、三甲胺等相关产品，其中 DMF 为公司主导产品。

DMF：是一种极性高、溶解能力强的有机溶剂，其用途广泛覆盖化工、医药、电子等多个领域，目前公司设计产能为 48 万吨。

4、醋酸及衍生品：产品主要包括醋酸、醋酐等，其中醋酸是公司主导产品。

醋酸（冰醋酸）：主要用于醋酸酯类、PTA、醋酸乙烯、氯乙酸和甘氨酸等行业。目前公司醋酸设计产能为 150 万吨。

表 1：目前公司主要产品及产能

产品类别	产品名称	产能（万吨/年）

仅供内部参考，请勿外传！

新能源新材料相关产品	尼龙 6 切片	20
	己内酰胺	30
	己二酸	52.66
	碳酸二甲酯	60
	二元酸	50
	异辛醇	20
有机胺系列产品	DMF	48
肥料	尿素	307
醋酸及衍生品	醋酸	150

资料来源：公司公告、招商证券

2、公司经营发展较为稳健，前三季度业绩大幅提升

前三季度公司业绩同比大幅增长，持续巩固低成本竞争优势。2026 年前三季度，公司实现营业收入 262.63 亿元，同比增长 11.51%，归母净利润 31.71 亿元，同比增长 33.58%，扣非净利润 31.60 亿元，同比增长 34.16%。前三季度，公司综合毛利率 21.86%，同比提高 3.48pct，相比于去年同期，公司新能源新材料相关产品收入 146 亿元（+26.0%），销量 258 万吨（+19.4%）、销售均价 5635 元/吨（+5.5%）；化学肥料收入 56 亿元（-3.3%），销量 404 万吨（-6.8%）、销售均价 1395 元/吨（+3.7%）；有机胺系列产品收入 18 亿元（+3.2%），销量 40 万吨（-9.3%）、销售均价 4583 元/吨（+13.8%）；醋酸及衍生品收入 29 亿元（+16.3%），销量 109 万吨（-4.5%）、销售均价 2677 元/吨（+21.7%）

（1）公司抢抓机遇，主动适应市场、引领市场，充分发挥产销联动效应，同时凝聚优质客户、强化行业协同、深耕终端市场。在市场冲高时满产满销、创收增盈，在市场低迷回落时稳扎稳打，持续巩固低成本竞争优势，保持了良好经营势头。

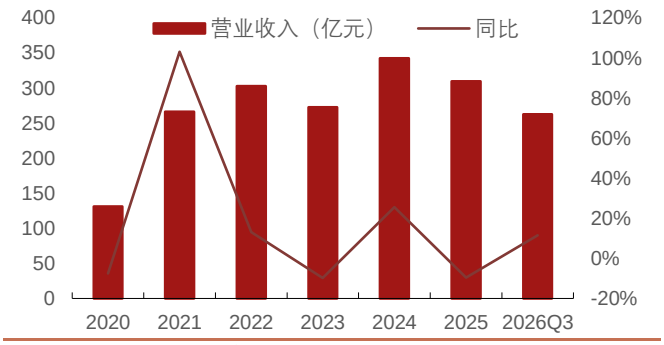
（2）公司加快数智转型并积极探索人工智能应用，统筹推进各大生产装置稳定运行、技改攻坚、降本增效等重点工作，各平台持续优化运行模式，深挖装置运行潜力，平均负荷、运行周期再创历史新高。

（3）公司持续优化原料供应渠道结构，建立差异化配置与多层次供应体系，在保障原料稳定供应的前提下，综合压降煤炭采购成本，提升资金使用效率与采购综合效益。

（4）公司持续加大增量投入做大运营规模，气化平台升级改造项目如期推进，其它新建、技术改造等项目加紧推动。

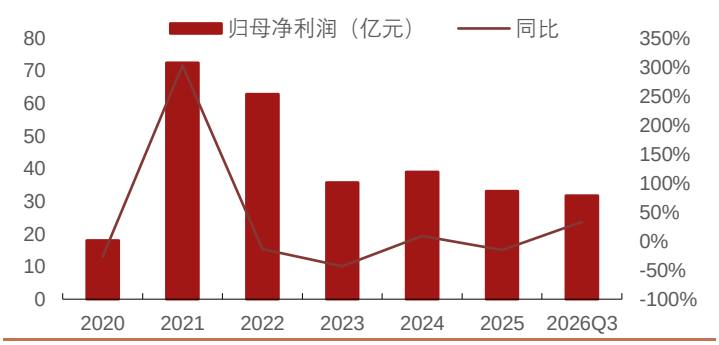
仅供内部参考，请勿外传！

图 1：近几年公司营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

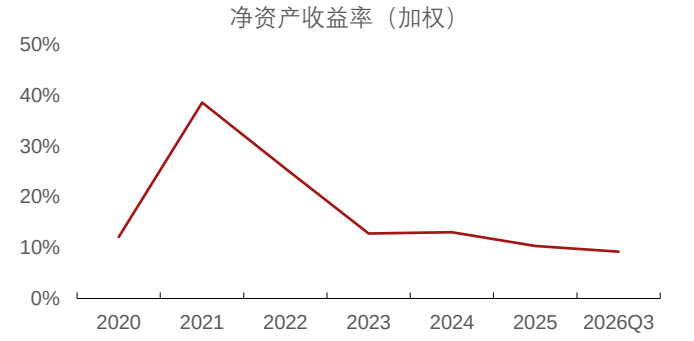
图 2：近几年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、招商证券

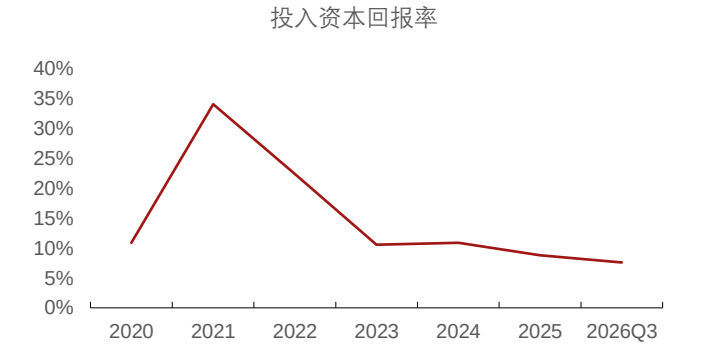
公司盈利能力同比有所提高，费用率保持较低水平。2026 年前三季度，公司净资产收益率 9.21%，同比提高 1.76pct，投入资本回报率 7.57%，同比提高 1.25pct；公司综合毛利率 21.86%，同比提高 3.48pct，净利率 13.14%，同比提高 2.02pct，虽然仍处于近几年来底部水平，但底部有所反弹；期间费用率 5.55%，同比提高 1.21pct，公司费用率保持较低水平，近几年小幅提高。

图 3：近几年公司净资产收益率



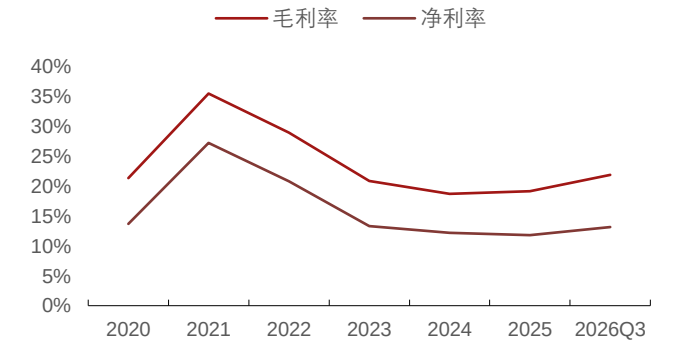
资料来源：Wind、招商证券

图 4：近几年公司投入资本回报率



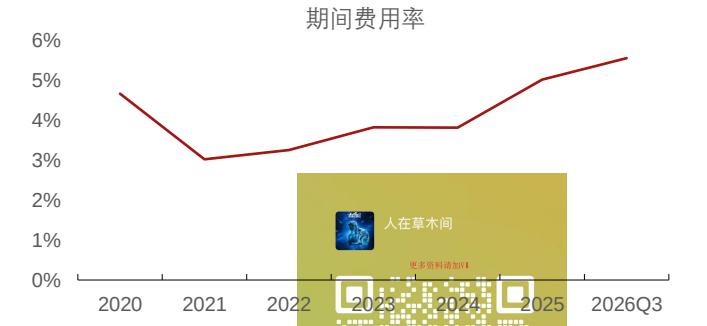
资料来源：Wind、招商证券

图 5：近几年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

图 6：近几年公司期间费用率情况



资料来源：Wind、招商证券

3、三季度部分产品价格下跌，销量环比总体增长

2026 年三季度，公司实现营业收入 91.0 亿元，同比增长 16.84%，环比增长 3.19%，

仅供内部参考，请勿外传！

归母净利润 8.18 亿元，同比增长 1.63%，环比下降 33.82%；公司综合毛利率 17.6%，同比下降 1.5pct，环比下降 8.2pct。为确保生产装置安全有效运行，公司将于 2026 年 9 月 8 日开始对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修，检修及停开车时间预计 20 天左右。本次停车检修预计将影响公司营业收入约 2.3 亿元，占全年营业收入预算的 0.69%左右。

表 2：单季度经营业绩回顾

（亿元）	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
营业收入	89.97	82.05	90.46	77.72	79.92	77.89	74.16	83.44	88.19	91.00
营业毛利	18.52	14.41	-0.79	12.71	15.69	14.91	16.02	18.59	22.77	16.03
营业费用	0.23	0.24	0.23	0.24	0.23	0.23	0.24	0.23	0.22	0.26
管理费用	0.96	0.69	0.79	0.73	0.83	0.86	0.70	0.67	0.92	0.68
研发费用	1.32	1.95	2.12	1.63	1.89	1.76	3.58	2.50	4.35	2.38
财务费用	0.53	0.51	0.58	0.54	0.62	0.68	0.79	0.75	0.75	0.85
营业利润	15.09	10.84	10.46	9.43	11.72	10.81	10.55	14.01	16.12	11.00
归母净利	11.59	8.25	8.54	7.07	8.62	8.05	9.42	11.17	12.36	8.18
EPS（元）	0.55	0.39	0.40	0.33	0.41	0.38	0.44	0.53	0.58	0.30
主要比率										
毛利率	20.6%	17.6%	15.1%	16.4%	19.6%	19.1%	21.6%	22.3%	25.8%	17.6%
营业费用	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
管理费用	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	0.7%
研发费用	7.1%	13.5%	2.3%	2.1%	2.4%	11.8%	22.3%	13.4%	19.1%	14.8%
财务费用	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%
营业利润	16.8%	13.2%	11.6%	12.1%	14.7%	13.9%	14.2%	16.8%	18.3%	12.1%
有效税率	17.2%	17.8%	14.1%	18.2%	18.2%	18.2%	2.3%	14.8%	16.2%	17.6%
净利率	13.9%	10.9%	9.9%	9.9%	12.0%	11.4%	14.0%	14.3%	15.3%	10.0%
YoY										
收入	42.7%	17.4%	14.3%	-2.6%	-11.2%					
归母净利	24.9%	-32.3%	31.6%	-33.7%	-25.6%					

资料来源：Wind、招商证券

2026 年三季度，公司主要产品市场均价环比 2026Q2 总体下跌，其中新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销售均价环比分别下跌 7.0%、5.1%、0.8%、1.2%，其中核心产品市场价，尿素（-4.3%）、辛醇（-2.5%）己二酸（-5.1%）、草酸（-19.6%）、甲酸(-15.6%)、NMP（-0.6%），DMF（+0.1%）、工业级碳酸二甲酯（+22.4%）、醋酸（+1.4%）、己内酰胺（+5.4%）、PA6（+3.8%）、电池级碳酸二甲酯（+6.2%）。从销量看，新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销量环比分别增长 17.8%、-6.8%、9.1%、8.6%。

表 3：单季度主要业务收入构成

收入分布	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
新能源新材料相关产品										
收入（亿元）	45.15	40.0	41.2	37.5	38.7	39.4	40.0	45.6	47.7	52.3
销量（万吨）	69.44	66.5	65.2	66.4	74.0	76.0	83.9	83.8	80.1	94.3
均价（元/	6502	6012	6317	5653	5226	5182	4769	5434	5959	5540
化学肥料										
收入（亿元）	18.37	16.0	20.5	19.0	19.8	19.5	14.8	19.1	19.8	17.5
销量（万吨）	110.22	103.4	151.3	145.3	143.1	144.9	141.9	136.6	138.3	128.9
均价（元/	1667	1551	1355	1306	1385	1344	1043	1395	1430	1358

仅供内部参考，请勿外传！

有机胺系列产品										
收入(亿元)	6.44	6.1	6.4	5.6	5.9	6.1	5.9	5.4	6.2	6.7
销量(万吨)	14.63	15.3	15.2	13.5	14.6	15.8	14.7	13.4	12.6	13.8
均价(元/	4402	3997	4197	4152	4068	3884	4035	3990	4905	4866
醋酸及衍生品										
收入(亿元)	10.59	10.1	10.2	8.2	8.9	8.1	8.7	9.0	9.8	10.5
销量(万吨)	38.81	37.1	42.5	33.7	40.3	40.3	41.9	38.0	34.1	37.1
均价(元/	2729	2721	2404	2432	2197	2005	2084	2376	2856	2821

资料来源：公司公告、招商证券

二、公司竞争优势明显，持续推动高质量发展

（1）成本优势

公司具有较强的成本控制优势。公司始终坚持成本领先战略，从组织构架、资源配置、生产运营、营销管理全链条挖潜降本，项目建设做到技术领先、投资可控、投产高效；生产发挥柔性联产优势，深挖装置与系统潜力，优化公用工程，持续节能降耗，提高资源综合利用率；经营构建多产业链协同运营模式，点对点减少中间环节，降低运营成本；全面强化对标管理提升，坚持降本控费；积极推动德州本部及荆州恒升“一体两翼”“双航母”发展，提升综合盈利能力。

（2）创新优势

公司始终以科技创新为核心驱动力，通过不断的技术创新和在线优化，掌握了一批核心关键技术。以重大项目为依托，实施系统集成创新；立足生产工艺实际，推进引进消化吸收再创新；着眼节能降耗，实施在线优化创新，构建三大平台调控中枢、多产品协同发展平台和双驱互联动力系统，确保装置安全稳定高效长周期运行；聚焦产业转型，实施自主产品创新，丰富新能源材料产品矩阵，推进产业链延伸拓展和产品迭代升级。

（3）管理优势

公司持续巩固和提升企业竞争力，实施全流程管控、精细化管理。严格项目管理，控制建设成本；强化预算执行，源头降本、过程提效、管理控费、终端增收，实现预算全过程受控；强化市场运营，实施产销协同；加强战略合作，追求各方共赢；强化绩效考核，提高企业效能；夯实管理基础，增强风险控制能力；增加员工福祉，凝聚向心力；突出富有特色的管理模式，构筑完善的管理体系。

国家相关政策方案出台，公司积极采取措施推动自身高质量发展。受全球化工行业调整，结构性产能过剩，下游需求不足等因素影响，化工市场竞争加剧，产品价格持续低位震荡，企业经营面临较大压力。政府相关部门为解决上述困局，陆续出台相关政策和措施，力求从技术升级、设备更新、绿色低碳、节能降碳、行业自律、反内卷、刺激需求等多层面推动化工行业向高端化、绿色化、数字化有序发展。

公司针对相关政策的变化和要求，结合企业实际情况，主要采取了以下措施：一是坚持高端定位，持续推进项目建设，20 万吨二元酸项目、酰胺原料优化升级项目等陆续投产，拟建项目积极争取资源条件；二是加大生产系统在线优化和技术改造，通过节能降耗、稳产扩能降本增效；三是坚持竞合共赢，维护市场秩序；四是积极推进数智化转型，生产制造数字化技术应用普及率达到 100%，实现自

仅供内部参考，请勿外传！

动控制系统全覆盖，公司入选国家首批卓越级智能工厂。

为保证粮食安全，调动农民种粮积极性，政府相继出台化肥行业有关政策，一是稳定化肥生产，保证供应，加强市场监管和化肥进出口管理；同时，强化绿色发展，鼓励煤化工行业气化等环节利用清洁低碳氢替代化石能源制氢；加大技术升级和设备更新，淘汰落后产能，扎实推进行业绿色低碳转型发展。

公司积极响应国家最新政策要求，进一步适应市场变化，主要采取了以下措施：一是落实技术进步和设备更新，推动气化平台升级改造项目开工建设，并积极落实相关等量替代项目，降低综合能耗、物耗，全面提升系统效能；二是落实保供要求，加大化肥产品生产；三是预判市场波动，采取相应措施，保持化肥合理盈利空间；四是响应政府相关部门要求，积极争取化肥产品出口业务。

随着化工行业培育增长新动能，因地制宜发展新质生产力，协同推进降碳、减污、扩绿、增长等各项政策的实施，安全、环保、节能、减排等工作持续加强。为适应相关政策的变化，公司采取了以下应对措施：一是坚持安全发展，严格落实全员安全生产责任制，强化制度体系执行，抓好本质安全技改提升，开展安全隐患排查及诊断治理，年内没有发生一般以上安全事故；二是强化生态环保管理，优化改造落后工艺，回收利用有效气体，加强 VOCs 治理和“三废”集中治理，优化超低超净排放，全年未发生环境污染事故及环境投诉，各污染物持续稳定达标排放；三是严格执行和提升出厂产品质量标准，满足不同客户差异化需求，全年无质量事故；四是着眼技改挖潜和节能降耗，主要产品能耗指标进一步优化，“化工尾气和放空废气综合利用技术”入选绿色化工园区适用技术目录。

三、公司产品种类丰富，增强整体抗风险能力

公司持续沿产业链拓展延伸，产品种类丰富有助提升抗风险能力。2021 年三季度末以来，化工行业景气度持续下行，公司主营产品价格大幅下跌，2026 年上半年，在国内“反内卷”、国际地缘战争等诸多因素推动下，化工市场行情有所回暖，部分产品价格上行，推动企业效益增长。同时，行业结构性产能过剩、原料价格上涨等问题依然严峻，特别是美以伊战争对国际能源、化工、化肥等行业产生了难以预测的影响，造成市场环境整体面临较大压力。面对复杂严峻的行业局面，化工企业需充分适应市场环境变化，紧跟国家政策调整，扎实推进产业结构调整，加速实施技术创新，深入践行低碳绿色发展，积极推动产业链向高端延伸。公司产品种类较多，各自所处子行业不同，在行业周期底部位置，部分产品价格仍有阶段性表现，有助增强公司抗风险能力。

图 7：近几年己内酰胺和 PA6 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 8：近几年己二酸和辛醇价格走势



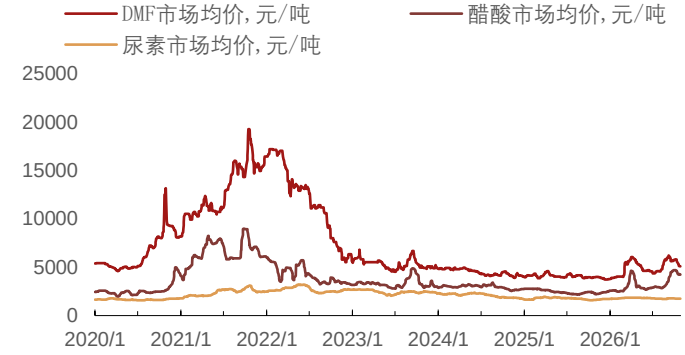
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 9：近几年碳酸二甲酯价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：近几年 DMF/尿素/醋酸价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

公司成本端影响较大的主要是原料煤、动力煤、苯和丙烯。自 2021 年三季度末开始煤炭价格进入下跌通道，纯苯和丙烯价格受油价影响高位运行。2025 年公司原料煤、纯苯、丙烯耗用量分别为 916 万、68.5 万、22.7 万吨，2026 年以来，年，受中东战争等因素影响，国际原油价格大幅上涨，公司核心原料动力煤、原料煤、纯苯、丙烯价格持续上涨，成本压力有所提升。

仅供内部参考，请勿外传！

图 11：近几年煤炭价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 12：近几年纯苯和丙烯价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

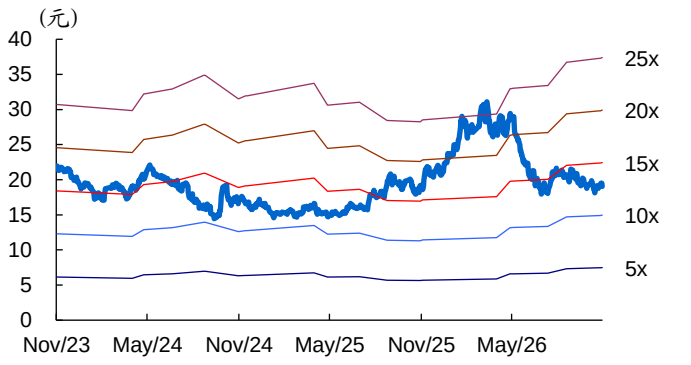
四、风险提示

1、产品价格下跌。公司主要产品为大宗商品，具有较强的周期属性，尽管公司产品种类较多，抗风险能力较强，但如果产品价格下跌明显，将影响公司业绩。

2、原材料价格上涨。公司产品上游原材料煤炭、纯苯、丙烯等大宗商品，会受到周期波动影响，如果上游原材料价格大幅上涨，而公司产品价格向下游传导不顺畅，可能会对公司业绩带来不利影响。

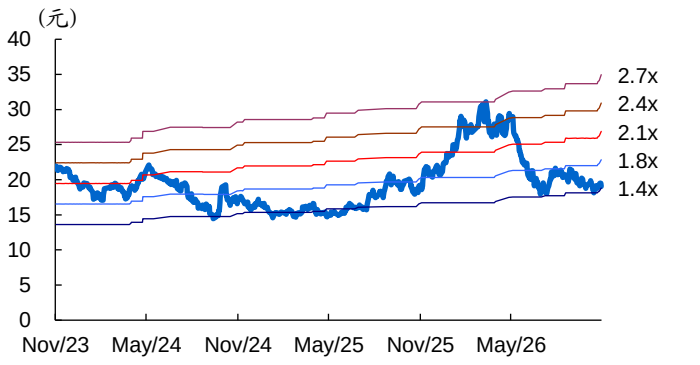
3、新项目投产不及预期。新项目投产时间受到审批、工程建设、设备购置进度、调试等多方面因素影响，如果投产不及预期会影响公司业绩。

图 13：华鲁恒升历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 14：华鲁恒升历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7374	8885	8211	10548	13430
现金	1398	2085	325	2083	4605
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	50	18	21	23	24
应收款项	84	31	22	24	25
其它应收款	2	4	5	5	6
存货	1319	1493	1713	1803	1868
其他	4522	5253	6124	6609	6902
非流动资产	39283	40292	42752	44974	46980
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	30056	32994	35784	38299	40566
无形资产商誉	2367	2857	2571	2314	2083
其他	6859	4442	4397	4361	4332
资产总计	**46658**	**49177**	**50963**	**55522**	**60410**
流动负债	5526	5765	3526	3507	3613
短期借款	0	776	163	0	0
应付账款	3149	1615	1863	1961	2031
预收账款	529	769	887	933	967
其他	1848	2605	612	613	614
长期负债	8305	8262	8262	8262	8262
长期借款	8224	8139	8139	8139	8139
其他	80	122	122	122	122
负债合计	**13830**	**14027**	**11787**	**11769**	**11875**
股本	2123	2123	2750	2750	2750
资本公积金	2303	2216	2246	2246	2246
留存收益	26592	28741	31683	35718	39908
少数股东权益	1810	2070	2497	3039	3632
归属于母公司所有者权益	31018	33080	36679	40714	44904
负债及权益合计	**46658**	**49177**	**50963**	**55522**	**60410**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4968	4198	7610	9326	10244
净利润	4178	3656	4587	5825	6368
折旧摊销	2800	3226	3592	3830	4046
财务费用	240	271	279	237	217
投资收益	0	(1)	(134)	(134)	(134)
营运资金变动	(2248)	(2955)	(711)	(435)	(256)
其它	(2)	1	(3)	3	2
投资活动现金流	(5075)	(3646)	(5919)	(5919)	(5919)
资本支出	(5081)	(3650)	(6053)	(6053)	(6053)
其他投资	6	4	134	134	134
筹资活动现金流	(388)	80	(3450)	(1648)	(1802)
借款变动	2024	2191	(2610)	(163)	0
普通股增加	(0)	(0)	627	0	0
资本公积增加	122	(87)	30	0	0
股利分配	(1911)	(1805)	(1218)	(1248)	(1585)
其他	(623)	(219)	(279)	(237)	(217)
现金净增加额	(495)	632	(1760)	1758	2522

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	34226	30969	36176	39231	41031
营业成本	27821	25037	28889	30396	31494
营业税金及附加	201	219	256	278	291
营业费用	89	93	109	118	124
管理费用	335	310	362	393	411
研发费用	661	886	1035	1122	1174
财务费用	220	263	279	237	217
资产减值损失	(56)	(43)	(43)	(43)	(43)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	197	153	153	153	153
投资收益	(32)	(20)	(20)	(20)	(20)
营业利润	5008	4251	5336	6778	7411
营业外收入	7	14	14	14	14
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	5015	4262	5348	6789	7422
所得税	836	607	760	965	1054
少数股东损益	276	340	427	542	593
归属于母公司净利润	3903	3315	4160	5283	5775

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	26%	-10%	17%	8%	5%
营业利润	13%	-15%	26%	27%	9%
归母净利润	9%	-15%	25%	27%	9%
获利能力					
毛利率	18.7%	19.2%	20.1%	22.5%	23.2%
净利率	11.4%	10.7%	11.5%	13.5%	14.1%
ROE	13.0%	10.3%	11.9%	13.7%	13.5%
ROIC	10.8%	8.8%	10.3%	12.1%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	28.5%	23.1%	21.2%	19.7%
净负债比率	20.2%	22.2%	16.3%	14.7%	13.5%
流动比率	1.3	1.5	2.3	3.0	3.7
速动比率	1.1	1.3	1.8	2.5	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	19.8	17.8	18.0	17.3	17.2
应收账款周转率	331.0	339.0	782.0	869.0	854.0
应付账款周转率	8.0	10.5	16.6	15.9	15.8
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.21	1.51	1.92	2.10
每股经营净现金	1.81	1.53	2.77	3.39	3.72
每股净资产	11.28	12.03	13.34	14.81	16.33
每股股利	0.46	0.39	0.45	0.58	0.63
估值比率					
PE	13.4	15.8	12.6	9.9	9.1
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.4	8.7	7.2	6.1	5.7

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。