

华鲁恒升（600426.SH）

多业联产煤化工龙头，周期加成长再进一步

买入

核心观点

公司是一家以化肥、化工生产经营为主的多业联产的新型化工企业，煤化工行业的领军企业之一。自2021年，公司将多元醇、己二酸及中间品业务划入新材料产品业务板块，叠加新投产产能贡献业绩。2022年公司营收中，新能源新材料产品/有机胺/肥料/醋酸及衍生品分别占48%/20%/18%/7%。公司新能源新材料板块相关产品主要包括己内酰胺、尼龙6、己二酸、异辛醇和碳酸二甲酯等，产线丰富，拓展性强，增长可期；传统优势产品DMF、尿素、醋酸等构建公司坚固利润底。

能源价格上涨，煤化工行业优势显现，低成本构筑核心竞争力。原油供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间。我国能源结构仍然是“富煤贫油少气”，油气对外依存度高，煤化工行业不仅受到高经济性驱动，还具有替代能源的战略需求。煤化工在政策持续不断更新中实现可持续、高质量发展。公司利用先进的煤气化技术助力公司提升效率，可持续发展，使用的多喷嘴对置式水煤浆加压气化技术是目前国内最先进的水煤浆气化技术之一，碳转化率可达98%，有效气体达83~85%。

先进的煤气化技术助力公司提升效率，可持续发展。公司依托洁净煤气化技术，提高资源综合利用能力，打造了柔性多联产运营模式。公司煤气化平台主要生产工艺为空分—水煤浆气化—变换（未变换）—（甲醇或CO）—合成氨。公司利用洁净煤气化技术，将煤炭转化为合成气，再通过合成气深加工，生产出多种化工产品和肥料产品，形成了“一头多线”的循环经济模式。并且，公司会根据市场周期性变化和 demand 波动，及时进行产品间、系统间、园区间的联产联动，优化当期产品结构，提高综合效益。

荆州一期项目进展顺利，新产能逐渐开始提供增量。截至2023年中报报告期，荆州基地一期项目主体安装基本完成，水电汽等公用工程管线相继投用，部分工序进入试车、调试阶段，今年将顺利投产并实现达产。

盈利预测与估值：我们预计公司2023-2025年归母净利润为44.5/58.6/75.8亿元，对应EPS为2.1/2.8/3.6元，对应当前股价PE为15.2/11.5/8.9X。我们认为公司股票合理估值区间在35.6-44.7元之间，今年动态市盈率17-21倍，相对于公司目前股价有12%-40%溢价空间。考虑公司经营水平优异和稳健且兼具成长性，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下行及毛利率下降的风险；行业竞争加剧风险；资源依赖风险；安全环保风险；政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,636	30,245	30,869	40,866	45,190
(+/-%)	103.1%	13.6%	2.1%	32.4%	10.6%
净利润(百万元)	7254	6289	4448	5857	7579
(+/-%)	303.4%	-13.3%	-29.3%	31.7%	29.4%
每股收益(元)	3.43	2.96	2.10	2.76	3.57
EBIT Margin	32.3%	25.2%	18.1%	17.5%	20.3%
净资产收益率(ROE)	32.6%	23.4%	14.8%	17.2%	19.2%
市盈率(PE)	9.3	10.7	15.2	11.5	8.9
EV/EBITDA	7.3	8.0	10.5	8.5	6.8
市净率(PB)	3.02	2.51	2.25	1.98	1.71

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：余双雨

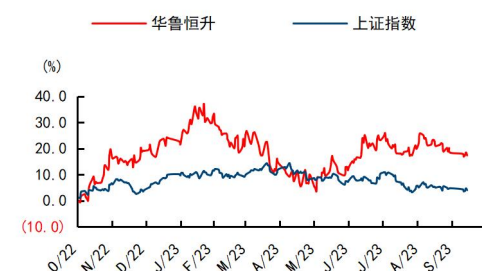
021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	35.60 - 44.70 元
收盘价	31.82 元
总市值/流通市值	67564/67200 百万元
52 周最高价/最低价	38.55/26.17 元
近 3 个月日均成交额	305.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华鲁恒升（600426.SH）-2023Q2 业绩环比改善，新项目增量可期》——2023-08-31
- 《华鲁恒升（600426.SH）-2023Q2 业绩环比提升，新产能待投迎增量》——2023-07-13
- 《华鲁恒升（600426.SH）-2022Q3 业绩承压，煤化工龙头长期成长》——2022-10-28
- 《华鲁恒升（600426.SH）-上半年业绩同比增长，长期布局助力龙头成长》——2022-08-31
- 《华鲁恒升（600426.SH）-新能源+新材料双轮驱动，龙头加快发展步伐》——2022-05-02

内容目录

公司概况：多业联产，煤化工行业龙头	6
公司沿革及经营概况	6
产业链不断完善，周期叠加成长性	7
荆州项目助成长，再建低成本基地	10
煤化工行业健康发展，公司成本优势稳固	12
原油预期高位，煤化工优势显现	12
先进工艺技术助力公司成本优化，稳固核心竞争力	13
煤化工政策更迭，推动行业健康发展	14
公司产品应用广泛，新材料产品营收占比高	16
新能源新材料产线丰富，拓展性强，增长可期	17
PA6 及 PA66 产业链	17
异辛醇	25
碳酸二甲酯	26
BDO 产业链	28
传统优势产品构建公司坚固利润底	30
有机胺：公司为全球最大 DMF 制造企业，景气度历史低位	30
肥料：以农业领域为主的尿素，公司传统优势项目	32
醋酸及衍生品：醋酸景气度待回暖，仍存盈利弹性	35
财务分析	36
资本结构及偿债能力分析	36
经营效率分析	36
盈利能力分析	37
成长性分析	38
现金流量分析	39
盈利预测	39
假设前提	39
未来 3 年业绩预测	41
盈利预测情景分析	41
估值与投资建议	43
投资建议	44
风险提示	45
附表：财务预测与估值	47

图表目录

图 1: 华鲁恒升发展历程	6
图 2: 华鲁恒升股权结构	7
图 3: 华鲁恒升主要产品产业链	8
图 4: 华鲁恒升股价与重要事件	10
图 5: 江陵县产业布局规划图	11
图 6: 动力煤价格（元/吨）与布伦特原油价格（美元/桶）	12
图 7: 华鲁恒升分业务营收（亿元）	17
图 8: 华鲁恒升分业务毛利（亿元）	17
图 9: PA6 及 PA66 产业链	18
图 10: 我国己内酰胺产量（万吨）及同比增速	19
图 11: 我国己内酰胺月度进出口量（万吨）	19
图 12: 己内酰胺价格与价差（元/吨）	19
图 13: 2022 年己内酰胺下游消费结构	19
图 14: 己内酰胺周度开工负荷率（%）	19
图 15: 己内酰胺周度库存（天）	19
图 16: 我国 PA6 产量（万吨）及同比增速	20
图 17: 我国 PA6 月度进出口量（万吨）	20
图 18: PA6 价格与价差（元/吨）	20
图 19: 2022 年 PA6 下游消费结构	20
图 20: PA6 周度开工负荷率（%）	21
图 21: PA6 周度库存（天）	21
图 22: 中国纺织服装、服饰业产成品存货同比（%）	21
图 23: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比（%）	21
图 24: 我国己二酸产量（万吨）及同比增速	22
图 25: 我国己二酸月度进出口量（万吨）	22
图 26: 己二酸价格与价差（元/吨）	22
图 27: 2022 年己二酸下游消费结构	22
图 28: 己二酸周度开工负荷率（%）	23
图 29: 己二酸周度企业库存（万吨）	23
图 38: 我国辛醇产量（万吨）及同比增速	25
图 39: 我国辛醇月度进出口量（万吨）	25
图 40: 辛醇价格与价差（元/吨）	25
图 41: 2022 年辛醇下游消费结构	25
图 42: 辛醇周度开工负荷率（%）	26
图 43: 江苏省辛醇周度港口库存（万吨）	26
图 44: 我国碳酸二甲酯产量（万吨）及同比增速	26
图 45: 我国碳酸二甲酯月度进出口量（万吨）	26

图 46: 碳酸二甲酯价格与价差 (元/吨)	27
图 47: 2022 年我国碳酸二甲酯下游消费结构	27
图 48: 碳酸二甲酯周度开工负荷率 (%)	27
图 49: 碳酸二甲酯周度企业库存 (万吨)	27
图 50: 碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯生产工艺流程图	28
图 51: 华鲁恒升规划项目涉及 BDO 产业链	28
图 60: 我国 DMF 产量 (万吨) 及同比增速	31
图 61: 我国 DMF 月度进出口量 (万吨)	31
图 62: DMF 价格与价差 (元/吨)	31
图 63: 2022 年我国 DMF 下游消费结构	31
图 64: DMF 周度开工负荷率 (%)	32
图 65: DMF 周度企业库存 (万吨)	32
图 66: 部分生产企业 DMF (或对应板块) 毛利率	32
图 67: 我国尿素产量 (万吨) 及同比增速	33
图 68: 我国尿素月度进出口量 (万吨)	33
图 69: 尿素价格与价差 (元/吨)	33
图 70: 2022 年我国尿素下游消费结构	33
图 71: 尿素周度开工负荷率 (%)	33
图 72: 尿素周度企业库存 (万吨)	33
图 73: 部分企业尿素 (或对应板块) 毛利率变化	34
图 74: 2022 年部分企业尿素 (或对应板块) 毛利率对比	34
图 75: 我国冰醋酸产量 (万吨) 及同比增速	35
图 76: 我国冰醋酸月度进出口量 (万吨)	35
图 77: 醋酸价格与价差 (元/吨)	36
图 78: 2022 年我国冰醋酸下游消费结构	36
图 79: 冰醋酸周度开工负荷率 (%)	36
图 80: 冰醋酸周度库存 (天)	36
图 81: 华鲁恒升毛利率、净利率	37
图 82: 华鲁恒升季度毛利率、净利率	37
图 83: 华鲁恒升销售、管理、研发、财务费用率	37
图 84: 华鲁恒升季度销售、管理、研发、财务费用率	37
图 85: 可比公司净利率	38
图 86: 可比公司 ROE (加权)	38
图 87: 华鲁恒升营业收入及同比增速 (单位: 亿元、%)	38
图 88: 华鲁恒升单季营业收入及同比增速 (单位: 亿元、%)	38
图 89: 华鲁恒升归母净利润及同比增速 (单位: 亿元、%)	39
图 90: 华鲁恒升单季归母净利润及同比增速 (单位: 亿元、%)	39
图 91: 公司现金流量情况	39

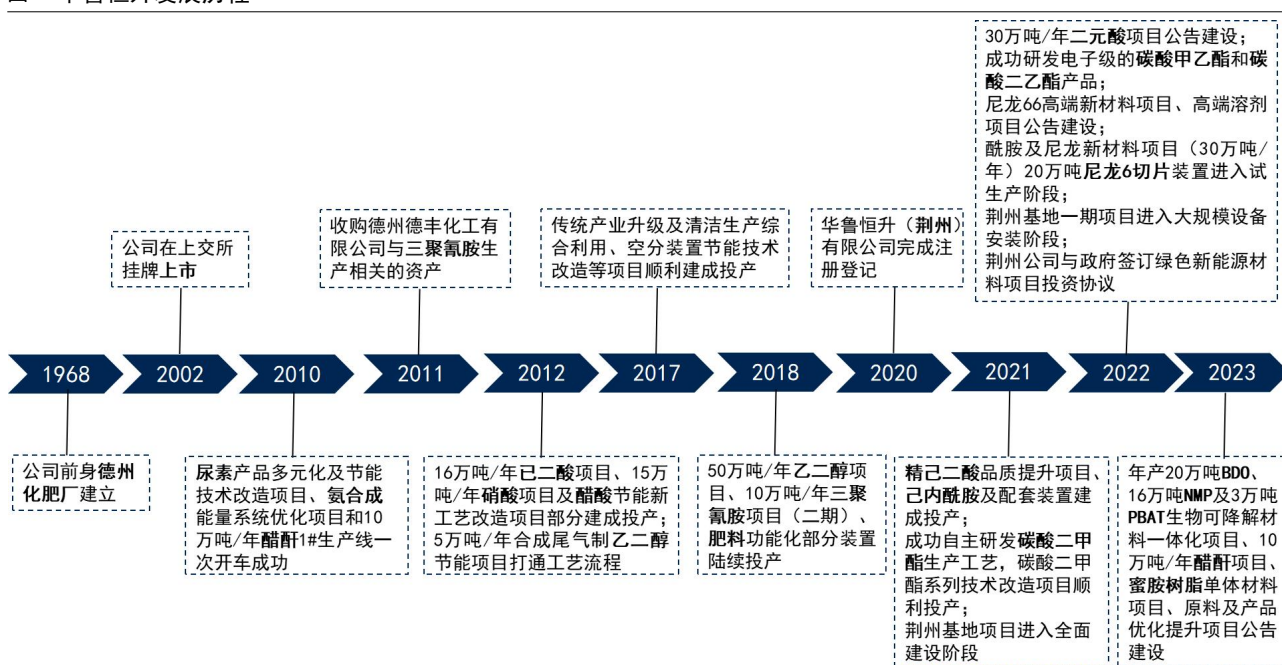
表1：股权激励计划	7
表2：股权激励计划需摊销的费用（万元）	7
表3：公司现有产品产能	8
表4：公司在建项目产品产能（包括部分投产）	9
表5：华鲁恒升新老装置造气情况	13
表6：煤气化技术对比	13
表7：煤化工行业政策	15
表8：公司主要产品情况	16
表9：公司主要产品供需平衡表（万吨）	16
表10：化肥行业政策	34
表11：华鲁恒升业务拆分	40
表12：未来3年盈利预测表（百万元）	41
表13：情景分析（乐观、中性、悲观）	42
表14：公司盈利预测假设条件（%）	43
表15：资本成本假设	43
表16：华鲁恒升FCFF估值表	43
表17：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	44
表18：同类公司估值比较	44

公司概况：多业联产，煤化工行业龙头

公司沿革及经营概况

华鲁恒升公司是一家以化肥、化工生产经营为主的多业联产的新型化工企业，全国煤化工行业的领军企业之一。公司成立于2000年4月，2002年6月在上海证券交易所挂牌上市。公司主要业务包括基础化学原料制造、化工产品生产和销售、专用化学产品制造和销售、肥料生产、热力生产和供应等，主要产品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，产品线丰富。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台，技术实力雄厚，拥有多项国家专利和一批核心技术，多项成果获得国家和省级科技进步奖。公司还是三甲胺、DMF等多个国家标准、行业标准起草或修订单位，DMF入选全国制造业单项冠军产品。

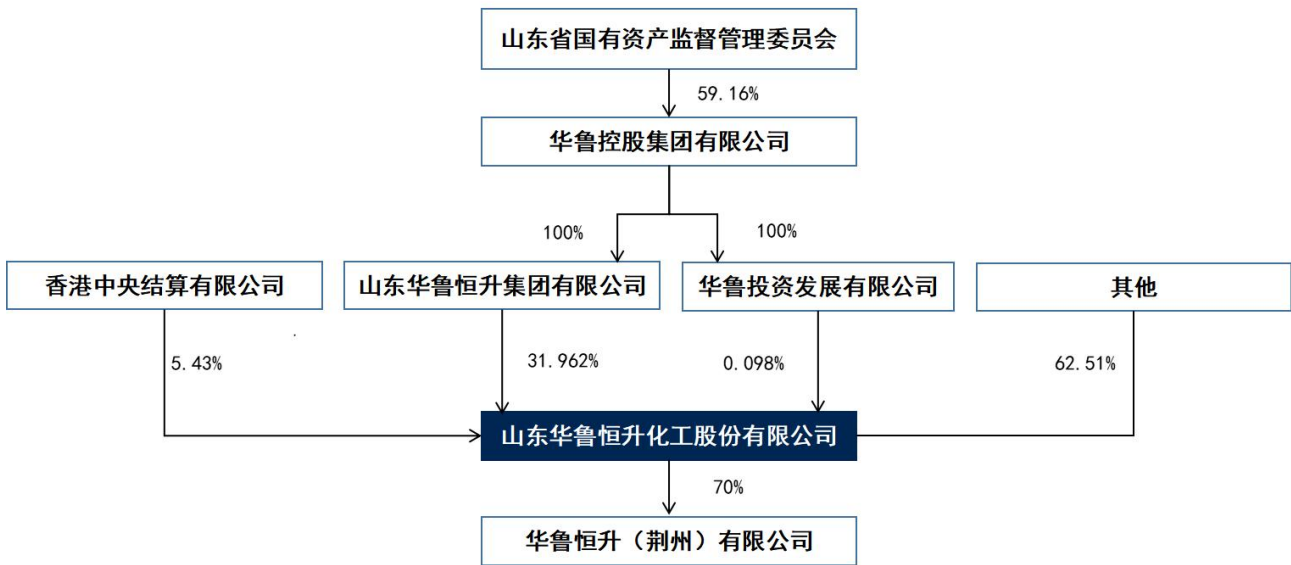
图1：华鲁恒升发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

华鲁恒升的实际控制人为山东省国资委。华鲁恒升公司的控股股东为山东华鲁恒升集团有限公司，持有公司31.962%的股份。山东华鲁恒升集团为华鲁控股集团的全资子公司，华鲁控股集团由山东省国有资产监督管理委员会控股59.16%。除了控股股东外，前十大股东中还包含多个社保基金、公募基金，也显示了华鲁恒升公司在资本市场上的认可度和吸引力。

图2：华鲁恒升股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

适时股权激励，范围逐期扩大。公司于2015、2018、2021年提出三次股权激励计划，激励对象由130人逐步增至190人。每期激励计划的首次授予数量和授予价格均有所提升。

表1：股权激励计划

激励计划	激励对象	首次授予日	首次授予数量	授予价格
2015年限制性股票激励计划	130人	2015年12月15日	524万股	7.44元/股
第二期限制性股票激励计划	160名	2018年12月12日	633万股	8.64元/股
2021年限制性股票激励计划	190名	2022年2月15日	1,060万股	17.93元/股

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：股权激励计划需摊销的费用（万元）

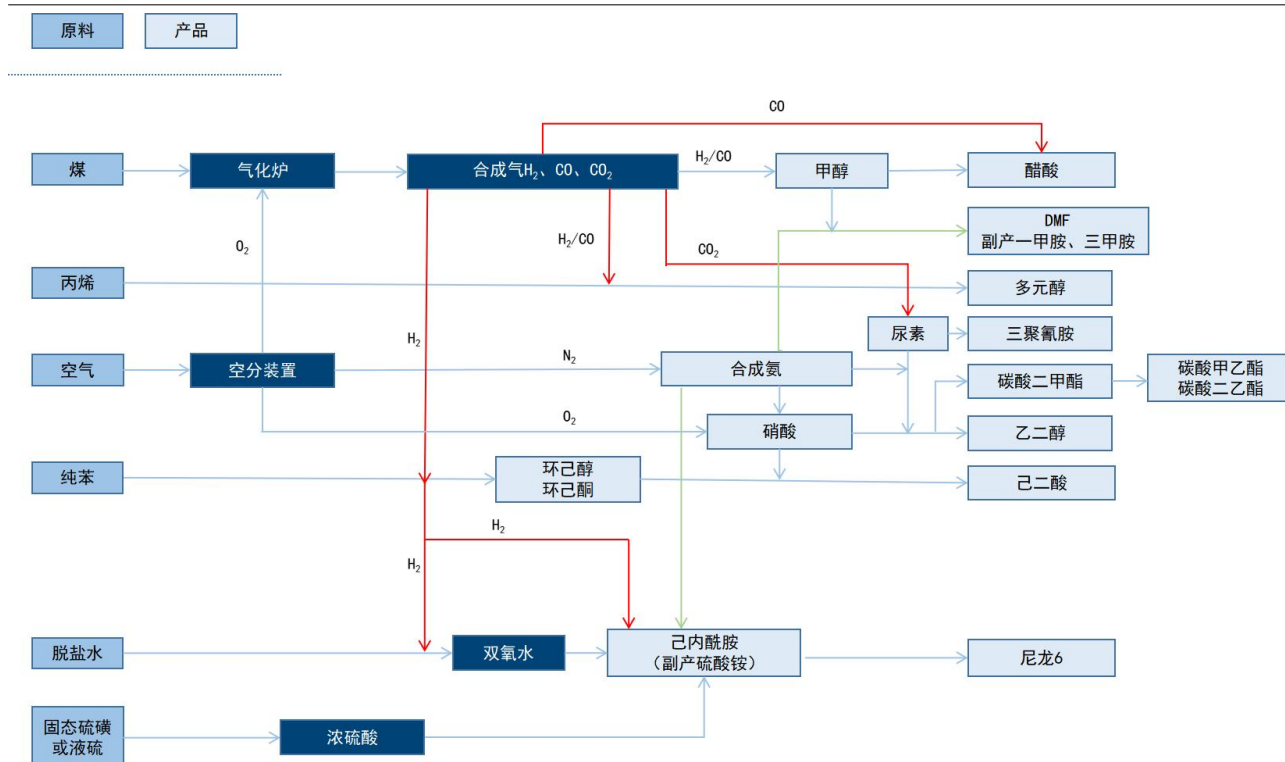
	需摊销的总费用	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
2015年限制性股票激励计划	834.49	12.56	301.34	295.55	158.40	66.64
第二期限制性股票激励计划	2,607.96	52.32	941.76	917.62	491.00	205.26
2021年限制性股票激励计划	17,680.80	5,586.64	6,384.73	3,804.28	1,718.97	184.18

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产业链不断完善，周期叠加成长性

公司产品线丰富，在多个方向有布局，利于风险市场分散并抓住多个市场机会。华鲁恒升在德州和荆州基地进行多元化产能布局，产品线涵盖了多个领域。主营产品包括新能源新材料相关产品，如己内酰胺、尼龙 6、己二酸、异辛醇和碳酸二甲酯等；有机胺系列产品，如 DMF（二甲基甲酰胺）、一甲胺、二甲胺、三甲胺等；肥料，主导产品为尿素；醋酸及衍生品，主要包括醋酸、醋酐等。

图3：华鲁恒升主要产品产业链



资料来源：环评报告（华鲁恒升高端溶剂项目），国信证券经济研究所整理

表3：公司现有产品产能

基地	项目	产品	设计产能（万吨/年）
德州	德州本部现有产能	尿素	155
		三聚氰胺	10
		甲醇	70
		混甲胺	40
		DMF	33
		醋酸	50
		醋酐	5
		草酸	20
		乙二醇	55
		异辛醇	20
		己二酸	32.66
		碳酸二甲酯	30
		尼龙 6 切片	20
		己内酰胺	30
	酰胺及尼龙新材料		

副产品

硫酸铵

48

资料来源：公司公告，环评报告，国信证券经济研究所整理

表4: 公司在建项目产品产能（包括部分投产）

基地	项目	产品	设计产能（万吨/年）	
德州	尼龙 66 高端新材料项目	己二酸	20	
		己二胺	4.2	
		尼龙 66	8	
	高端溶剂项目	碳酸二甲酯	30	
		碳酸甲乙酯	30	
		碳酸二乙酯	5	
	PBAT 可降解塑料项目	BDO	17.95	
		PBAT	12	
		NMP	5	
	副产品	丁醇	0.51	
		四氢呋喃	1.32	
	荆州	二元酸项目	草酸	30
合成气综合利用项目		液氨	38.48	
		产品	尿素	100
			醋酸	100
DMF			15	
副产品		硫磺	1.57	
		食品级 CO2	20	
绿色新能源材料项目		一甲胺	1.25	
		三甲胺	4.3	
		醋酐项目	醋酐	10
		蜜胺树脂项目	蜜胺树脂单体材料	16
		一体化项目	碳酸氢铵	80
			PBAT	3
			BDO	20
	NMP		16	

资料来源：公司公告，环评报告，国信证券经济研究所整理

随着公司产线逐步丰富、规模逐渐扩张，公司盈利能力提升同时推动股价攀升。公司依然保持稳健的经营，巩固自身强势项目的同时也不断开拓新的领域。

图4：华鲁恒升股价与重要事件



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

荆州项目助成长，再建低成本基地

赴湖北打造新基地，战略布局再扩一城。公司在湖北江陵经济开发区投资建设华鲁恒升荆州现代煤化工基地，优化国内战略布局，目前荆州基地已规划建设园区气体动力平台项目和合成气综合利用项目。其中园区气体动力平台项目以煤为原料，采用多喷嘴水煤浆加压气化工艺、低温深冷分离工艺等先进生产工艺生产合成气、高压氮气以及蒸汽等。合成气综合利用项目以园区气体动力平台项目产生的粗合成气为原料生产下游产品，主要有两条产品链，一是以粗合成气为原料生产合成氨，以液氨和CO₂为原料生产尿素；二是以粗合成气为原料生产醋酸、DMF和混甲胺。园区气体动力平台项目与拟建合成气综合利用项目同时设计、施工、投入运营。

荆州项目选址优异，资源丰富，交通便利。湖北是全国重要的磷肥、氮肥和石油加工基地，有一批国内知名的大型石化和化工企业，该区域水资源条件丰富，浩吉铁路拥有煤炭资源保障能力，叠加国家中部崛起战略和能源战略不断实施，具有发展建设大型煤化工基地的产业基础。江陵县位于湖北省中南部长江中游北岸，已初步形成了水、陆、空立体交通网络，交通运输十分方便，江陵码头是长江的重要货运港口之一。两条省道和长江黄金水道穿境而过，距荆州铁路货运站、宜黄高速公路仅30分钟车程，由水路从郝穴出发，可直达重庆、上海。

图5: 江陵县产业布局规划图



资料来源：环评报告，国信证券经济研究所整理

荆州一期项目进展顺利，新产能逐渐开始提供增量。华鲁恒升（荆州）有限公司是华鲁恒升的一个关键子公司，其核心战略是推动区域性、高端、智能和终端化的发展，专注于新型煤化工和化工新材料领域。截至 2023 年中报报告期，荆州基地一期项目主体安装基本完成，水电汽等公用工程管线相继投用，部分工序进入试车、调试阶段。公司荆州基地合成气综合利用项目主要产品包含 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺、15 万吨/年 DMF 等，今年将顺利投产并实现达产。据公司公告，项目投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。园区气体动力平台项目主要建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

荆州二期项目规划中，产品线将继续延伸，拓展新材料等产品。据环评报告，目前列入计划的荆州二期项目或包括年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目。NMP 是一种具有极强极性和优良清洗性能的高级溶剂，对聚酰亚胺树脂的溶解性非常好，无毒无害，在多个领域如石油化工、农药、医药和电子材料有广泛的应用。近年来随着国内大型乙烯装置的投建，特种工程塑料的开发、润滑油精制、锂电池等改用 NMP 作为溶剂，NMP 应用更加广泛。PBAT 则是一种生物降解塑料，它具有良好的延展性和生物降解性，环保性能显著。1,4-丁二醇（BDO）作为一种重要的有机和精细化工原料，在医药、化工、纺织、造纸、汽车和日用化工等多个行业中都有广泛应用，该化合物可用于生产四氢呋喃（THF）、聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）、 γ -丁内酯（GBL）和聚氨酯树脂（PU Resin）、PBAT、涂料和增塑剂等，以及作为溶剂和电镀行业的增亮剂等。

煤化工行业健康发展，公司成本优势稳固

原油预期高位，煤化工优势显现

据 IEA、EIA 等机构预测，未来布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间，整体供需偏紧。供给端 OPEC+ 继续加大减产力度，沙特阿拉伯和俄罗斯将减产延长至 2023 年年底；俄罗斯原油将继续受制裁影响，实际产量变化趋势存在不确定性；美国战略石油储备进入补充阶段，且页岩油资本开支不足，增产有限；供给端整体偏紧。需求端随着全球经济的不断修复，中美两国炼油厂开工积极度较高，石油需求温和复苏，因此整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间。

OPEC+ 继续加大减产力度，沙特阿拉伯和俄罗斯将减产延长至 23 年年底。2022 年 12 月 4 日的 OPEC+ 会议决定维持 200 万桶/天的减产政策不变（OPEC 减产 127 万桶/天，其他国家减产 73 万桶/天），并将该产量政策一直延续至 2023 年年底。2023 年 5 月起，沙特自愿减产 50 万桶/日原油，7 月起再次自愿额外减产 100 万桶/日原油。两次减产，沙特原油日均产量已减至 900 万桶，为数年来的最低水平。2023 年 9 月 5 日，沙特再次宣布将 7 月起减产 100 万桶/日的措施延长 3 个月至 23 年年底，同时俄罗斯也将延长 30 万桶/日的石油出口削减直至年底。两大原油供应国宣布延长减产提振油市，供应端处于低位运行，原油价格持续上涨。

煤化工行业不仅受到高经济性驱动，还具有替代能源的战略需求。我国能源结构仍然是“富煤贫油少气”，油气对外依存度高。现代煤化工包括煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制乙醇、煤制芳烃和低阶煤等；传统煤化工主要是通过煤干馏生产焦炭，副产物为焦炉煤气和煤焦油，原材料多为合成氨制尿素、电石、甲醇等。中央经济工作会议要求加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产，积极扩大能源资源等产品进口；全国能源工作会议要求全力提升能源生产供应保障能力，发挥煤炭兜底保障作用，夯实电力供应保障基础。预计 2023 年我国煤炭产量将保持增长，我国将继续释放煤炭先进产能，推进煤矿产能核增和分类处置，推动在产煤矿稳产增产、在建煤矿投产达产，晋陕蒙新黔等煤炭主产区产量继续增加，大型智能化煤矿生产效率提高、生产弹性增强。

图6：动力煤价格（元/吨）与布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

先进工艺技术助力公司成本优化，稳固核心竞争力

公司依托洁净煤气化技术，提高资源综合利用能力，打造了柔性多联产运营模式。公司煤气化平台主要生产工艺为空分—水煤浆气化—变换（未变换）—（甲醇或 CO）—合成氨。公司利用洁净煤气化技术，将煤炭转化为合成气，再通过合成气深加工，生产出多种化工产品和肥料产品，形成了“一头多线”的循环经济模式。并且，公司会根据市场周期性变化和 demand 波动，及时进行产品间、系统间、园区间的联产联动，优化当期产品结构，提高综合效益。

先进的煤气化技术助力公司提升效率，可持续发展。在多种煤气化技术中，水煤浆气化技术是综合性能较好的选择，在效率、环境影响、技术复杂性和成本、原料适应性和自主产权等方面都有较好的表现。而公司使用的多喷嘴对置式水煤浆加压气化技术是目前国内最先进的水煤浆气化技术之一，碳转化率可达 98%，有效气体达 83~85%。1985 年，华东理工大学开始进行多喷嘴对置水煤浆气化工艺的实验室理论研究，1996 年开始建设试验装置，2000 年试验装置投入运行。据环评报告显示，公司已淘汰其落后的老厂造气装置和大氮肥装置中一台使用效果不佳的四喷嘴造气炉，后续装置的单炉合成气产生量均高于老装置。

表5：华鲁恒升新老装置造气情况

基地	装置	造气工艺	造气炉	造气炉数量	单炉合成气 (CO+H ₂) 产生量 (m ³ /h)	总合成气产生量 (m ³ /h)
德州	老系统装置（淘汰）	固定层间歇造气单喷嘴		Φ2.8m 9 台 Φ3.6m 5 台	6997.5 11347.5	119715
	大型氮肥装置国产化工程	水煤浆气化	四喷嘴（淘汰） 多喷嘴	Φ2.8m 1 台 Φ2.8m 2 台	50889 53703	158295
	原料煤本地化与动力结构调整项目	水煤浆气化	多喷嘴	Φ2.8m 2 台	53703	107406
	醋酸装置节能新工艺改造项目	水煤浆气化	多喷嘴	4 台（3 开 1 备）	60662	181987
	传统产业升级及清洁生产综合利用项目	水煤浆气化	多喷嘴	3 台（2 开 1 备）	85302	170604
	园区气体动力平台项目	水煤浆气化	多喷嘴	4 台（3 开 1 备）	179333	538000
荆州	园区气体动力平台项目	水煤浆气化	多喷嘴	4 台（3 开 1 备）	179333	538000

资料来源：环评报告（传统产业升级及清洁生产综合利用项目、园区气体动力平台项目），国信证券经济研究所整理

表6：煤气化技术对比

气化温度	气化压力及能耗	效率	原料	污染	装置应用	知识产权
固定层间歇造气技术	合成气综合能耗为 0.922kgce/m ³ 合成气， 26988 焦耳/m ³ 合成气	气化效率低，单炉产气量少，常压间歇气化	连续加压气化，气化温度低，生成气用碎煤不能用中甲烷量大，在液粉煤，原料利用氮洗后放出大量甲率低	吹风过程中放空气对环境我国小氮肥厂 90%以上采用该工艺生产 污染严重	我国 70 年代引进过一套，在山西化肥厂使用	技术指标较差，不需要引进
鲁奇气 (Lurgi) 气化技术		连续加压气化，气化温度低，生成气用碎煤不能用中甲烷量大，在液粉煤，原料利用氮洗后放出大量甲率低	连续加压气化，气化温度低，生成气用碎煤不能用中甲烷量大，在液粉煤，原料利用氮洗后放出大量甲率低	气化过程中生成苯、酚、焦油、废水等一系列难处理的物质，使用甲醇洗需 7 塔流程，而且有一套庞大的废水处理系统	我国 70 年代引进过一套，在山西化肥厂使用	需要引进

术

汽转化及变换后进入系统中做为原料气，气量约占总有效气量的 1/4

水煤浆气化技术	美国 GE 公司水煤浆气化技术	1300~1450℃	气化压力高, 可使用 6.5MPa 或 8.6MPa 的高压气化, 单炉生产能力大, 节约气体压缩功耗 CO+H ₂ ≥ 75% (V%)	单台炉处理煤量大, 生产能力强; 有效气体成分高, 有效气体达 83~85%	煤的适应性较宽, 可使用次烟煤、烟煤、无烟煤、煤到石油焦等; 使用粉煤, 原料利用率高	因高温气化, 气体中含甲烷很低 (CH ₄ ≤ 0.1%), 无内加工制造; 设备简单, 投资相对较低; 设有备炉, 减少了全装置停车次数, 增加了装置的可靠性; 废渣含碳量低	国产率高, 除高压煤浆泵外, 其余设备、机械均在国
粉煤气化技术	华东理工大学对置式多喷嘴水煤浆气化工艺	1300~1400℃	4.0~6.5MPaG	耗氧、煤耗比德士古气化技术低, 碳转化率可达 98%, 有效气体达 83~85%	纯氧和水煤浆为原料制合成气	采用混合器、旋风分离器和水洗塔相结合的节能高	2005 年, 该技术分别在华鲁恒升、国泰化工建设了工
粉煤气化技术	荷兰谢尔公司谢尔 (Shell) 气化技术	1400~1500℃	11×10 ⁶ kcal/(t 吨氨)	气化采用废锅流程, 副产高压蒸汽; 采用干粉气化, 氧耗量较低, 但需要氮气密封, 气化压力不能太高; 综合能耗上为 43~46GJ(10.5~11×10 ⁶ kcal)/(t 吨氨)	用纯氧、蒸汽气化, 干粉进料	液态排渣, 有特殊的水冷壁	需要引进 (技术须全面依赖进口, 国内技术进口, 国内技术进口, 国内技术进口)
粉煤气化技术	德士古气化技术	1300~1400℃		碳转化率为 96~97%, 有效气体达 80%~82%	水煤浆进料, 大量水份要进行气化, 煤耗和氧耗均较高	耐火砖使用寿命 1.5~2 年; 喷嘴喷射及雾化煤浆, 腐蚀非常严重, 使用 1.5~2 月要进行修复更换	需要引进
粉煤气化技术	西安热工院的 TPR 干煤粉加压技术	1400~1600℃	2.0~4.0MPaG	碳转化率高 99% 以上, 产品气体相对洁净, 不含重烃, 甲烷含量低, 煤气中有效气体达 90% 以上	煤种适应性广, 从无烟煤、烟煤、褐煤到石油焦均可气化, 对等凝聚物, 不污染环境, 煤的灰熔点范围比其它气化工艺更宽	高温气化不产生焦油、酚	西安热工院自主知识产权
粉煤气化技术	HT-L 粉煤气化技术	1800~2150℃	2.0~4.0MPaG	干煤粉纯氧燃烧, 提高火焰中心温度, 火焰短燃器火焰的中心温度 1800~2150℃	煤种适应性范围宽, 煤的灰熔点可选范围宽 (1250~1650℃), 气化原料可选范围广		我国自主开发

资料来源：环评报告（传统产业升级及清洁生产综合利用项目），国信证券经济研究所整理

煤化工政策更迭，推动行业健康发展

煤化工政策持续不断更新，强调可持续、高质量发展。起初，我国确立洁净煤技术在国家能源策略中的地位，提出长远规划和短期目标；优化能源结构，强调煤炭作为主体，推进煤基、生物质基等替代技术。之后，着重对煤炭工业进行规范和监管，促进大型煤炭企业和企业集团的形成；强调环境因素和节能，提倡推广先进技术和管理模式；现代煤化工着重新技术的推广和应用，明确环境准入条件和投资项目目录。整体而言，煤化工政策从最初的战略定位，到后来的结构优化、规范化管理，再到现阶段的可持续和现代化发展，体现了一个从量到质，从粗放到精细的演进过程。各阶段政策旨在平衡资源利用、环境保护和经济效益，以实现长期可持续发展。

表7: 煤化工行业政策

时间	政策	发布主体	主要内容
1997年6月	《中国洁净煤技术“九五”计划和2010年发展纲要》	国家经贸委等部门	明确了洁净煤技术在中国能源发展中的战略地位,就我国洁净煤技术与发达国家的差距提出我国“九五”洁净煤技术发展规划和2010年设想。
2004年6月	《能源中长期发展规划纲要(2004-2020年)》	国务院办公厅	大力调整和优化能源结构,坚持以煤炭为主体、电力为中心、油气和新能源全面发展的战略。坚持煤基替代、生物质替代和交通替代并举的方针,科学发展石油替代。
2005年6月	《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》	国务院办公厅	用3~5年时间,建立规范的煤炭资源开发秩序,大型煤炭基地建设初见成效,形成若干个亿吨级生产能力的大型煤炭企业和企业集团,煤矿安全基础条件有较大改善,煤炭法规政策体系逐步完善。再用5年左右时间,形成以合理保护、强化节约为重点的资源开发监管体系。
2006年7月	《关于加强煤化工项目建设管理,促进产业健康发展的通知》	国家发改委	“十一五”煤化工产业发展方向要统筹兼顾资源产地经济发展,环境容量;在有条件的地区适当加快以石油替代产品为重点的煤化工产业的发展;树立循环经济的理念,优化配置生产要素,努力实现经济社会、生态环境和资源的协调发展。
2007年4月	《能源发展“十一五”规划(2006年-2010年)》	国家发改委	按照“发挥资源优势、依靠科技进步、积极稳妥推进”的原则,加快发展煤基、生物质基液体燃料和煤化工技术,统筹规划,有序建设重点示范工程。
2008年8月	《关于加强煤制油项目管理有关问题的通知》	国家发改委	明确煤制油示范工程项目,要求有关企业和科研机构要集中力量,加强关键技术和工艺研发;建设过程中,要采用有利于节约资源、提高能效、降低排放的先进技术。
2009年5月	《石化产业调整和振兴规划》	国务院办公厅	今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目,原则上不再安排新的煤化工试点项目,重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程,探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。
2009年9月	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》	国家发改委	要严格执行煤化工产业政策,遏制传统煤化工盲目发展。综合运用节能环保等标准提高准入门槛,加强清洁生产审核,实施差别电价等手段,加快淘汰落后产能。稳步开展现代煤化工示范工程建设,今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。
2010年6月	《关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知》	国家发改委	明确煤制天然气产业的发展思路。综合考虑资源承载、能源消耗、环境容量、天然气管网、区域市场容量等配套条件,合理布局煤制天然气气源点,优先安排煤炭调出区煤制天然气项目。
2011年3月	《国家发展改革委关于规范煤化工产业有序发展的通知》	国家发改委	高度重视煤化工盲目发展带来的问题并切实加强煤化工产业的调控和引导。严格产业准入政策;加强项目审批管理;强化要素资源配置;落实行政问责制。
2012年6月	《关于鼓励和引导民间资本进一步扩大能源领域投资的实施意见》	国家能源局	能源领域民间投资不断发展壮大,已经成为促进能源发展的重要力量。要拓宽民间资本投资范围;营造公平和规范的市场环境;提高民营企业发展水平;加强对民间投资的引导和规范管理。
2013年1月	《能源发展“十二五”规划》	国务院办公厅	“十二五”时期能源资源开发重点有大型煤炭基地、大型煤电基地、煤炭深加工升级示范工程、炼油基地等。
2014年7月	《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》	国家能源局	规范煤制油(气)产业科学有序发展。通知严格产业准入要求;规范项目审批程序;强化要素资源配置;统筹规划试点示范;做好项目监督评价;落实相关管理责任。
2015年12月	《现代煤化工建设项目环境准入条件(试行)》	环境保护部办公厅	规范现代煤化工建设项目环境管理,协调经济发展与环境保护的关系,促进煤化工行业技术进步,对新建、改建和扩建现代煤化工生产建设项目制定准入条件。
2016年4月	《现代煤化工“十三五”发展指南》	中国石油和化学工业联合会	重点开展煤制烯烃、煤制油、煤制天然气、煤制乙二醇和煤制芳烃等现代煤化工示范项目的主副产品、综合能耗、水耗、安全生产规范等标准制订。
2016年9月	《石化和化学工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	在中西部符合资源环境条件地区,结合大型煤炭基地开发,按照环境准入条件要求,稳步开展现代煤化工关键技术工程化和产业化升级示范,着力提升资源利用和环境保护水平,提高装置竞争力,促进煤炭资源清洁高效利用。
2016年12月	《政府核准的投资项目目录(2016年本)》	国务院办公厅	新建煤制烯烃、新建煤制对二甲苯(PX)项目,由省级政府按照国家批准的相关规划核准。新建年产超过100万吨的煤制甲醇项目,由省级政府核准。其余项目禁止建设。
2017年1月	《能源发展“十三五”规划》	国家能源局	有序发展煤炭深加工,稳妥推进煤制燃料、煤制烯烃等升级示范,增强项目竞争力和抗风险能力。严格执行能效、环保、节水 and 装备自主化等标准,积极探索煤炭深加工与炼油、石化、电力等产业有机融合的创新发展模式,力争实现长期稳定高水平运行。
2017年3月	《现代煤化工产业创新发展布局方案》	国家发改委、工信部	目前产业整体仍处于升级示范阶段,重点开展煤制烯烃、煤制油升级示范,提升资源利用、环境保护水平;有序开展煤制天然气、煤制乙二醇产业化示范,逐步完善工艺技术方案及系统配置;稳步开展煤制芳烃工程化示范,加快推进科研成果转化应用。
2018年1月	《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	国家发改委	鼓励煤炭与煤化工企业根据市场需要出发实施兼并重组,有序发展现代煤化工,促进煤炭就地转化,发展高科技含量、高附加值产品。实现煤炭原料上下游产业的有机融合,增强产业相互带动作用。
2022年2月	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》;《现代煤化工行业节能降碳改造升级实施指南》	国家发改委、工信部等4部门	《现代煤化工行业节能降碳改造升级实施指南》提出,到2025年,煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇行业达到能效标杆水平以上产能比例分别达到30%、50%、30%,基准水平以下产能基本实现清零。
2022年3月	《关于“十四五”推动石化行业高质量发展的指导意见》	工信部、发改委、科技部、生态环境部、应急部、能源局	有序推进炼化项目“降油增化”,延长石油化工产业链。严控炼油、磷铵、电石、黄磷等行业新增产能,禁止新建用汞的(聚)氯乙炔产能,加快低效落后产能退出。促进煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展,按照生态优先、以水定产、总量控制、集聚发展的要求,稳妥有序发展现代煤化工。
2022年10月	《关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》	国家发改委、统计局	《通知》明确了原料用能的基本定义和具体范畴,即能源产品不作为燃料、动力使用,而作为生产非能源产品的原料、材料使用。用于生产非能源用途的烯烃、芳烃、炔烃、醇类、合成氨等产品的煤炭、石油、天然气及其制品,属于原料用能范畴;若作为燃料、动力使用,不属于原料用能范畴。
2023年6月	《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部、水利部、应急管理部	从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量,《方案》明确的每个示范区“十三五”期间2000万吨新增煤炭转化总量不再延续。确需新建的现代煤化工项目,应确保煤炭供应稳定,优先完成国家明确的发电供热用煤保供任务,不得通过减少保供煤用于现代煤化工项目建设。

资料来源：国家发改委等部门官网，国信证券经济研究所整理

公司产品应用广泛，新材料产品营收占比高

公司主要产品以基础化工、氮肥制造为主，应用领域广泛。产品的主要上游原材料为苯、丙烯、煤炭，其中己内酰胺、己二酸主要上游原材料为苯，异辛醇主要上游原材料为丙烯，碳酸二甲酯、尿素、DMF、醋酸主要上游原材料为煤炭。产品下游应用领域广泛，生产工艺成熟、高效。公司主营产品所处行业 2025 年之前均有产能扩增，公司凭借自身强大的成本优势筑造盈利基石。

表8: 公司主要产品情况

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	生产工艺
己内酰胺	基础化工制造业	苯	尼龙 6 高速纺、常规纺切片、MC 尼龙	苯经肟化和重排
己二酸	基础化工制造业	苯	鞋底原液、PU 浆料、尼龙 66 及盐	环己烷法、环己烯法
异辛醇	基础化工制造业	丙烯	异辛醇主要应用在 DOP, DOT	丙烯羰基反应
碳酸二甲酯	基础化工制造业	煤炭	电解液及相关行业、涂料胶黏剂、聚碳酸酯等行业	乙二醇联产
尿素	氮肥制造	煤炭	农业生产、工业加工	国内自主知识产权的高效合成、低能耗尿素工艺
DMF	基础化工制造业	煤炭	PU 浆料、医药、农药、食品添加剂、电子行业、其他行业	低压法接触法
醋酸	基础化工制造业	煤炭	醋酸酯、PTA, 醋酸乙烯, 氯乙酸和甘氨酸	甲醇羰基合成法

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9: 公司主要产品供需平衡表（万吨）

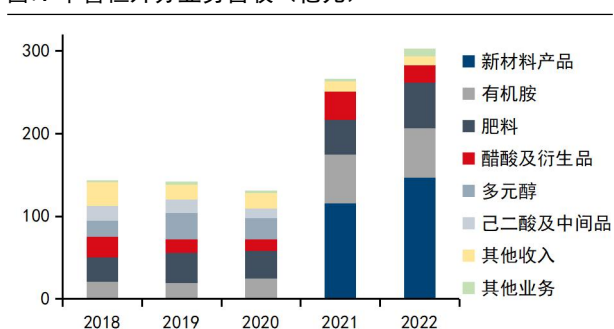
	2022 年				2023H1				现有产能		2025 年产能
	产量	进口量	出口量	表观消费量	产量	进口量	出口量	表观消费量			
己内酰胺	415	9	5	419	229	8	6	231	614		874
尼龙 6	443	20	39	424	273	10	24	258	636		691
己二酸	176	1	38	139	101	0.3	21	80	351		426
异辛醇（辛醇）	248	15	7	256	119	14	2	131	230		383
碳酸二甲酯	95	4	18	82	59	2	9	52	124		124
DMF	69	0.05	9	60	35	0.02	5	30	110		110
尿素	5652	0.5	283	5370	2922	0.2	101	2821	7391		7821
醋酸	894	0.02	109	785	449	1	44	406	1091		1271
BDO	170	4	5	169	98	2	8	92	290		660
甲醇	7621	1219	17	8823	3762	670	6	4425	10718		10798
乙二醇	1346	751	4	2093	763	309	6	1067	2877		4239
尼龙 66	49	20	12	57	30	9	7	33	82		100

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理 注：预计 2025 年产能未考虑可能淘汰的产能。

公司收入结构随市场变化有所波动，新材料产品营收占比高。自 2021 年，公司

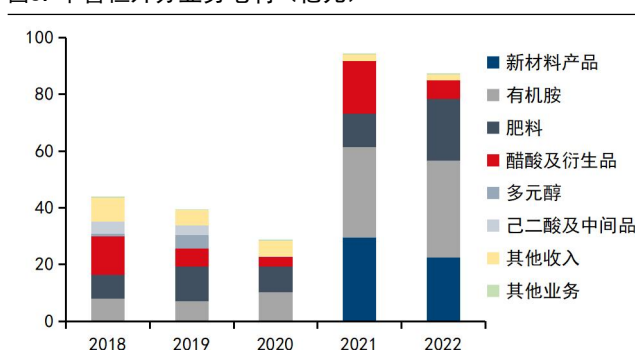
将多元醇、己二酸及中间品业务划入新材料产品业务板块，叠加新投产产能贡献业绩，2022 年新材料产品业务板块营收占比达到 48%，其余主营业务板块包括有机胺、肥料、醋酸及衍生品，营收占比分别为 20%、18%、7%。由分业务毛利可见，2022 年毛利占比最高的板块为有机胺业务，达 39%，其次为新材料产品（26%）、肥料（25%）、醋酸及衍生品（7%）。总体而言，新材料产品业务板块营收占比高，有机胺、肥料业务盈利能力较强，醋酸及衍生品表现偏弱。由于产品市场变动较快，公司收入及毛利结构易于产生一定程度的波动。

图7：华鲁恒升分业务营收（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：华鲁恒升分业务毛利（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

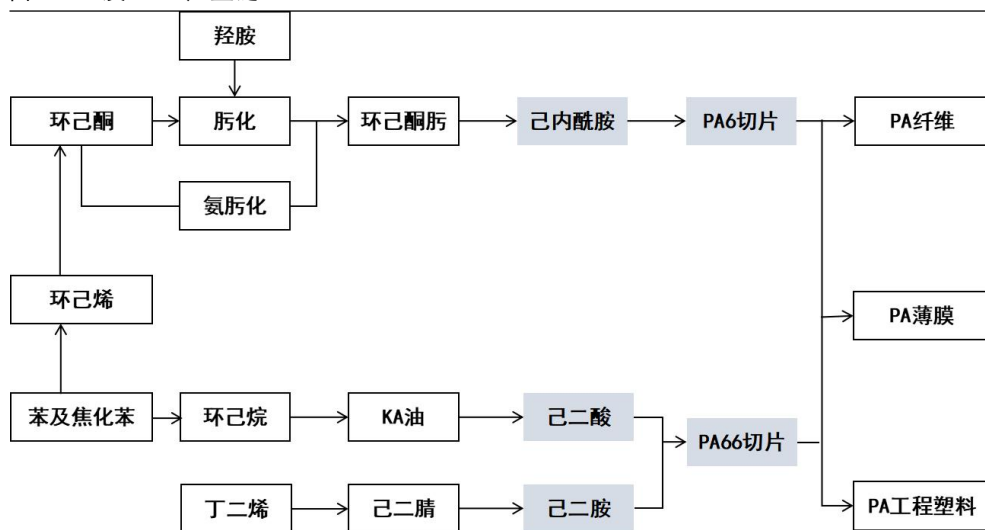
新能源新材料产线丰富，拓展性强，增长可期

公司新能源新材料板块相关产品主要包括己内酰胺、尼龙 6、己二酸、异辛醇和碳酸二甲酯等。

PA6 及 PA66 产业链

公司目前拥有己内酰胺-PA6 产线，另有己二酸-PA66 产业链在建设中。

图9: PA6 及 PA66 产业链



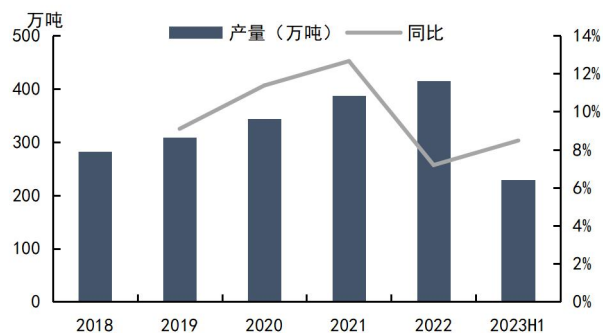
资料来源: DT 新材料, 国信证券经济研究所整理

己内酰胺

己内酰胺（CPL）是生产锦纶6和尼龙6工程塑料的重要单体，具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。己内酰胺广泛应用于汽车、船舶、医疗制品、日用品、电子和电子元件等领域。在国外，己内酰胺的主要消费领域为纤维（民用丝、工业丝、地毯丝）、工程塑料和食品包装膜，广泛应用于汽车、船舶、医疗制品、日用品、电子和电子元件等领域。此外，己内酰胺还可用于生产抗血小板药物6-氨基己酸等，用途十分广泛。在国内，由于后加工设备及技术的限制，主要应用于帘子布、民用锦纶丝、工程塑料等方面。目前，世界工业化生产己内酰胺的主要生产工艺是以环己酮肟贝克曼重排为基础的环己酮-羟胺路线，即以苯或纯苯为原料，经过环己醇、环己酮、环己酮肟等中间产品，最后用硫酸或磷酸催化重排反应制得己内酰胺。

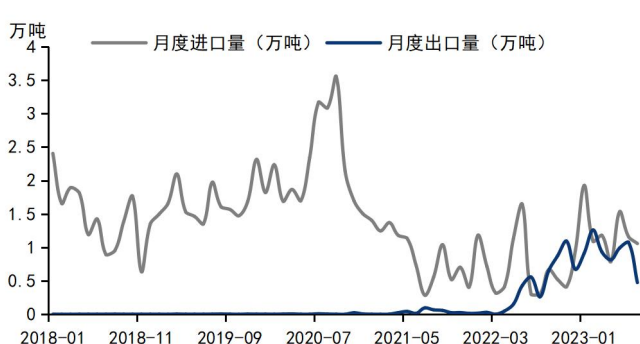
供给端，2018年以来，中国己内酰胺的产量总体呈上升趋势，尼龙6等新材料领域的快速发展，刺激了己内酰胺的供给端扩张。价格方面，2021年以来，己内酰胺价格在12000至16000元/吨的范围内波动，与原料端纯苯价格趋势接近。进出口方面，2018年以来，中国己内酰胺的进口量震荡走低，出口量有所增加。国内己内酰胺的自给率不断提高，进口依赖度逐步降低，同时出口市场也不断拓展。

图10: 我国己内酰胺产量（万吨）及同比增速



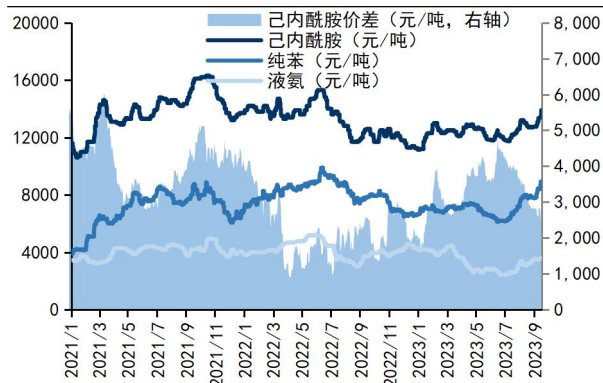
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图11: 我国己内酰胺月度进出口量（万吨）



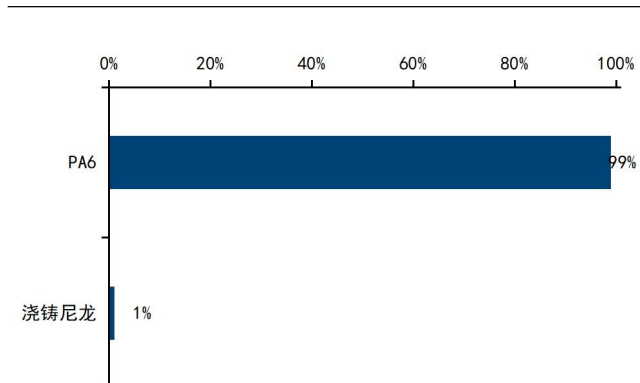
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图12: 己内酰胺价格与价差（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 2022 年己内酰胺下游消费结构



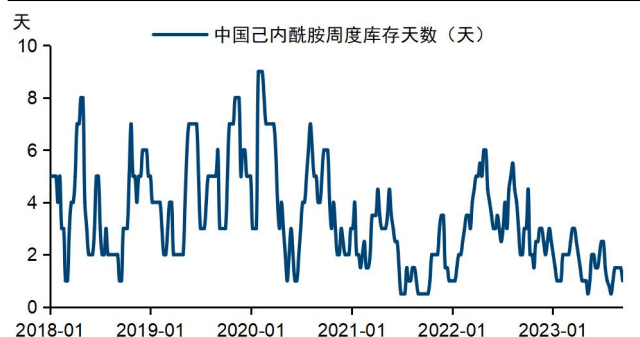
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图14: 己内酰胺周度开工负荷率（%）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图15: 己内酰胺周度库存（天）



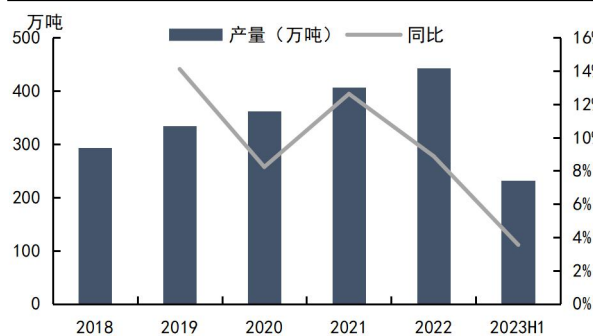
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

PA6

尼龙 6 (PA6) 是由己内酰胺聚合而成的高分子化合物, 主要用于民用长丝 (占比 58%)、工程塑料、工业丝、短纤、BOPA 薄膜等行业。尼龙纤维是一种合成纤维, 具有轻便、耐磨、防水等特点, 可用于服装、家居、工业等领域; 尼龙薄膜是一种具有优异性能的热塑性工程塑料, 可用于制造食品包装、医药包装、电子元件等; 汽车零部件, 如发动机罩、水箱、风扇叶片、油箱等, 这些部件具有耐高温、耐油、耐冲击等特性, 可提高汽车的性能和安全性; 电子电器产品, 如插座、开关、连接器、线圈等, 这些产品具有良好的电绝缘性和耐老化性, 可提高电子电器的可靠性和寿命。

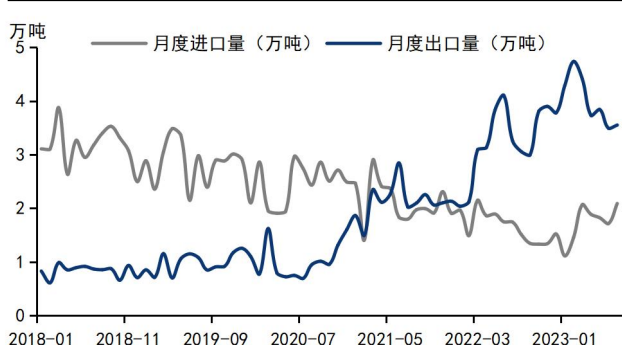
2018 年以来, 中国 PA6 的产量呈上升趋势, 2023 年上半年, 产量增速有所下滑。据卓创资讯, 目前国内 PA6 企业产能 626 万吨, 在建产能 65 万吨, 供给端增长较为有限。价格方面, 2021 年以来, PA6 价格与己内酰胺价格趋势接近, 价差存在波动但基本低于 2000 元/吨。进出口方面, 2018 年以来, 中国 PA6 的进口量震荡走低, 出口量增加, 2022 年后出口量超过进口量。

图16: 我国 PA6 产量 (万吨) 及同比增速



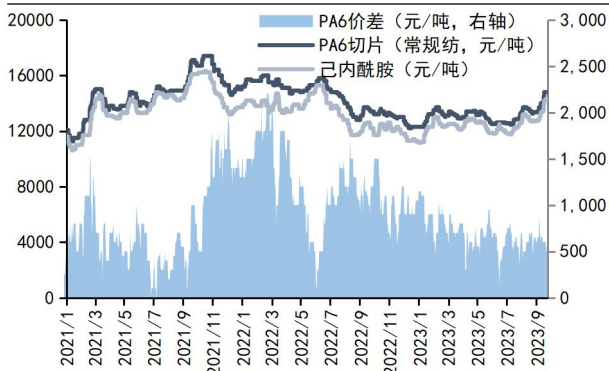
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图17: 我国 PA6 月度进出口量 (万吨)



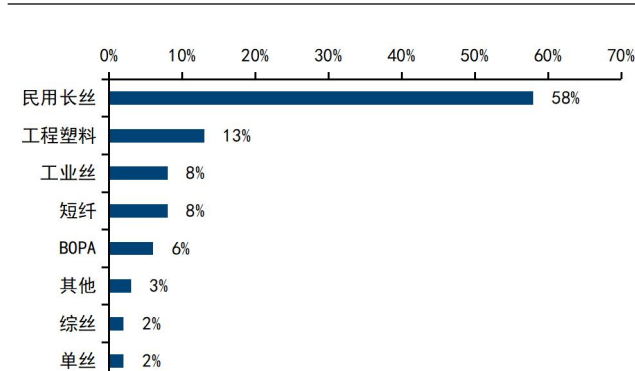
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图18: PA6 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 2022 年 PA6 下游消费结构



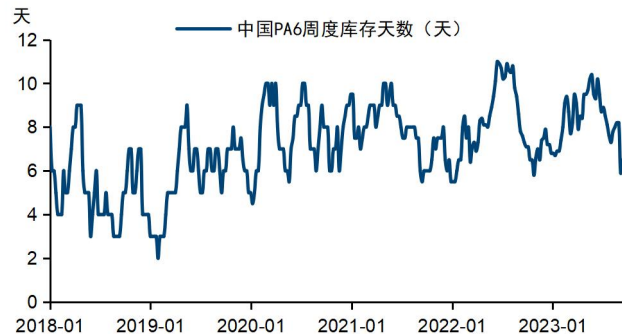
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图20: PA6 周度开工负荷率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图21: PA6 周度库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

看好长丝终端景气复苏，带动上游需求回暖。库存周期显示，中国纺织服装、服饰业产成品存货同比或处于周期底部，有向上反弹趋势，行业或进入主动补库周期，催动上游长丝需求回暖。中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比也处于较低水平但仍为正，即同比增长，我们看好长丝终端景气复苏，带动上游需求回暖。

图22: 中国纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

己二酸

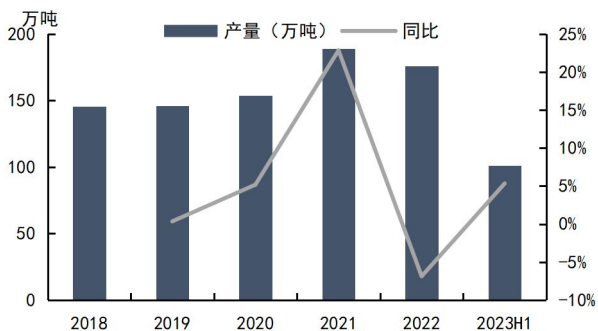
中国是全球最大的己二酸生产国和消费国，出口量远大于进口量。己二酸下游应用领域主要集中于尼龙板块（PA66）和聚氨酯领域（鞋底原液、PU 浆料、TPU 等）两方面，亦可作为生产 1, 6-己二醇、粉末涂料等产品的原料，在化工生产、有机合成工业、医药、润滑剂制造等方面都有重要作用。2022 年国内己二酸下游消费中 PU 浆料、PA66 和鞋底原液的占比分别为 30%、24%和 18%。

华鲁恒升公司现有两套 16 万吨己二酸装置，一套是以苯为起点原料，采用环己烷工艺路线生产己二酸；一套是以苯为起点原料，采用环己烯工艺路线生产己二酸。两条路线的己二酸装置部分工艺基本相同，都是以铜和钒作催化剂，用硝酸氧化环己醇反应生成；然后经过结晶、增浓、离心得到粗己二酸；粗己二酸经溶解、活性炭脱色再经过结晶、增浓、离心、干燥后得到精己二酸产品。

当前，全球己二酸供应相对充足，市场竞争尤为激烈，导致行业正经历优胜劣汰

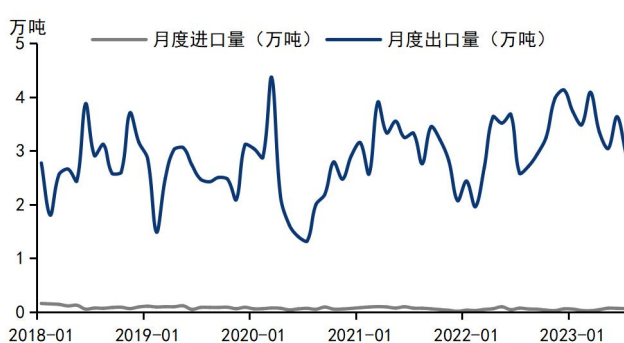
和产能高度集中的过程。我国己二酸的供需关系呈现供大于求的态势，产能利用率长期维持在 50%-60%左右。短期内，该行业面临多重压力，包括产能过度集中、下游需求未达预期、环境保护政策的加强以及行业内竞争加剧。然而，随着经济逐渐复苏和相关政策的实施，预计下游需求将逐步增加。国内对己二腈技术的突破，PA66 有望迎来新的增长周期；限塑令的影响下，PBAT 领域仍有大量产能投入。这两个核心下游领域或将是未来己二酸消费增长的主要推动因素。

图24：我国己二酸产量（万吨）及同比增速



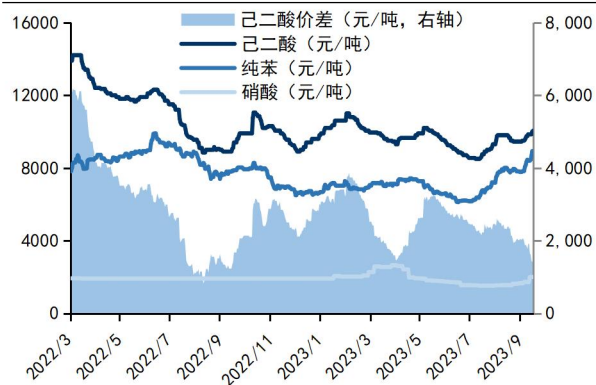
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图25：我国己二酸月度进出口量（万吨）



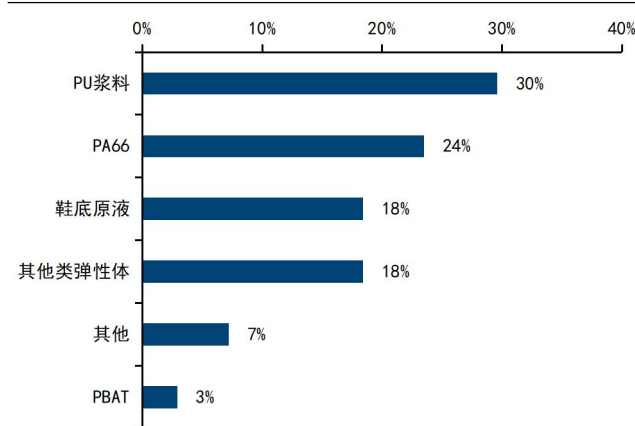
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图26：己二酸价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：2022 年己二酸下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图28: 己二酸周度开工负荷率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图29: 己二酸周度企业库存 (万吨)



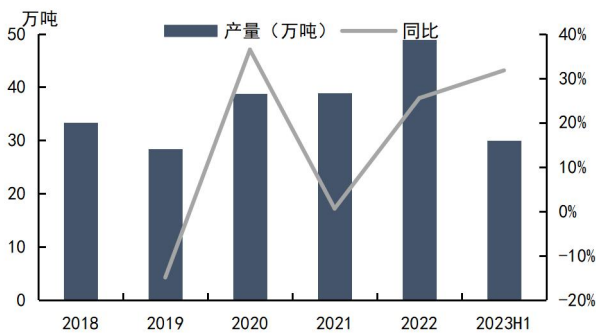
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

PA66

聚己二酰己二胺 (PA66), 又称尼龙 66, 由己二酸和己二胺通过缩聚反应得到, 己二胺由己二腈加氢而得。尼龙 66 是化学纤维和工程塑料的优良聚合材料, 具有机械强度高、钢性大、韧性好的特点, 耐磨、耐油、耐高温、轻便、耐腐蚀、耐老化等优良特性, 用途十分广泛, 除被用于生产衣料、布料外, 还广泛地用于制造机械、汽车、化学与电气装置的零件。2022 年 PA66 下游产品中工程塑料占比最大, 达 57%, 其次是民用丝占比 29%, 工业丝占比 10%。

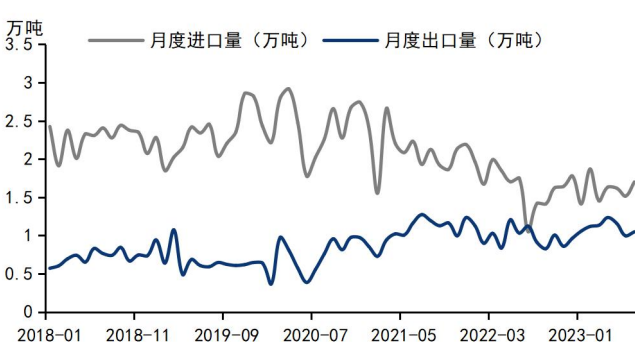
自 2019 年来, PA66 产量逐年提升, 2023 年上半年产量达 30 万吨, 同比增长 32%。进口量逐渐降低, 出口量略有提升。截至 9 月 21 日, PA66 开工率在 65% 的中枢水平附近; 库存天数 6 天, 中等偏低水平。

图30: 我国 PA66 产量 (万吨) 及同比增速



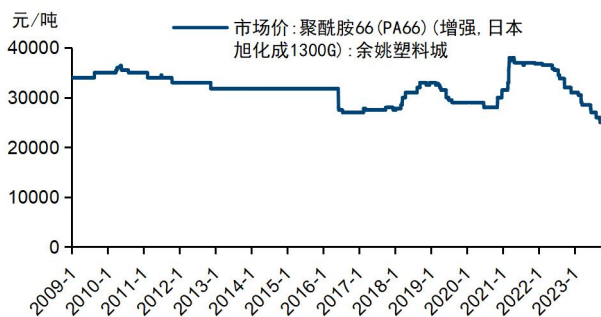
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图31: 我国 PA66 月度进出口量 (万吨)



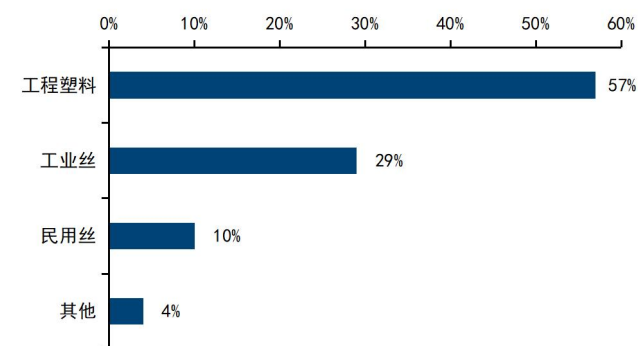
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图32: PA66 价格（元/吨）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图33: 2022 年 PA66 下游消费结构



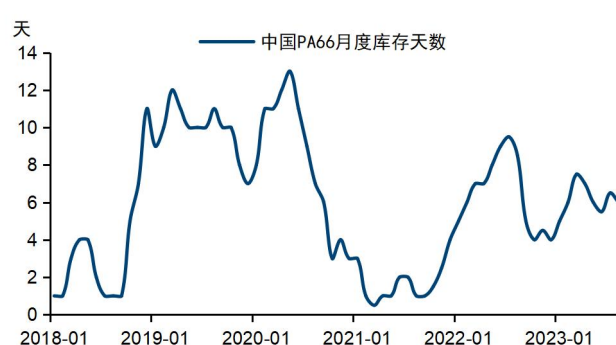
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图34: PA66 周度开工负荷率（%）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图35: PA66 月度库存（天）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

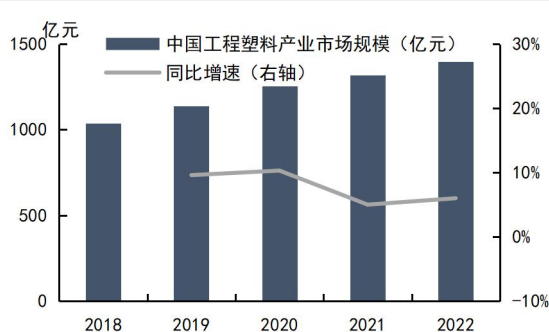
我国工程塑料产业需求、市场规模均逐年提升。工程塑料具有轻质、耐用、可塑性强等特点，被广泛用作金属、陶瓷、木材等传统材料的替代品，因而在多个行业应用日益增多。科技创新及其在材料科学方面的应用也推动了新材料的研发和生产，如高性能复合材料、生物基材料等，进一步拓宽了工程塑料的应用领域。

图36: 中国工程塑料产业需求量（万吨）



资料来源: 火石创造产业数据中心, 国信证券经济研究所整理

图37: 中国工程塑料产业市场规模（亿元）



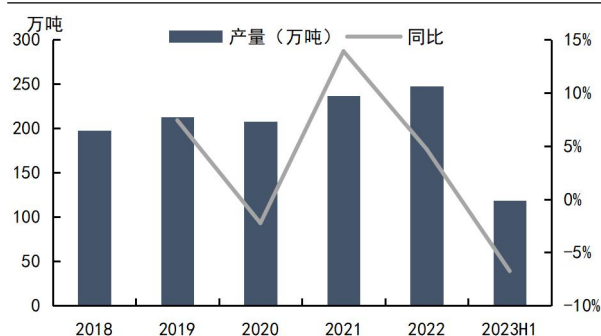
资料来源: 火石创造产业数据中心, 国信证券经济研究所整理

异辛醇

异辛醇俗称辛醇，主要用作增塑剂的原料和溶剂。我国辛醇的生产工艺主要为羧基合成法，以丙烯为原料，经过羧基化反应制得丁二酸，再经过氢化反应制得辛醇。辛醇的主要下游应用为增塑剂，比如对苯二甲酸二辛酯（DOTP）、邻苯二甲酸二异辛酯（DOP）。

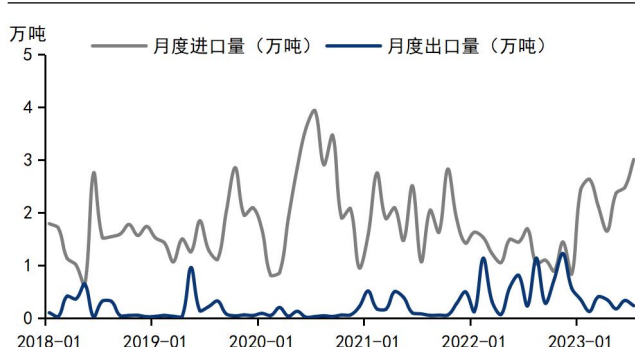
我国辛醇产量在 2018-2022 年间呈现波动上升的趋势。2022 年下半年至 2023 年上半年，辛醇价格低位震荡，随后在 2023 年下半年出现上涨。2018 年以来，辛醇进口量高于出口量，但 2022 年出口量有明显提升。今年三季度以来，由于部分装置停车及检修，辛醇供给端受限叠加库存处于低位，市场价格出现反弹。

图38：我国辛醇产量（万吨）及同比增速



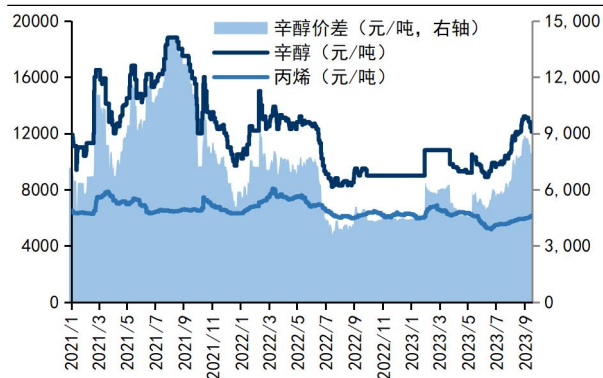
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图39：我国辛醇月度进出口量（万吨）



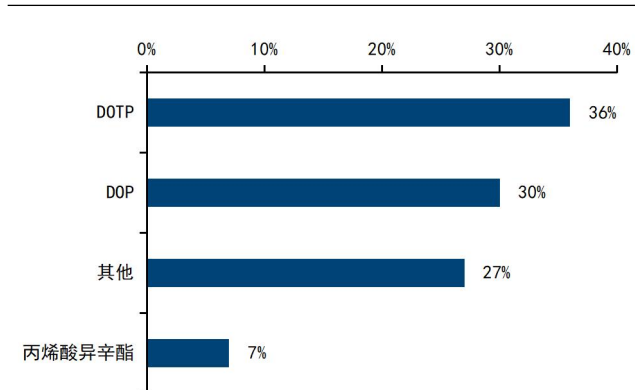
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图40：辛醇价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：2022 年辛醇下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图42: 辛醇周度开工负荷率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图43: 江苏省辛醇周度港口库存 (万吨)



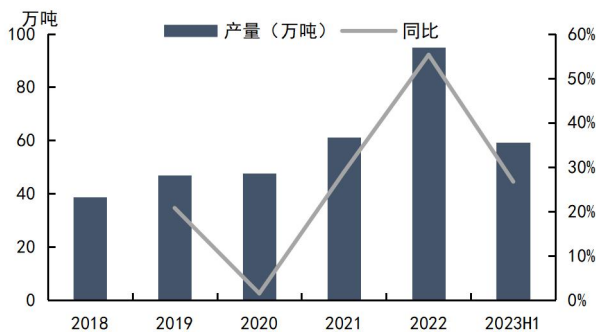
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

碳酸二甲酯

碳酸二甲酯是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。聚碳酸酯是我国碳酸二甲酯最大的下游应用领域, 占比达到 45%左右, 主要用于生产光学镜片、防弹玻璃、汽车零部件等终端产品。电解液溶剂是第二大下游应用领域, 占比达到 34%左右, 主要用于生产锂电池电解液, 随着新能源汽车和可移动设备的蓬勃发展, 该领域需求增长迅速。其他下游应用领域包括胶黏剂、显影液、涂料等传统溶剂领域, 占比分别为 6%、6%和 5%左右。

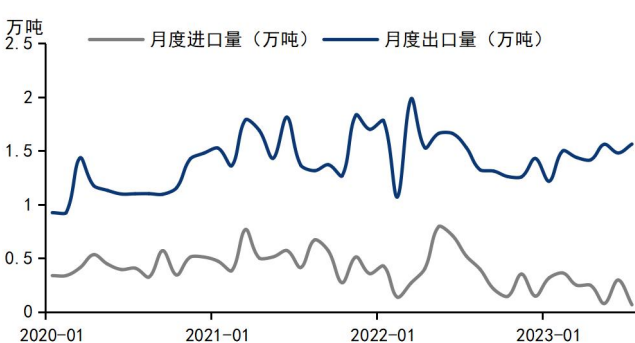
我国碳酸二甲酯的生产工艺主要为酯交换法、液相羰基化法和尿素两步法等, 其中酯交换法包括环氧丙烷酯交换法和环氧乙烷酯交换法。从生产工艺和原料方面看, 酯交换法工艺最为成熟, 生产安全性高、产品收率高; 从催化剂和反应器方面看, 液相羰基化法催化剂使用铜化合物, 对设备有较强的腐蚀性; 从清洁生产和环境保护方面看, 尿素两步法存在尿素分解污染产品的问题。综合比较, 目前以环氧乙烷酯交换法为主流生产工艺。2021 年以来, 我国碳酸二甲酯产量增速较高, 还处于发展阶段, 价格净利 2021 年高点之后回落到 4000 元/吨左右的水平。

图44: 我国碳酸二甲酯产量 (万吨) 及同比增速



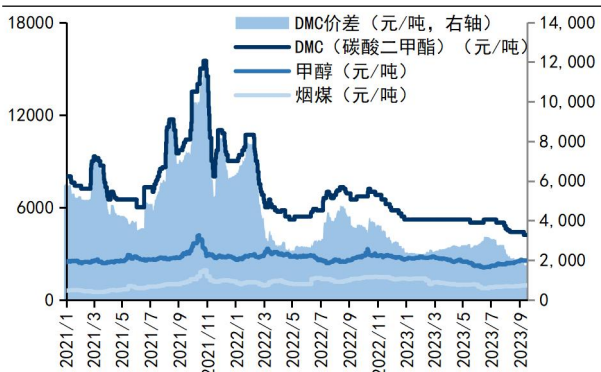
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图45: 我国碳酸二甲酯月度进出口量 (万吨)



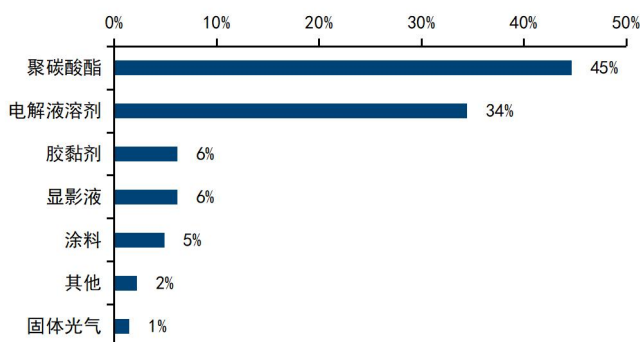
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图46: 碳酸二甲酯价格与价差（元/吨）



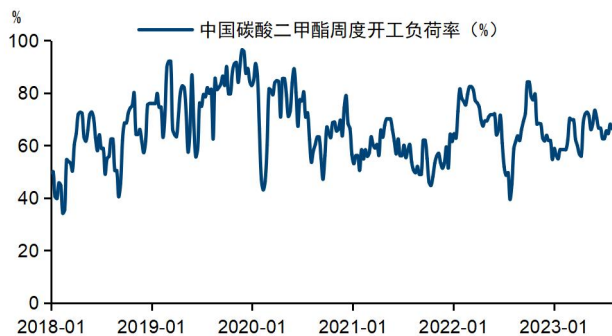
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 2022 年我国碳酸二甲酯下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图48: 碳酸二甲酯周度开工负荷率（%）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

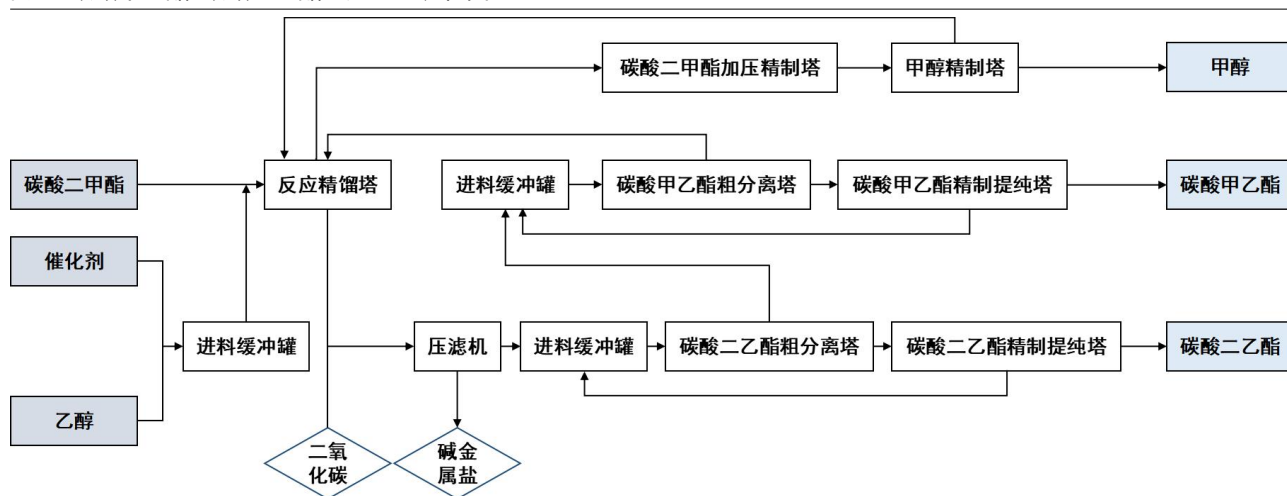
图49: 碳酸二甲酯周度企业库存（万吨）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

公司电解液产品丰富，利于提高市场竞争力。碳酸二甲酯可进一步加工制备碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯，公司拥有碳酸二甲酯、碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯这三种电解液溶剂的产品产能，提供了多样化的产品选择和灵活性，满足不同客户的多元化需求，增加市场竞争力。

图50: 碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯生产工艺流程图

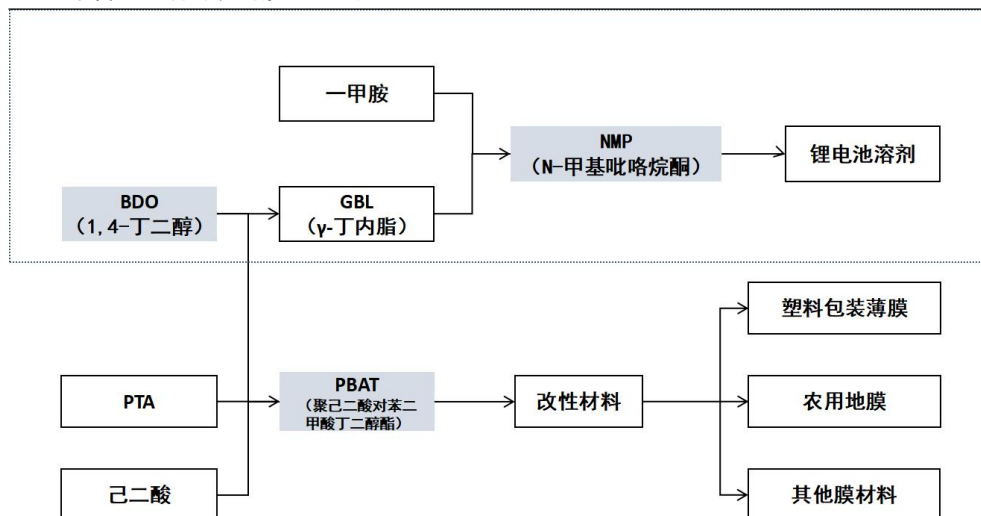


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

BDO 产业链

公司规划项目中包含 BDO-NMP 及 BDO-PBAT 产业链。1,4-丁二醇（BDO）作为一种重要的有机和精细化工原料，在医药、化工、纺织、造纸、汽车和日用化工等多个行业中都有广泛应用，该化合物可用于生产四氢呋喃（THF）、聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）、 γ -丁内酯（GBL）和聚氨酯树脂（PURresin）、PBAT、涂料和增塑剂等，以及作为溶剂和电镀行业的增亮剂等。BDO 下游第一大应用为 PTMEG-氨纶产业链，占比 49%，主要受益于 PTMEG 主要下游氨纶产量增长；其次为 PBT 工程塑料占 24%， γ -丁内酯占比 18%。

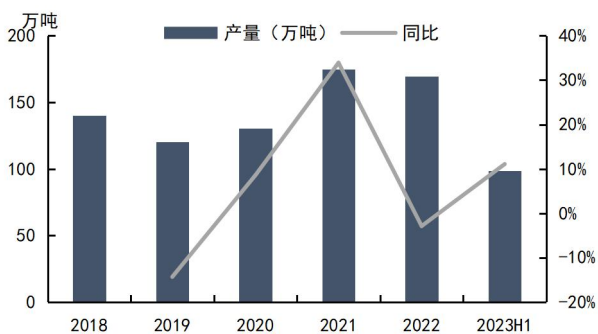
图51: 华鲁恒升规划项目涉及 BDO 产业链



资料来源：晶瑞电材年报，蓝山屯河-招股说明书，国信证券经济研究所整理

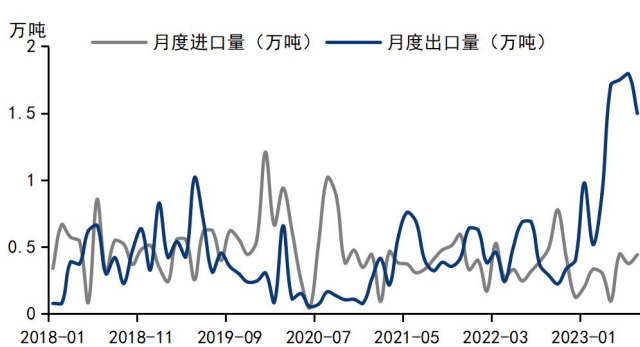
2023 年上半年 BDO 产量 98 万吨，同比增长 11%；2023 年 BDO 出口量提升显著，进口量相对走低。2023 年来 BDO 市场价格、价差处于低位，库存处于相对较高水平，景气度有待回暖。

图52: 我国 BDO 产量（万吨）及同比增速



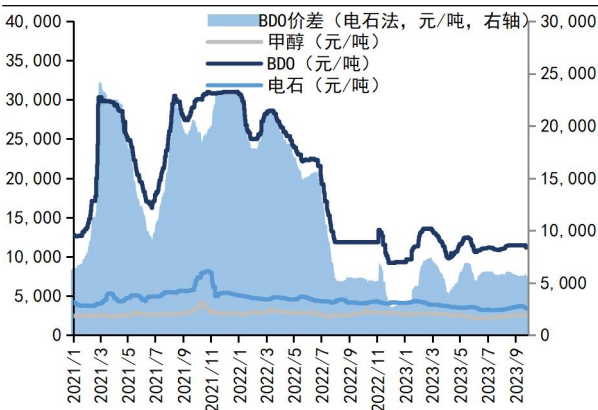
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图53: 我国 BDO 月度进出口量（万吨）



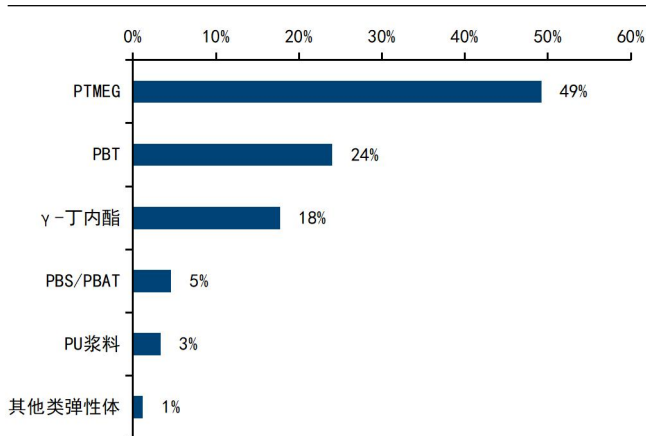
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图54: BDO 价格与价差（元/吨）



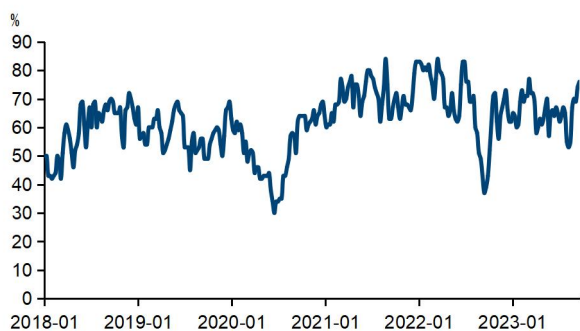
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图55: 2022 年 BDO 下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图56: BDO 周度开工负荷率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图57: BDO 周度企业库存 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

NMP (N-甲基吡咯烷酮) 是一种具有极强极性和优良清洗性能的高级溶剂, 对聚酰亚胺树脂的溶解性非常好, 无毒无害, 在多个领域如石油化工、农药、医药和电子材料有广泛的应用。近年来随着国内大型乙烯装置的投建, 特种工程塑料的开发、润滑油精制、锂电池等改用 NMP 作为溶剂, NMP 应用更加广泛。2023 年下半年来, NMP 市场价格维持低位。PBAT 则是一种生物降解塑料, 它具有良好的延展性和生物降解性, 环保性能显著。

图58: NMP 市场价格 (万元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图59: PBAT 市场价格 (万元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

传统优势产品构建公司坚固利润底

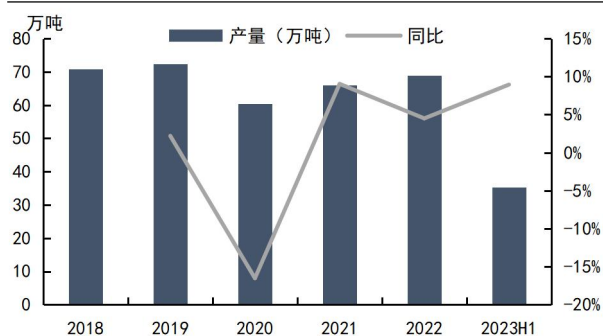
有机胺: 公司为全球最大 DMF 制造企业, 景气度历史低位

公司是全球最大的 DMF 制造企业。公司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 作为化工原料是一种用途很广的溶剂, 在聚氨酯 (PU) 浆料、医药、农药、食品添加剂、电子等领域都有广泛的应用。目前国内 DMF 主要采用两种生产工艺: 一

是甲醇法，即将甲醇与氨气在催化剂作用下反应生成甲酰胺，再与甲醇在催化剂作用下反应生成 DMF；二是甲酸法，即将甲酸与甲胺在催化剂作用下反应生成 DMF。其中甲醇法具有原料成本低、产品质量高等优点，是目前国内外最广泛使用的工艺。

2021-2023 年我国 DMF 产量保持增长，国内市场供给过剩，出口量高于进口量。受供需关系限制，目前 DMF 价格、价差、库存均处于较低分位，国内 DMF 下游结构以聚氨酯（PU）浆料为主，占 54%。PU 浆料主要应用于箱包、服饰、鞋帽等制造行业。食品及电子级占比 20%，主要用于制备甜味剂、电解液等产品。农药及医药中间体占比约为 18%，主要用于合成抗生素、杀虫剂等产品。

图60: 我国 DMF 产量（万吨）及同比增速



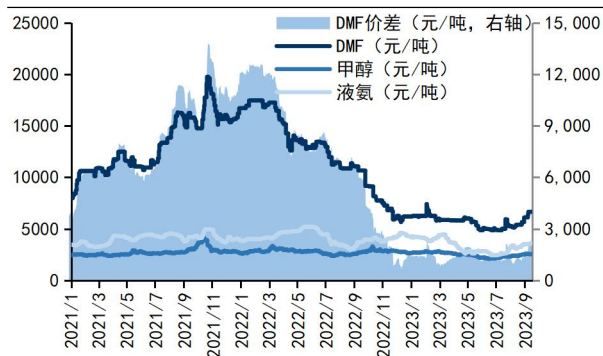
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图61: 我国 DMF 月度进出口量（万吨）



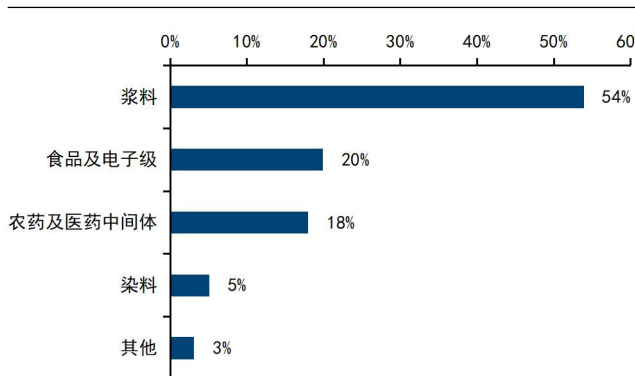
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图62: DMF 价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图63: 2022 年我国 DMF 下游消费结构



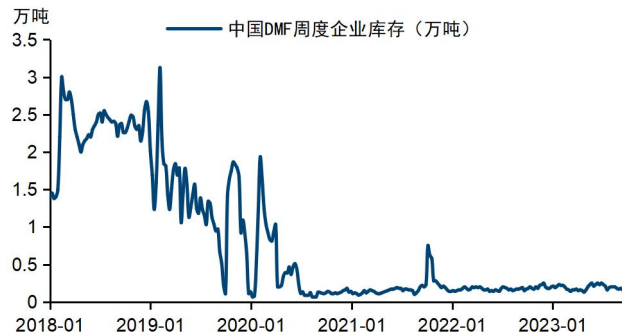
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图64: DMF 周度开工负荷率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

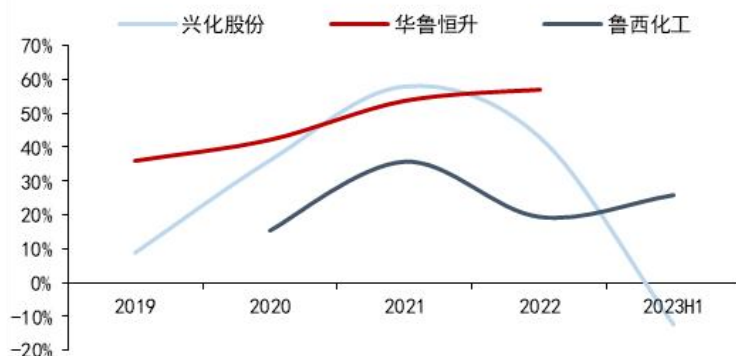
图65: DMF 周度企业库存 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

公司 DMF 毛利率位列行业前茅。由于 DMF 价格、价差经历了较大波动, 相关企业 DMF 毛利率也波动较大, 华鲁恒升凭借自身强大的成本控制能力, 仍能保持其成本优势, 毛利率处于行业内领先地位。

图66: 部分生产企业 DMF (或对应板块) 毛利率



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 注: 华鲁恒升、鲁西化工未单独披露 DMF 毛利率相关数据, 故华鲁恒升使用有机胺系列产品板块 (DMF 为主导产品) 毛利率, 鲁西化工使用基础化工产品板块 (主要包括甲烷氯化物和 DMF 等) 毛利率作为参考。

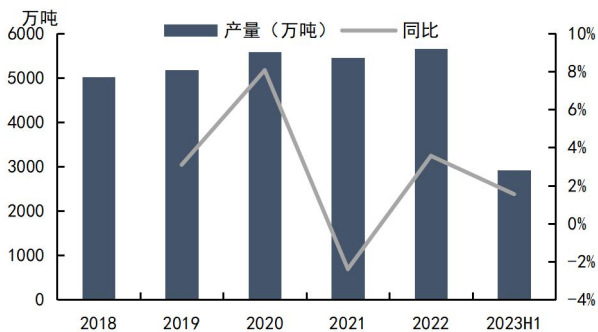
肥料: 以农业领域为主的尿素, 公司传统优势项目

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 155 万吨, 控股子公司在建产能 152 万吨。

国内尿素市场下游结构以农业领域为主, 包括农业用肥 (53%) 和复合肥 (16%), 共占 69%。农业领域主要用于直接施用或与磷肥和钾肥加工成复合肥后, 再施用于农作物, 主要作物有玉米、水稻、小麦、蔬菜等。工业领域占比约为 25%, 主要用于制造脲醛树脂 (人造板领域)、三聚氰胺、车用尿素等产品。基于全球人口持续增长和食物需求的提升, 尿素在农业上的需求相对刚性。

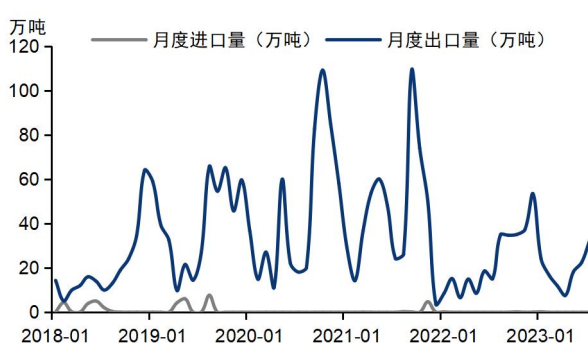
2021 年尿素价格受到原料煤炭价格大幅上涨和国外供应紧张等因素的推动，大幅攀升至 3000 元/吨以上的高位。今年三季度以来，受海内外需求推动、库存较低、国际形势等因素影响，尿素价格、价差均上行。尿素出口量大于进口量，我国供给充裕。

图67: 我国尿素产量（万吨）及同比增速



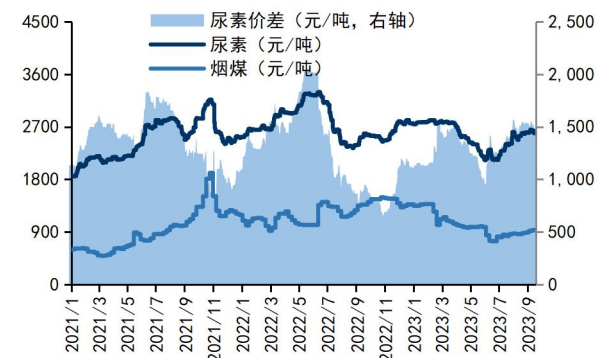
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图68: 我国尿素月度进出口量（万吨）



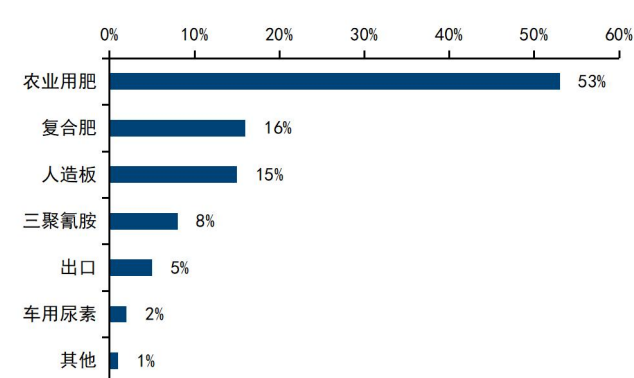
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图69: 尿素价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图70: 2022 年我国尿素下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图71: 尿素周度开工负荷率（%）



图72: 尿素周度企业库存（万吨）

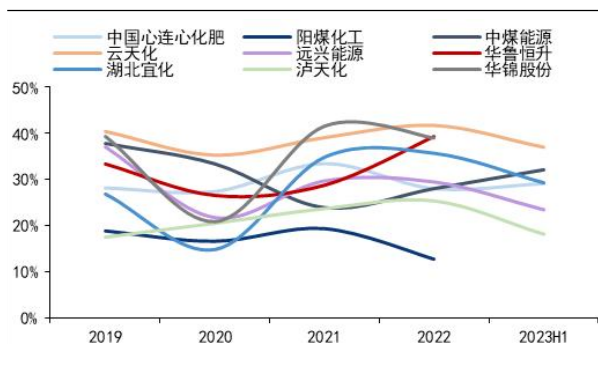


资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

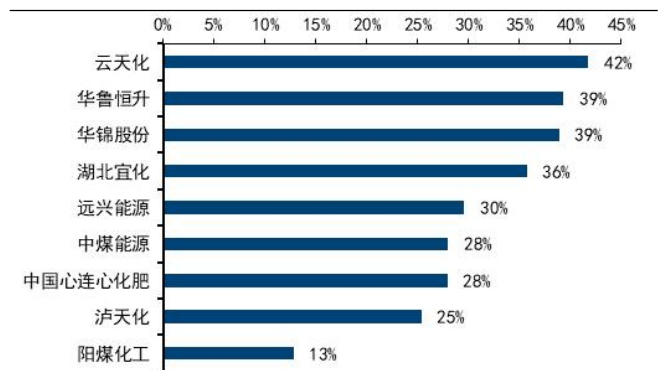
公司尿素所处板块成本优势领先。由于华鲁恒升、泸天化未单独披露尿素毛利率相关数据，故使用其化肥板块毛利率作为参考。2022 年，华鲁恒升化肥板块毛利率处于行业内领先地位，达到 39%。公司将进一步巩固其核心产品尿素的成本优势，新增产能，市占率或将进一步提升。

图73：部分企业尿素（或对应板块）毛利率变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：华鲁恒升、泸天化未单独披露尿素毛利率相关数据，故使用其化肥板块毛利率作为参考。

图74：2022 年部分企业尿素（或对应板块）毛利率对比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：华鲁恒升、泸天化未单独披露尿素毛利率相关数据，故使用其化肥板块毛利率作为参考。

尿素所处的化肥行业政策持续更迭。政策主要涉及供应保障、价格稳定、节能降碳、行业优化、商业储备和资源利用等多个方面。这些政策不仅体现了政府在不同层面和不同时期的综合调控，也显示了向环境可持续和高质量发展方向的明确倾向。

表10：化肥行业政策

时间	相关政策	发文单位	主要内容
2022 年 2 月	《中共中央国务院关于做好 2022 年全年推进乡村振兴重点工作意见》	国务院	做好化肥等农资生产储备调运，促进保供稳价。
2022 年 2 月	关于印发促进工业经济平稳增长若干政策的通知	国家发改委等 12 个部门	做好铁矿石、化肥等重要原材料和初级产品保供稳价，进一步强化大宗商品期现货市场监管，加强大宗商品价格监测预警。
2022 年 2 月	高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）；合成氨行业节能降碳改造升级实施指南	国家发改委、工信部等 4 部门	《合成氨行业节能降碳改造升级实施指南》提出，到 2025 年，合成氨行业能效标杆水平以上产能比例达到 15%，能效基准水平以下产能基本清零，行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅增强。
2022 年 3 月	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	国家工信部等 6 部门	加强化肥生产要素保障，提高生产集中度和骨干企业产能利用率，确保化肥稳定供应。提高化肥、轮胎、涂料、染料、胶粘剂等行业绿色产品占比。鼓励企业提升品质，培育创建品牌。
2022 年 3 月	山东省“两高”项目管理目录（2022 年版）》《“两高”项目提级审批和窗口指导等工作指南》	山东省发改委等 9 部门	氮肥行业新建项目，按照鲁政办发〔2021〕57 号文件规定的产能替代比例执行，替代比例为 1:1.05。乙烯、PX、煤制甲醇、煤制烯烃（乙烯、丙烯）、煤制乙二醇、醋酸等其他“两高”项目不实行产能替代。
2022 年 9 月	国家化肥商业储备管理办法（2022 年修订）	国家发改委、财政部	氮磷及复合肥储备每轮承储责任期为 2 年；氮磷及复合肥储备分省（区、市）布局，由国家发改委、财政部商农业农村部、中华全国供销合作总社，根据全国化肥市场形势和调控需要，综合考虑各地农业用肥量、化肥生产运输能力等情况研究确定，并由承储企业在中标区域内合理选择存储库点。粮食主产区氮磷及复合肥储备任务中，尿素占比不低于本地区储备规模的 30%。
2022 年	关于巩固回升向好趋势加力工业	工信部、国家	做好大宗原材料保供稳价，完善大宗原材料供给“红黄蓝”预警机制，下达化肥最低生产计划，灵

11月 振作工业经济的通知

发改委、国务院运用国家储备开展市场调节，促进价格运行在合理区间。
院国资委

2022年到2025年化肥减量化行动
12月 方案

农业农村部
着力实现“一减三提”。即进一步减少农用地化肥施用总量，到2025年，氮、磷、钾和中微量元素等养分结构更加合理，全国农用地化肥施用总量实现稳中有降；进一步提高有机肥资源还田量；进一步提高测土配方施肥覆盖率，到2025年全国主要农作物测土配方施肥技术覆盖率稳定在90%以上；进一步提高化肥利用率，推广施肥新技术、新产品和新机具，全面提升科学施肥水平，到2025年全国三大粮食作物化肥利用率达到43%。

2022年国务院关税税则委员会关于国务院关税税则委员会
12月 2023年关税调整方案的公告则委员会

继续对小麦等8类商品实施关税配额管理，税率不变。其中，对尿素、复合肥、磷酸氢铵3种化肥的配额税率继续实施1%的暂定税率。

资料来源：国家发改委等部门官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

醋酸及衍生品：醋酸景气度待回暖，仍存盈利弹性

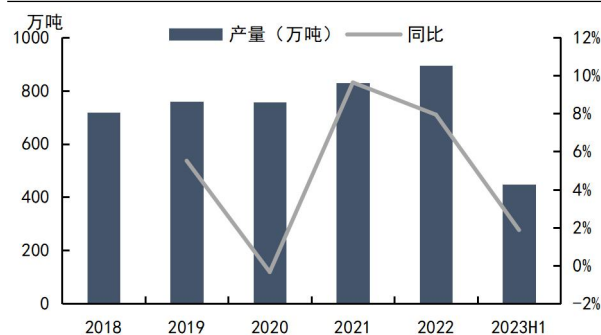
公司醋酸及衍生品板块产品主要包括醋酸、醋酐等，其中醋酸是公司主导产品。

醋酸（冰醋酸）是一种基础化工原料，主要用于生产醋酸酯类、PTA、醋酸乙烯、氯乙酸和甘氨酸等产品，这些产品在纺织、塑料、医药、农药等行业都有广泛的应用。目前公司醋酸设计产能为50万吨，控股子公司在建产能100万吨。

目前主流的醋酸生产工艺是甲醇羰基法，即将甲醇和一氧化碳在催化剂作用下反应生成醋酸。甲醇羰基法工艺需要合成气作为原料之一，合成气可以由天然气或煤经过重整或气化得到，因此，天然气或煤是影响甲醇羰基法工艺成本的重要因素。甲醇羰基法工艺生产出来的副产品是甲苯和甲苯二异氰酸酯（TDI），这两种化合物也是重要的化工原料，可以用于制造涂料、胶黏剂、泡沫等产品。

2018年至今，我国醋酸产量总体提升，2021年以来增速放缓。醋酸出口量远高于进口量，国内供给相对过剩。目前醋酸价格处于2021年以来的低位，自2023年8月出现反弹行情，或因库存进入较低水平，叠加短期需求回暖所致。

图75：我国冰醋酸产量（万吨）及同比增速



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

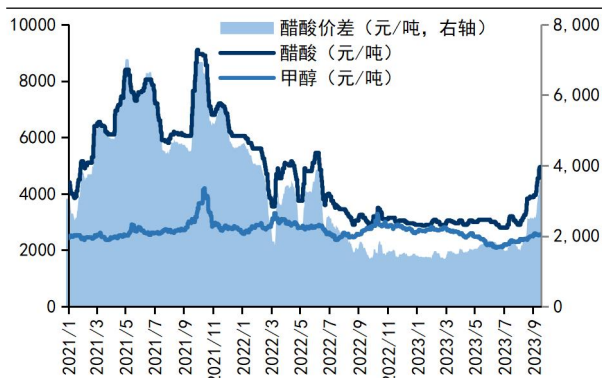
图76：我国冰醋酸月度进出口量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

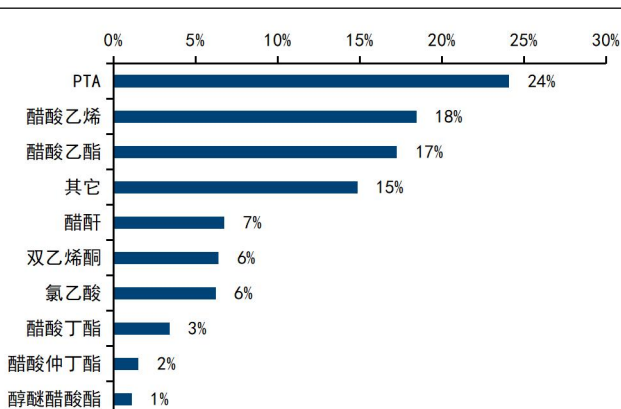
国内醋酸市场需求以PTA为主，占醋酸总需求量的24%。PTA主要应用于聚酯纤维制造行业；醋酸乙烯占比约为18%，主要用于制造防护涂料、粘合剂和塑料等产品；醋酸乙酯占比约为17%，主要用于制备溶剂、香料、染料等产品；其他领域包括醋酐（7%）、双乙烯酮（6%）、氯乙酸（6%）等。

图77: 醋酸价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图78: 2022 年我国冰醋酸下游消费结构



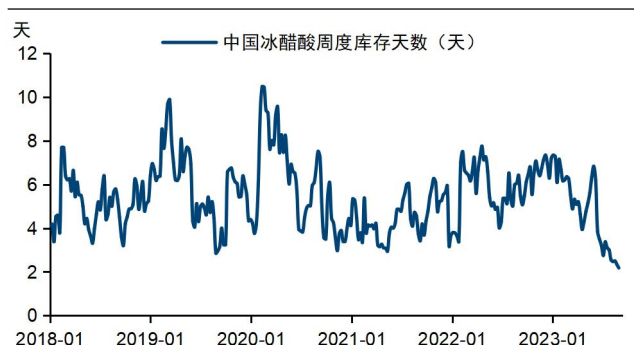
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图79: 冰醋酸周度开工负荷率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图80: 冰醋酸周度库存 (天)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

财务分析

资本结构及偿债能力分析

通过对公司资债结构、经营效率、偿债能力、盈利能力和成长性进行分析, 我们认为公司资债结构好、盈利能力强、成长性较好。

公司资产负债率整体下降, 随着总资产不断增长, 公司资产负债率已由 2018 年的 35.32% 下降至 2022 年的 20.24%。相比之下, 行业内其他公司如鲁西化工和宝丰能源的资产负债率均高于 30%。公司流动比率 2.40, 速动比率 2.07, 权益乘数 1.25, 公司经营活动现金净流量持续为正, 偿债能力较好。

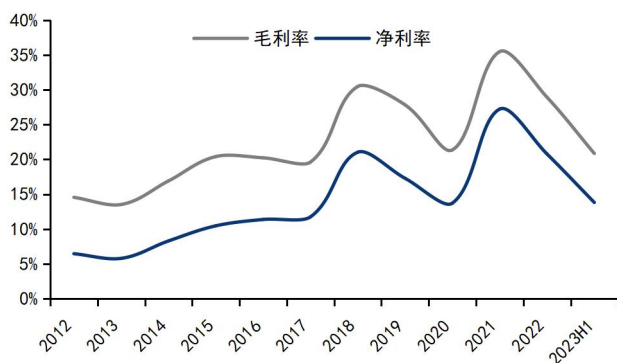
经营效率分析

过去几年公司总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率虽然有所波动, 但一直处于较好水平。2022 年公司总资产周转率为 0.95, 存货周转率为 19.43, 应收账款周转率 525.95, 好于行业内同类公司, 如宝丰能源、鲁西化工 2022 年总资产周转率为 0.56、0.91, 可见公司经营效率较高。

盈利能力分析

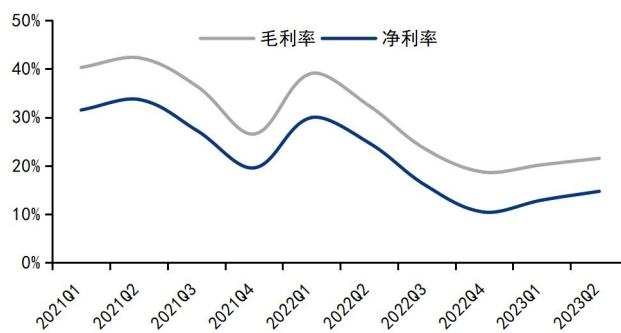
受原材料、产品价格波动影响，公司盈利能力有所波动，2022 年公司销售毛利率、销售净利率、ROE（加权）分别为 28.94%、20.79%、25.58%。公司注重研发能力的提升，投入大量科研经费，研发费用率由 2018 年的 0.47% 提升至 2022 年的 2.02%。而管理费用率与销售费用率有所下降，由 2018 年的 0.98%、1.81% 减少至 2022 年的 0.87%、0.17%。可见公司大力缩减成本开支，在销售和管理费用控制方面表现出色。公司财务费用率持续下降，表明公司财务状况改善。

图81：华鲁恒升毛利率、净利率



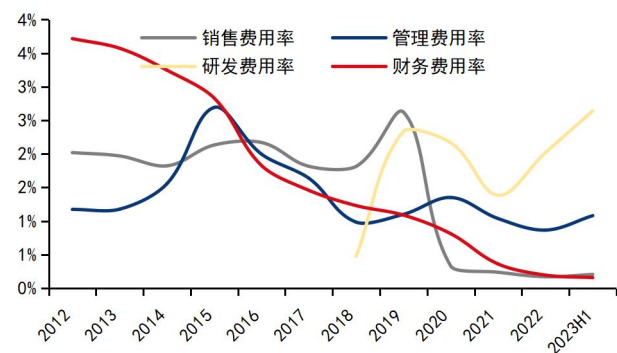
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图82：华鲁恒升季度毛利率、净利率



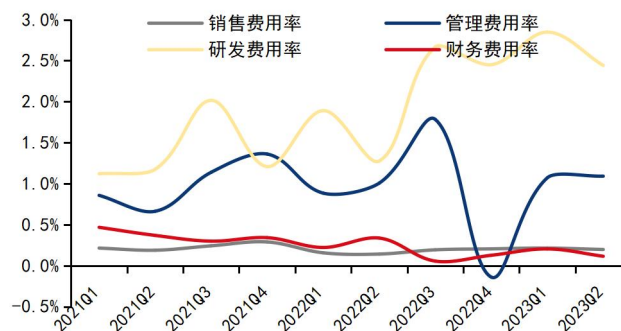
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图83：华鲁恒升销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图84：华鲁恒升季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司净资产收益率在可比公司处于领先地位，2018 年净资产收益率为 28.33%，而 2021 年、2022 年净资产收益率分别为 38.53%、25.58%，高于宝丰能源与鲁西化工。2022 年公司销售净利率为 20.79%，略低于宝丰能源，但高于鲁西化工。综合而言，公司的盈利能力一直维持较好水平、在同行中领先，资本利用效率上有一定的优势。

图85: 可比公司净利率

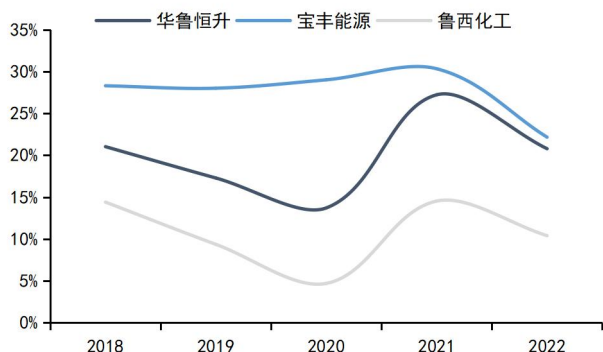
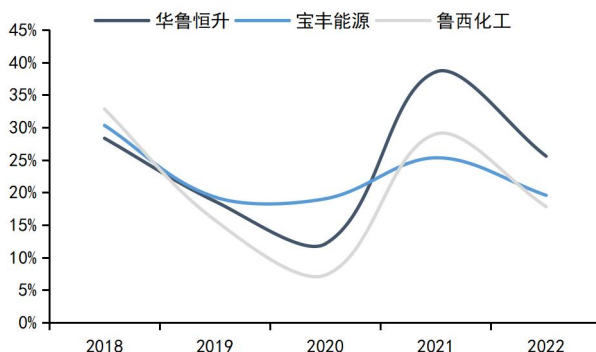


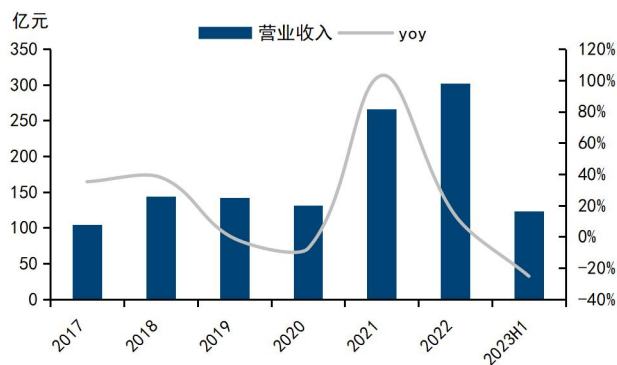
图86: 可比公司 ROE (加权)



成长性分析

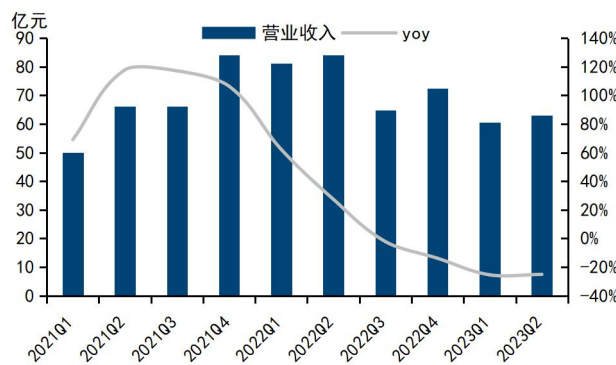
业绩波动但整体向上。公司营收受主营产品市场变化影响较大,存在明显的波动。但总体而言,受益于产能扩张及优秀的成本控制和管理能力,公司业绩整体呈上升趋势,2017~2022 年营收复合增长率约为 24%,归母净利润复合增长率约为 39%,增速较为显著。2023 年上半年,化工行业景气下行,市场呈现下游需求偏弱、产能过剩、同质竞争加剧等状况,压缩企业效益空间。公司 2023 年上半年营收 123.59 亿元(同比-25.3%),归母净利润 17.10 亿元(同比-62.1%);其中,2023Q2 营业收入 63.06 亿元(同比-25%),归母净利润为 9.28 亿元(同比-55%,环比+19%)。公司部分产品价格同比下降幅度较大,业绩同比降低,但 2023Q2 环比有所改善。2022 年公司每股净收益为 2.97, PE 为 9.81。

图87: 华鲁恒升营业收入及同比增速(单位:亿元、%)



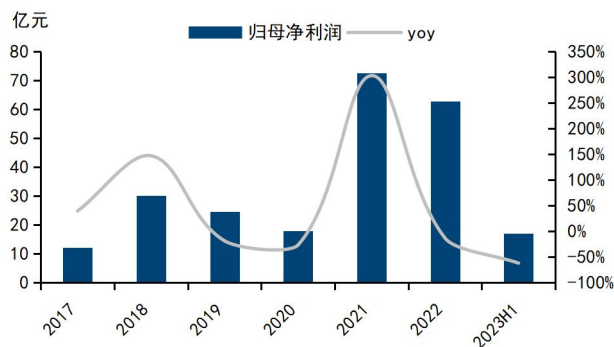
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图88: 华鲁恒升单季营业收入及同比增速(单位:亿元、%)



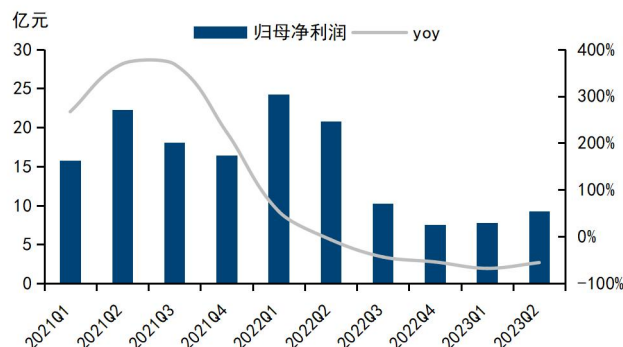
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图89：华鲁恒升归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图90：华鲁恒升单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）

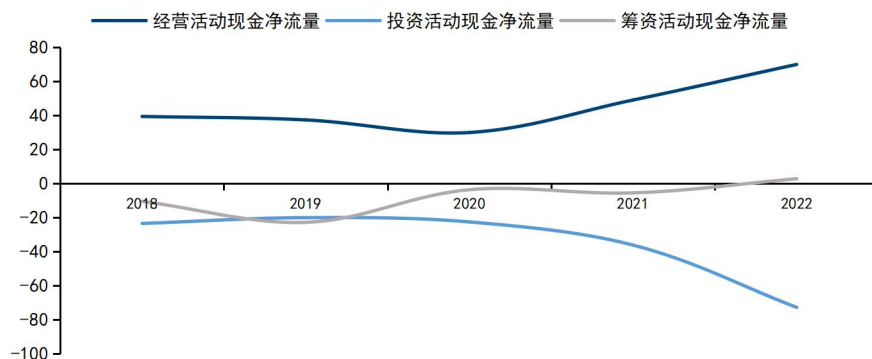


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

现金流量分析

公司现金流量情况较好，经营活动健康、稳健。2018年至2022年，华鲁恒升的经营活动现金净流量整体呈上升趋势。2022年公司经营活动现金净流量为69.99亿元，销售净现金流/营业收入为93.30，经营净现金流/营业收入为23.14，较2021年同比均有提升。2022年投资活动现金净流量达到-72.92亿元，表明公司在扩张和资本支出方面比较积极。从整体上看，公司的经营活动现金流量为正，投资和筹资活动则多为负，现金流结构较为健康，表明公司主要的现金流入来自其核心业务。

图91：公司现金流量情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

新能源新材料相关产品：该板块 2023-2024 年有多个产品有新增产能，包括己二酸、碳酸二甲酯、碳酸甲乙酯等，我们假设新产能顺利投产能稳定贡献利润增量。价格方面，我们假设产品价格较为坚挺，不出现过大的波动，己内酰胺/己二酸/碳酸二甲酯/辛醇/乙二醇的 2023Q3 均价约为 12,827/9,437/4,575/11,545/4,051 元/吨，预测 2023-2025 年价格时参考了目前的价格水平。

肥料：该板块属于较为稳健的业务板块，尿素 2023Q3 市场均价约为 2514 元/吨。预计 2023Q4 投产的荆州一期项目中包含 100 万吨尿素，公司拥有成熟的生产工艺技术，成本优势显著，预计尿素能维持较高的盈利能力，支撑公司业绩增量。

有机胺：2023-2024 年，DMF 盈利水平处于较低水平，我们假设 2025 年其盈利水平将有所回升，但不超过 2021-2022 年的高点。

醋酸及衍生品：目前醋酸盈利水平处于相对低位，且预计 2023Q4 投产的荆州一期项目中包含 100 万吨醋酸。我们假设醋酸在 2023-2025 年的盈利水平较为平稳，考虑公司产能扩张，依然能提供利润增量，但毛利率预估不超过 2022 年水平。

其他产品及业务：公司其他产品主要是部分副产物等，营收不稳定，我们假设其 2023-2025 年不发生太大波动。

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 44.5/58.6/75.8 亿元，对应 EPS 为 2.1/2.8/3.6 元，对应当前股价 PE 为 15.2/11.5/8.9X，维持“买入”评级。

表11：华鲁恒升业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源新材料相关产品						
收入（亿元）	-	115.56	146.53	167.83	205.77	242.74
增速	-	-	27%	15%	23%	18%
毛利（亿元）	-	29.53	22.43	28.51	31.98	47.55
增速	-	-	-24%	27%	12%	49%
毛利率	-	26%	15%	17%	16%	20%
肥料						
收入（亿元）	33.49	41.41	55.18	71.94	94.25	96.13
增速	-9%	24%	33%	30%	31%	2%
毛利（亿元）	8.93	11.95	21.72	27.54	32.83	35.02
增速	-27%	34%	82%	27%	19%	7%
毛利率	27%	29%	39%	38%	35%	36%
有机胺						
收入（亿元）	24.41	59.18	59.95	29.10	33.61	38.65
增速	27%	142%	1%	-51%	16%	15%
毛利（亿元）	10.32	31.80	34.17	4.10	6.11	11.15
增速	49%	208%	7%	-88%	49%	83%
毛利率	42%	54%	57%	14%	18%	29%
醋酸及衍生品						
收入（亿元）	14.24	34.63	21.06	19.11	51.21	48.65
增速	-14%	143%	-39%	-9%	168%	-5%
毛利（亿元）	3.32	18.55	6.52	5.01	13.13	11.85
增速	-49%	459%	-65%	-23%	162%	-10%
毛利率	23%	54%	31%	26%	26%	24%
多元醇						
收入（亿元）	25.44	-	-	-	-	-
增速	-19%	-	-	-	-	-
毛利（亿元）	-0.82	-	-	-	-	-

增速	-118%	-	-	-	-	-
毛利率	-3%	-	-	-	-	-
己二酸及中间品						
收入（亿元）	11.83	-	-	-	-	-
增速	-28%	-	-	-	-	-
毛利（亿元）	0.31	-	-	-	-	-
增速	-91%	-	-	-	-	-
毛利率	3%	-	-	-	-	-
其他产品和业务						
收入（亿元）	21.73	15.59	19.72	20.71	23.81	25.72
增速	1%	-28%	27%	5%	15%	8%
毛利（亿元）	5.97	2.70	2.70	2.83	3.26	3.52
增速	6%	-55%	0%	5%	15%	8%
毛利率	27%	17%	14%	14%	14%	14%
合计						
总营收（亿元）	131.15	266.36	302.45	308.69	408.66	451.90
增速	-8%	103%	14%	2%	32%	11%
毛利（亿元）	28.03	94.54	87.54	67.99	87.31	109.10
增速	-29%	237%	-7%	-22%	28%	25%
毛利率	21%	35%	29%	22%	21%	24%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表12：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30245	30869	40866	45190
营业成本	21491	24069	32134	34280
销售费用	52	53	70	77
管理费用	262	307	384	417
研发费用	611	623	825	912
财务费用	59	173	191	154
营业利润	7604	5292	6967	9024
利润总额	7411	5232	6889	8914
归属于母公司净利润	6289	4448	5857	7579
EPS	2.96	2.10	2.76	3.57
ROE	23%	15%	17%	19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年营业收入分别为 308.69/408.66/451.90 亿元，归属母公司净利润 44.48/58.57/75.79 亿元，利润年增速分别为-29.3%/31.7%/29.4%，每股收益分别为 2.10/2.76/3.57 元。

盈利预测情景分析

按乐观、中性、悲观三种情景对盈利预测进行分析，中性情景即前文所得盈利预测结果作为基准，乐观情景下，营业收入增长率较中性情景提升 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率降低 5%；悲观情景下，营业收入增长率较中性情景降低 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率提升 5%。

表13: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	26,636	30,245	30,900	41,407	46,008
(+/-%)	103.1%	13.6%	2.2%	34.0%	11.1%
净利润(百万元)	7254	6289	5576	7456	9365
(+/-%)	303.4%	-13.3%	-11.3%	33.7%	25.6%
摊薄 EPS	3.43	2.96	2.63	3.51	4.41
中性预测					
营业收入(百万元)	26,636	30,245	30,869	40,866	45,190
(+/-%)	103.1%	13.6%	2.1%	32.4%	10.6%
净利润(百万元)	7254	6289	4448	5857	7579
(+/-%)	303.4%	-13.3%	-29.3%	31.7%	29.4%
摊薄 EPS(元)	3.43	2.96	2.10	2.76	3.57
悲观的预测					
营业收入(百万元)	26,636	30,245	30,837	40,325	44,379
(+/-%)	103.1%	13.6%	2.0%	30.8%	10.1%
净利润(百万元)	7254	6289	3343	4322	5871
(+/-%)	303.4%	-13.3%	-46.9%	29.3%	35.8%
摊薄 EPS	3.43	2.96	1.57	2.04	2.77
总股本（百万股）	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 35.6-44.7 元, 维持买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 36.2-44.7 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表14: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-7.58%	103.10%	13.55%	2.06%	32.39%	10.58%	9.58%	8.58%
营业成本/营业收入	78.63%	64.51%	71.06%	77.97%	78.63%	75.86%	75.86%	75.86%
管理费用/营业收入	1.14%	0.92%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
	2.17%	1.38%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%
销售费用/销售收入	0.33%	0.24%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
营业税及附加/营业收入	0.75%	0.51%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
所得税税率	15.29%	14.93%	15.15%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	37.97%	8.45%	28.91%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	15.00%
无风险利率	2.70%	Ka	10.50%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.28
公司股价 (元)	32.56	Ke	11.05%
发行在外股数 (百万)	2123	E/(D+E)	92.35%
股票市值 (E, 百万元)	69135	D/(D+E)	7.65%
债务总额 (D, 百万元)	5729	WACC	10.46%
Kd	4.00%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 36.2-44.7 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 华鲁恒升公司所处行业成熟, 现金流稳定, 适合该估值方法。

表16: 华鲁恒升 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	5,594.4	7,158.6	9,178.0	10,064.0	10,933.6
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	4,755.3	6,084.8	7,801.3	8,554.4	9,293.6
折旧与摊销	1,726.5	1,941.8	2,194.3	2,475.2	2,775.0
营运资金的净变动	284.3	(1,683.1)	(388.0)	(314.1)	(298.6)
资本性投资	(4,419.4)	(5,020.7)	(5,470.1)	(4,970.0)	(5,153.6)
FCFF	2,346.7	1,322.9	4,137.6	5,745.4	6,616.4
PV(FCFF)	2,124.4	1,084.1	3,069.7	3,858.8	4,022.8
核心企业价值	86,200.2				
减: 净债务	1,344.5				
股票价值	84,856.7				
每股价值	39.97				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.1%	10.3%	10.46%	10.7%	10.9%
永续 增长 率变 化	2.4%	43.92	42.55	41.25	40.01	38.84
	2.2%	43.17	41.84	40.59	39.40	38.26
	2.0%	42.45	41.18	39.96	38.81	37.71
	1.8%	41.78	40.54	39.37	38.25	37.18
	1.6%	41.13	39.94	38.80	37.71	36.68

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：35.6-37.7 元

我们选择同为煤化工企业的鲁西化工、宝丰能源等公司为可比公司，平均 PE 13 倍，根据公司产能规划，预计 2023-2028 年公司盈利五年复合增长率达 17%，考虑到公司相对较高的成长性、显著的成本优势，以及部分产品处于景气低点，给予 2023 年 PE 17-18 倍，对应股价区间 35.6-37.7 元。

表18: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	2023E	EPS 2024E	2023E	PE 2024E
600989.SH	宝丰能源		14.23	102,887.04	0.88	1.29	16.2	11.0
000830.SZ	鲁西化工		11.06	21,387.87	1.20	1.68	9.2	6.6
	平均值				1.0	1.5	12.7	8.8
600426.SH	华鲁恒升		31.82	68,179.81	2.10	2.76	15.2	11.5

资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测 注：数据截至 2023 年 10 月 13 日

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 35.6-44.7 元之间，今年动态市盈率 17-21 倍，相对于公司目前股价有 12%-40%溢价空间。考虑公司经营水平优异和稳健且兼具成长性，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 35.6-44.7 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,与实际情况可能存在差异,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.7%、风险溢价 6.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相近的企业比如鲁西化工、宝丰能源等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司相对较高的成长性、显著的成本优势,以及部分产品处于景气低点,在行业平均动态 PE 的基础上给予 20%溢价,最终给予公司 23 年 15 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 20.1%/12.8%/15.0%,可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 30%/30%/30%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司新增产线荆州一期项目今年 4 季度投产且达产,若实际投产、达产不及预期,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受其主营产品价格、原材料价格影响较大,我们预计未来 3 年公司主要产品价格不发生较大的下降,原材料不出现剧烈上涨。若由于形势变化,主营产品实际价格大大低于预期,或原材料价格高于预期,均可能存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

产品价格下行及毛利率下降的风险:公司各个主营产品价格受市场供需等因素容易产生波动,存在产品价格下行的风险。另外,受原材料价格及人工成本上涨等因素的影响,公司产品毛利率存在下降的风险。

行业竞争加剧的风险:公司多个产品存在市场供给过剩的情况,随着行业竞争加剧,若公司未来不能持续维持竞争优势,提高自身竞争力,公司将面临

市场份额下降的风险。随着其他厂商的扩产，以及技术逐渐成熟，行业竞争或将加剧。

资源依赖的风险：由于公司在多个产品线中采用煤制工艺，煤炭价格的波动可能对成本结构产生重大影响。

供应链风险：拥有多个产品线意味着需要管理多个供应链，这增加了供应链管理的复杂性和潜在的中断风险。

安全环保风险：化工生产整个生产过程涉及到的环节多、流程杂，部分生产过程还需要特殊的高温、高压环境等，涉及易燃、易爆等危险化学品，生产安全及环保问题需要非常重视，存在相应的风险隐患。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司目前核心成本优势来源之一是领先的技术水平，若公司不能维护技术方面的核心竞争力，出现技术被赶超或替代的情况，将无法持续保持其核心成本优势，从而对公司的经营产生不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，将对公司的生产经营造成不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处煤化工、新材料等行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

贸易政策风险：贸易战或关税问题可能影响原材料成本或者产品销售。

补贴和税收风险：政府政策在补贴或税收方面的变动可能影响公司的营收和利润。

其它风险

法律风险：公司关于侵害技术秘密纠纷一案已申请再审，可能存在败诉，该项目涉及款项于 2023 年 3 月 21 日被冻结，公司已在 2022 年年度确认为预计负债。未来若再出现技术纠纷，可能对公司利润产生负面影响。

员工违规风险：由于员工人数多，内部犯罪、贪污或滥用职权等内控问题需要严格防范，否则可能存在相应风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1884	1849	4846	3204	3741	营业收入	26636	30245	30869	40866	45190
应收款项	77	39	40	53	58	营业成本	17182	21491	24069	32134	34280
存货净额	1039	1173	1329	1795	1908	营业税金及附加	135	217	222	294	325
其他流动资产	4387	4114	4199	6743	7456	销售费用	63	52	53	70	77
流动资产合计	8391	8581	11553	12978	14406	管理费用	276	262	307	384	417
固定资产	17320	20617	23318	26463	29805	研发费用	368	611	623	825	912
无形资产及其他	1497	1737	1668	1598	1529	财务费用	96	59	173	191	154
投资性房地产	1445	4070	4070	4070	4070	投资收益	30	38	(45)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	40	28	(25)	0	0
资产总计	28653	35005	40609	45109	49809	其他收入	(443)	(628)	(683)	(825)	(912)
短期借款及交易性金融负债	670	473	473	539	495	营业利润	8509	7604	5292	6967	9024
应付款项	2192	1624	1840	2485	2641	营业外净收支	18	(193)	(60)	(78)	(110)
其他流动负债	1357	1474	1667	2251	2393	利润总额	8527	7411	5232	6889	8914
流动负债合计	4219	3571	3981	5274	5529	所得税费用	1273	1123	785	1033	1337
长期借款及应付债券	1705	3257	5257	4257	3257	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	23	258	337	446	587	归属于母公司净利润	7254	6289	4448	5857	7579
长期负债合计	1729	3514	5594	4702	3843	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5948	7085	9575	9976	9373	净利润	7254	6289	4448	5857	7579
少数股东权益	450	998	997	996	994	资产减值准备	29	(41)	36	3	4
股东权益	22256	26923	30037	34137	39443	折旧摊销	1407	1764	1727	1942	2194
负债和股东权益总计	28653	35005	40609	45109	49809	公允价值变动损失	(40)	(28)	25	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	96	59	173	191	154
每股收益	3.43	2.96	2.10	2.76	3.57	营运资本变动	(3315)	(2697)	284	(1683)	(388)
每股红利	0.29	0.86	0.63	0.83	1.07	其它	(29)	40	(37)	(4)	(5)
每股净资产	10.54	12.68	14.15	16.08	18.58	经营活动现金流	5307	5326	6483	6115	9384
ROIC	37%	26%	17%	20%	22%	资本开支	(4035)	(5028)	(4419)	(5021)	(5470)
ROE	33%	23%	15%	17%	19%	其它投资现金流	(1)	(401)	268	(45)	(59)
毛利率	35%	29%	22%	21%	24%	投资活动现金流	(4036)	(5429)	(4152)	(5065)	(5529)
EBIT Margin	32%	25%	18%	18%	20%	权益性融资	(3)	754	0	0	0
EBITDA Margin	38%	31%	24%	22%	25%	负债净变化	530	1551	2000	(1000)	(1000)
收入增长	103%	14%	2%	32%	11%	支付股利、利息	(613)	(1818)	(1335)	(1757)	(2274)
净利润增长率	303%	-13%	-29%	32%	29%	其它融资现金流	(285)	(152)	0	66	(44)
资产负债率	22%	23%	26%	24%	21%	融资活动现金流	(453)	68	665	(2691)	(3318)
息率	0.9%	2.7%	2.0%	2.6%	3.4%	现金净变动	817	(35)	2997	(1642)	537
P/E	9.3	10.7	15.2	11.5	8.9	货币资金的期初余额	1066	1884	1849	4846	3204
P/B	3.0	2.5	2.2	2.0	1.7	货币资金的期末余额	1884	1849	4846	3204	3741
EV/EBITDA	7.3	8.0	10.5	8.5	6.8	企业自由现金流	1383	497	2347	1323	4138
						权益自由现金流	1628	1896	4200	226	2963

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032