

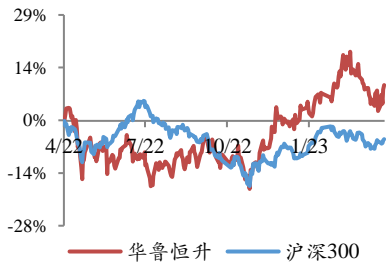
## 成本需求双重压力有所缓解，德州+荆州新产能项目加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-02

收盘价（元）	35.25
近 12 个月最高/最低（元）	38.16/26.18
总股本（百万股）	2,123
流通股本（百万股）	2,112
流通股比例（%）	99.46
总市值（亿元）	748
流通市值（亿元）	744

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 相关报告

1.Q3 需求偏弱业绩承压，新材料项目稳步推进 2022-10-28

2.Q2 营收增长盈利稳健，新材料项目有序推进 2022-09-05

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2023 年 3 月 29 日晚，华鲁恒升发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 302.45 亿元，同比增长 13.09%；归母净利润 62.89 亿元，同比下降 13.50%；2022 Q4 实现营业收入 72.37 亿元，同比下降 14.96%，环比增长 11.76%；实现归母净利润 7.55 亿元，同比下降 54.51%，环比下降 26.30%。

#### ● 2022 年成本上升需求走弱，醋酸、新材料板块盈利回落

2022 年因俄乌战争叠加通货膨胀影响，纯苯、煤炭类上游原材料价格大涨，根据百川数据，2021 年纯苯/动力煤 (Q:5500) 秦皇岛均价分别为 7106.23/926.61 元/吨，2022 年纯苯/动力煤均价分别为 8066.88/1260.02 元/吨。中游化工品受疫情及经济下行影响，2022 年需求端普遍低迷，公司主营业务醋酸及衍生品、新能源新材料板块盈利受损。2021 年受能耗双控及下游景气度影响，醋酸均价 6925.95 元/吨，2022 年醋酸价格持续下行，均价降到 4195.59 元/吨，直接影响醋酸板块业绩；而 2021 年己二酸 /DMC/ 异辛醇均价分别为 10769.17/14128.66/8365.92 元/吨，2022 年己二酸/DMC/异辛醇均价分别为 11229.91/10546.97/6273.29 元/吨，价格下跌也导致新材料板块有所回落。肥料板块受俄乌冲突和国家肥料储备增加影响，化肥整体需求量上涨，尿素产品价格有所上升。此外，公司 2022 Q4 因法院诉讼产生 2.18 亿元营业外支出也在一定程度上影响公司 Q4 业绩。

#### ● 部分产品价格反弹，成本压力缓解，公司业绩有望触底回升

2022 年 Q3 以来，受疫情影响，化工产品需求下降，公司产品价格持续下滑，公司业绩承压。当前处于春耕旺季，化肥需求边际改善，助力尿素需求上涨。根据百川数据，截至 2023.03.29，尿素/DMF/己二酸/醋酸/DMC/辛醇价格分别 2666/5500/9433/3420/4500/9657 元/吨较 2022.12.31 价格分别变化+0.19/+2.73/+8.48/-7.28/+1.56/-1.63%，成本端来看，截至 2023.3.30，动力煤 (Q:5500) 秦皇岛价格 1090 元/吨，价格较 2023.1.1 下降 9.39%，成本端压力持续缓解。年后随着疫情高峰已过，经济缓慢复苏，加之产能逐步释放，公司未来业绩有望回升。

#### ● 完成一体化产业多线布局，德州、荆州基地项目陆续投产

公司已完成煤气化平台的后端多线布局，向价值链高端发展，成本控制水平高于行业平均水准。德州基地按照“坚持高端化布局”的战略规划，建设高端电子溶剂、尼龙材料等高端产品项目，助力公司盈利能力提升，己内酰胺及尼龙新材料项目 (30 万吨/年) 20 万吨尼龙 6 切

片装置已打通全部流程，进入试生产阶段，2023年1月，公司新增30万吨/年DMC装置已经顺利投产，而30万吨EMC装置也已进入安装调试阶段。荆州基地于2020年11月在湖北江陵经济开发区开工建设，计划总投资460亿元，一期项目投资123亿元，主要建设年产100万吨醋酸、30万吨有机胺以及年产百万吨尿素功能化项目，预计将于2023年6月逐步投产。此外荆州基地绿色新能源项目投资50.54亿元，建设年产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，10万吨/年醋酐项目，蜜胺树脂单体材料项目，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目。荆州基地作为公司资本开支的重要项目，新项目的投产将打开公司新的成长空间。

### ● 投资建议

华鲁恒升是国内化工行业的龙头企业之一，以煤气化平台为基础，构筑一体化运行模式，具有较强的成本控制优势，目前处于底部区间，叠加公司新能源材料投产，预计公司2023-2025年归母净利润分别为59.88、78.00、85.37亿元，同比增速为-4.8%、30.3%、9.5%。对应PE分别为12、9、9倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30245	30933	38309	41721
收入同比 (%)	13.1%	2.3%	23.8%	8.9%
归属母公司净利润	6289	5988	7800	8537
净利润同比 (%)	-13.5%	-4.8%	30.3%	9.5%
毛利率 (%)	28.9%	26.3%	27.0%	26.7%
ROE (%)	23.4%	18.2%	19.2%	17.3%
每股收益 (元)	2.97	2.82	3.67	4.02
P/E	11.18	12.37	9.49	8.67
P/B	2.61	2.25	1.82	1.50
EV/EBITDA	7.67	7.90	6.14	5.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1. 盈利能力短期回落，三费费用稳步下降 .....	6
2. 各板块出现分化，醋酸及衍生物承压 .....	7
2.1 有机胺板块 .....	7
2.2 肥料板块 .....	10
2.3 醋酸及衍生品板块 .....	13
2.4 新材料新能源板块 .....	15
3. 德州+荆州新项目规划，助力公司快速发展 .....	17
3.1 柔性一体化产业链打造低成本优势 .....	18
3.2 德州基地建设高端项目，进一步提升盈利能力 .....	20
3.3 荆州基地加速推进，公司未来成长可期 .....	21
4. 持续高研发高投入，加强新领域专利布局 .....	22

## 图表目录

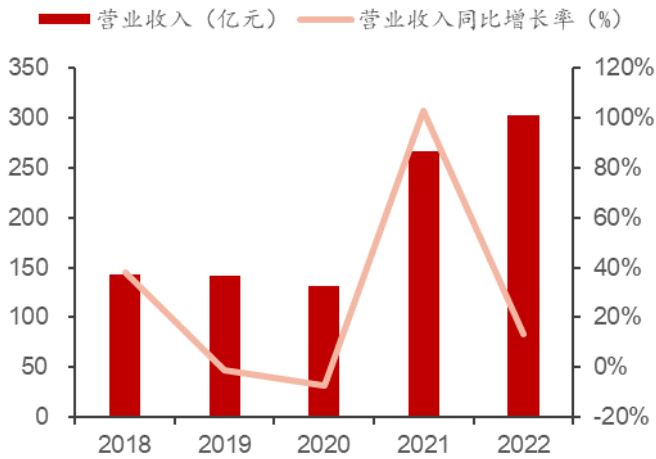
图表 1 公司近 5 年营收及同比增长情况 .....	6
图表 2 公司近 5 年归母净利及同比增长情况 .....	6
图表 3 公司近 5 年毛利及同比增长情况 .....	6
图表 4 公司近 5 年毛利率及净利率 .....	6
图表 5 公司三费费用 .....	7
图表 6 近 5 年三费占营业收入比重 .....	7
图表 7 近五年 ROE 及资产负债率 .....	7
图表 8 近 5 年有机胺板块营业收入及增长率 .....	8
图表 9 近 5 年有机胺板块毛利及增长率 .....	8
图表 10 近 5 年有机胺板块产销量 .....	8
图表 11 DMF 价格及价差走势 .....	9
图表 12 DMF 价格价差历史分位 .....	9
图表 13 国内 DMF 产能 .....	9
图表 14 2022 年 DMF 板块成本拆分 .....	10
图表 15 2021 年 DMF 板块成本拆分 .....	10
图表 16 近 5 年肥料板块营业收入及增长率 .....	10
图表 17 近 5 年肥料板块毛利及增长率 .....	10
图表 18 近 5 年肥料板块产销量 .....	11
图表 19 煤头尿素价格及价差走势 .....	11
图表 20 尿素价格价差历史分位 .....	11
图表 21 车用尿素应用 .....	12
图表 22 2022 年肥料板块成本拆分 .....	13
图表 23 2021 年肥料板块成本拆分 .....	13
图表 24 近 5 年醋酸及衍生品板块营业收入及增长率 .....	13
图表 25 近 5 年醋酸及衍生品板块毛利及增长率 .....	13
图表 26 近 5 年醋酸及衍生品板块产销量 .....	14
图表 27 醋酸价格及价差走势 .....	14
图表 28 醋酸价格价差历史分位 .....	14
图表 29 2022 年醋酸及衍生品板块成本拆分 .....	15
图表 30 2021 年醋酸及衍生品板块成本拆分 .....	15
图表 31 近 5 年新材料新能源板块营业收入 .....	15
图表 32 近 5 年新材料新能源板块毛利 .....	15
图表 33 乙二醇价格及价差走势 .....	16
图表 34 己二酸价格及价差走势 .....	16
图表 35 PA6 切片(常规纺)价格及价差走势 .....	17
图表 36 己内酰胺价格及价差走势 .....	17
图表 37 草酸价格走势 .....	17
图表 38 DMC 电池级价格走势 .....	17
图表 39 近 5 年新材料新能源板块产销量 .....	17
图表 40 华鲁恒升产业链工艺流程 .....	18
图表 41 公司历年技改项目 .....	19

图表 42 德州基地项目规划 .....	20
图表 43 荆州基地项目规划 .....	21
图表 44 荆州基地新能源材料项目工艺路线 .....	21
图表 45 研发费用 .....	22
图表 46 研发费用率 .....	22
图表 47 研发人员数量及占比 .....	23
图表 48 硕博人数 .....	23
图表 49 发明专利不断增加 .....	23
图表 50 2021 年第三期股权激励方案 .....	23
图表 51 华鲁恒升各领域申请专利示例 .....	24

## 1. 盈利能力短期回落，三费费用稳步下降

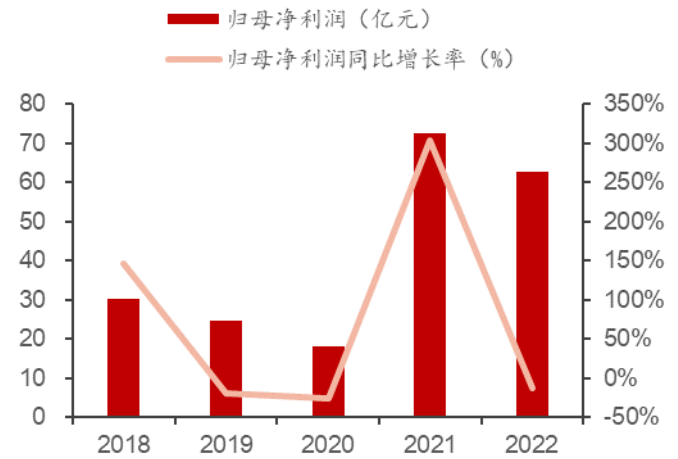
2022 年受经济下行压力及疫情反复影响，公司主营业务出现增收不增利情况，盈利能力短期承压。2022 年公司实现营业收入 302.45 亿元，同比增长 13.09%；归属上市公司股东净利润 62.89 亿元，同比下降 13.50%；加权平均净资产收益率为 25.58%，同比下降 12.95pct；其中，2022 年 Q4 实现营业收入 72.37 亿元，同比下降 14.96%，环比增长 11.76%；归母净利润 7.55 亿元，同比下降 54.51%，环比下降 26.30%；销售毛利率 18.68%，销售净利率 10.43%。Q4 公司业绩承压主要由于疫情影响下游产品需求不振，煤炭价格处于高位，公司产品价格下跌，价差大幅收窄，加之 Q4 因法院诉讼导致营业外支出 2.18 亿元拖累业绩。

图表 1 公司近 5 年营收及同比增长情况



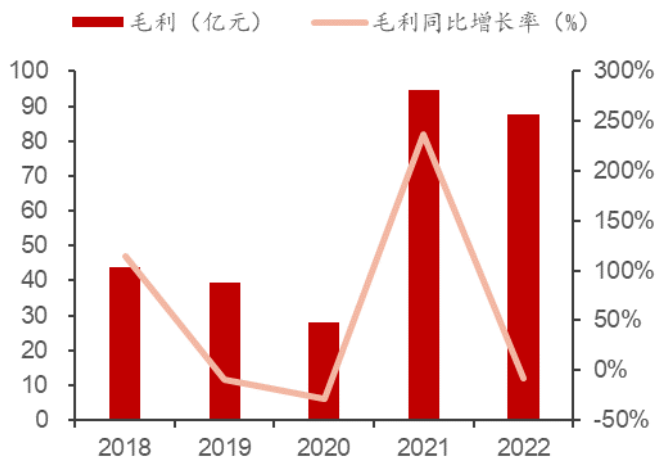
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 2 公司近 5 年归母净利及同比增长情况



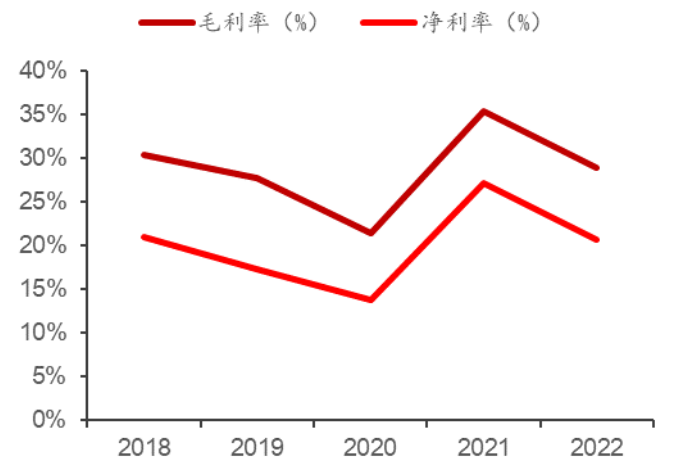
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 3 公司近 5 年毛利及同比增长情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 4 公司近 5 年毛利率及净利率

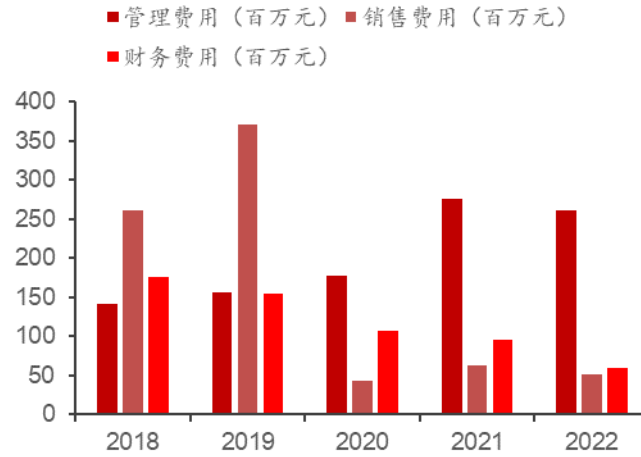


资料来源：iFinD，华安证券研究所

销售、财务费用呈下降态势，管理费用逐年递增。随着公司持续贯彻降本增效的生产经营理念，不断优化业务流程，公司期间费用率不断下降，其成本控制能力为同行业翘楚。2022 年公司销售费用和财务费用分别为 5169.9 和 5882.9 万元，

占营业收入比例为 0.17%和 0.19%，近五年销售、财务费用及费用率呈下降态势，主要是由于公司利息收入增加，利息支出大幅减少。管理费用在 2017-2021 年间呈增长态势，主要系管理人员工资薪酬及设备折旧费用增加所致，2022 年略有下降，为 26166.78 万元，管理费用率为 0.87%。

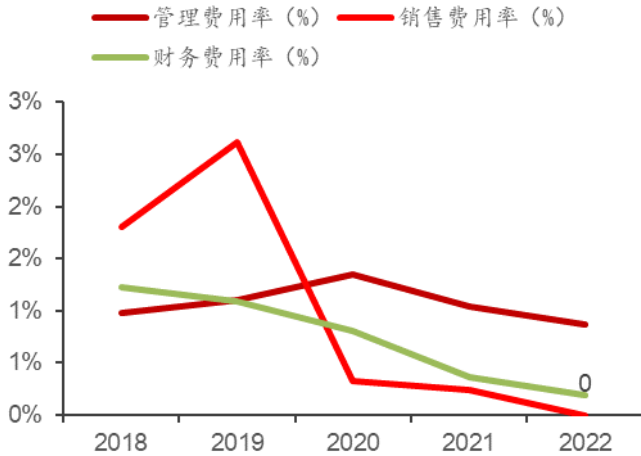
图表 5 公司三费费用



资料来源：iFinD，华安证券研究所

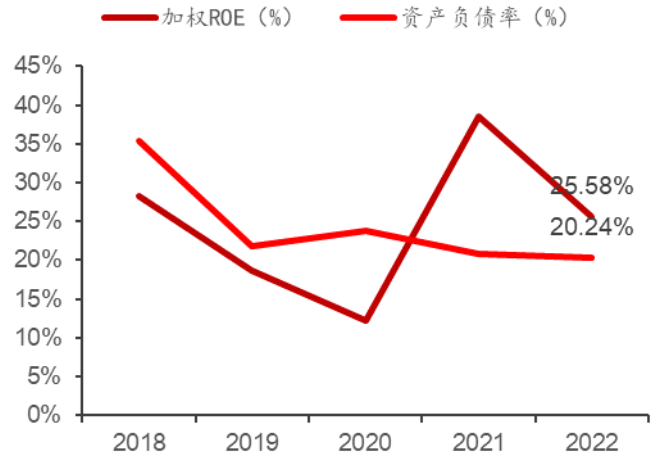
资产负债率逐年下降，公司主营产品具有一体化成本优势，ROE 维持高位。2022 年公司加权净资产收益率为 25.58%，较 2021 年数据相比，主要系煤炭价格高位运行下游需求疲软。2022 年资产负债率为 20.24%。

图表 6 近 5 年三费占营业收入比重



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 7 近五年 ROE 及资产负债率



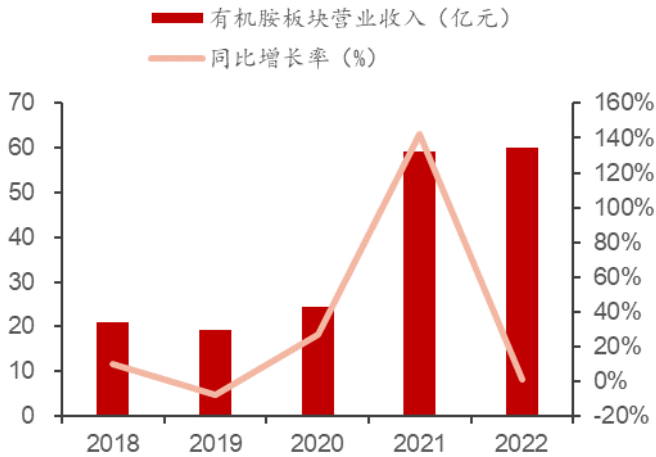
资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 2. 各板块出现分化，醋酸及衍生物承压

### 2.1 有机胺板块

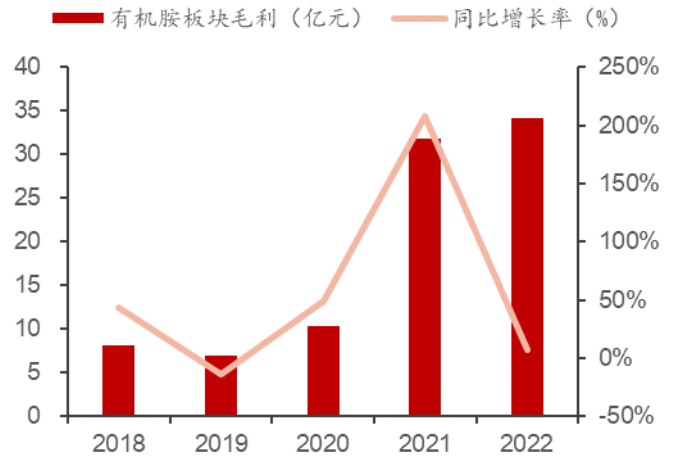
有机胺板块为公司重要的盈利来源，产品主要包括 DMF、一甲胺、二甲胺、三甲胺等相关产品，其中 DMF 为公司主导产品，主要用于 PU 浆料、电子、医药、中间体等行业，现有产能 33 万吨，荆州基地计划建设 15 万吨，预计 2023 年中逐步投产。2022 年有机胺板块产品营业收入 59.95 亿元，同比增长 1.31%，实现有机胺板块产量 44.71 万吨，销量 47.94 万吨，产销量较上年均略有下降。毛利方面，2022 年实现有机胺板块产品毛利 34.17 亿元，同比增长 7.75%，有机胺板块产品毛利率为 56.00%。

图表 8 近 5 年有机胺板块营业收入及增长率



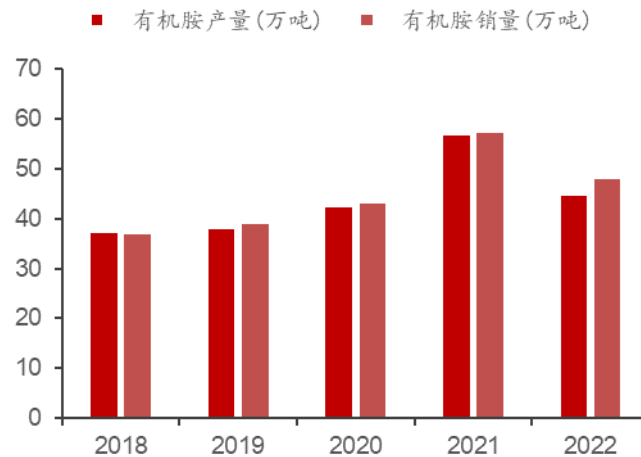
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 9 近 5 年有机胺板块毛利及增长率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 10 近 5 年有机胺板块产销量

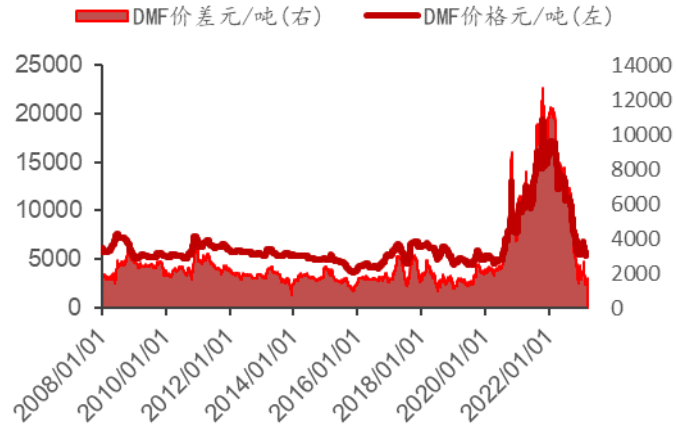


资料来源：iFinD，华安证券研究所

2022 年 DMF 市场受疫情反复、国际地缘冲突影响，下游需求紧缩影响，DMF 价格全年整体呈下行趋势。2022 年初，DMF 价格高位运行，春节假期前，在环保政策影响供应收缩，需求提升的背景下，价格呈现涨势，国内疫情多点扩散，多地管控措施升级，对物流运输及终端消费造成抑制，DMF 市场逐步进入下行通道。二季度工厂降低开工负荷，供应端压力有所减，市场开启一波反弹之势，但市场需求仍未完全恢复。三季度 DMF 市场迎来一波新产能投产，供给端压力持续提升。年末随着防疫政策逐渐步入新的阶段，市场业者信心有所提升，加之节前备货使得需求短暂

释放，支撑 DMF 价格出现一定反弹。据百川盈孚，截至 2023 年 3 月 24 日，DMF 价格为 5500 元/吨，价差为 1741 元/吨；价格处于 12.16% 历史分位，价差处于 8.27% 历史分位。目前国内 DMF 总产能 113 万吨，公司 DMF 产能处于国内领先，而 2023 年 DMF 新产能释放偏多，预计价格处于底部震荡。成本方面，2022 年有机胺板块产品单位成本为 5766.71 元，占比最大的仍为直接材料，为 85.44%，直接人工与制造费用分别占 5.55% 和 9.01%，相比 2021 年直接材料占比略有上升。

图表 11 DMF 价格及价差走势



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 12 DMF 价格价差历史分位

DMF	最新价格元/吨	月涨跌幅/%	年度涨跌幅/	历史分位/%
	5500	0.00%	-63.82%	12.16%
DMF	最新价差元/吨	月涨跌幅/%	年度涨跌幅/%	历史分位/%
	1741	13.30%	-81.68%	8.27%

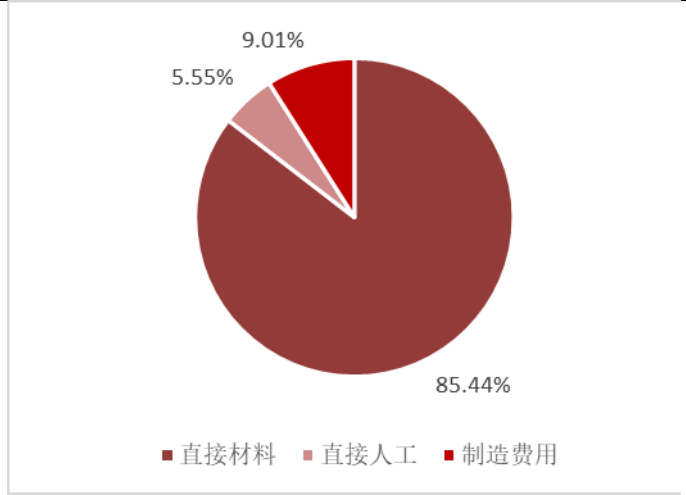
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所，截止至 2023 年 3 月 24 日

图表 13 国内 DMF 产能

国内厂商	产能/万吨
华鲁恒升	33
晋煤日月	10
鲁西化工	15
安阳九天	15
河南骏化	3
延长兴化	10
扬子巴斯夫	4
安徽金禾	3
心连心	20
总计	113

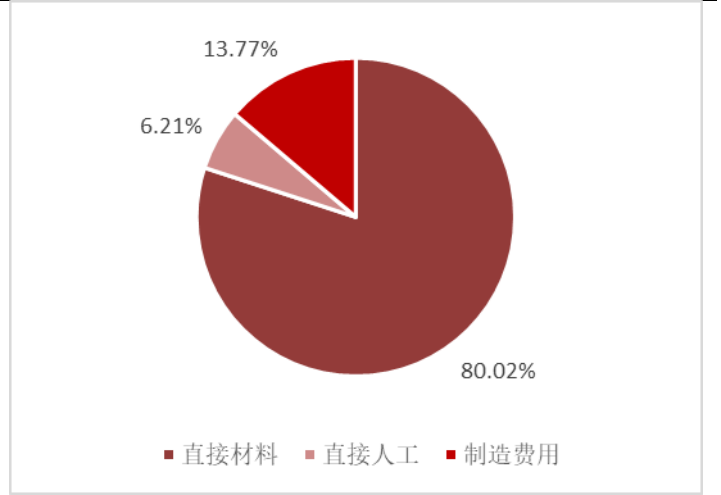
资料来源：隆众资讯，华安证券研究所

图表 14 2022 年 DMF 板块成本拆分



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 15 2021 年 DMF 板块成本拆分

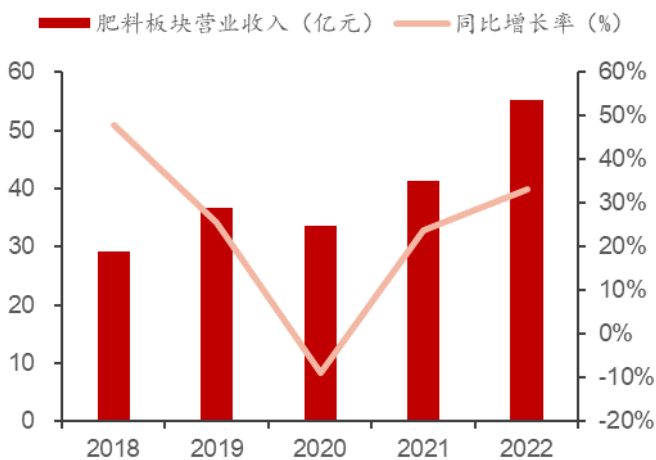


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

## 2.2 肥料板块

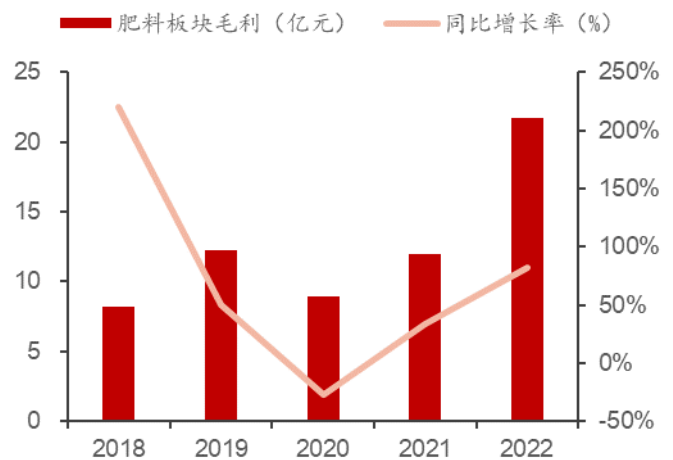
2022 年受俄乌冲突和国家肥料储备增加影响，化肥景气度高，公司化肥板块毛利大幅增长。化肥是重要的农业生产资料，是农业生产发展和国家粮食安全的重要保障，俄乌冲突强化了对粮食安全的重要性，化肥景气度有所提升。从产品结构来看，公司化肥业务主要产品为尿素，现有产能 180 万吨，荆州基地待建产能 100 万吨，预计 2023 年中以后逐步投产。2022 年肥料板块产品营业收入 55.18 亿元，同比增长 33.27%，实现肥料板块产量 309.88 万吨，销量 283.73 万吨，产销量均呈增长态势。毛利方面，受化肥整体需求量上涨影响，2022 年实现有肥料板块产品毛利 21.72 亿元，同比增长 81.76%，肥料板块产品毛利率为 39.36%。目前处于春耕旺季，化肥景气度有望延续，看好化肥后续盈利能力。

图表 16 近 5 年肥料板块营业收入及增长率



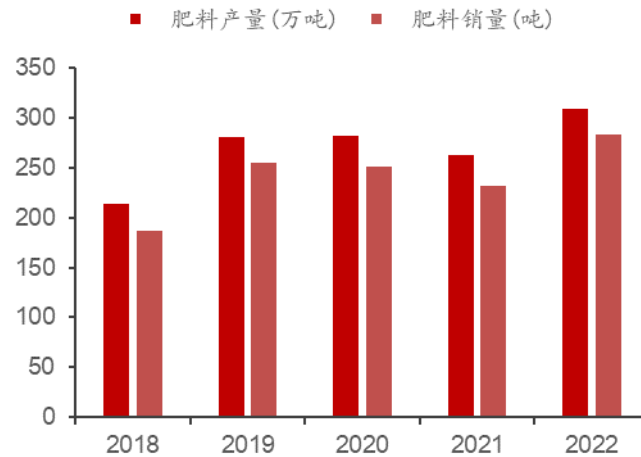
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 17 近 5 年肥料板块毛利及增长率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 18 近 5 年肥料板块产销量

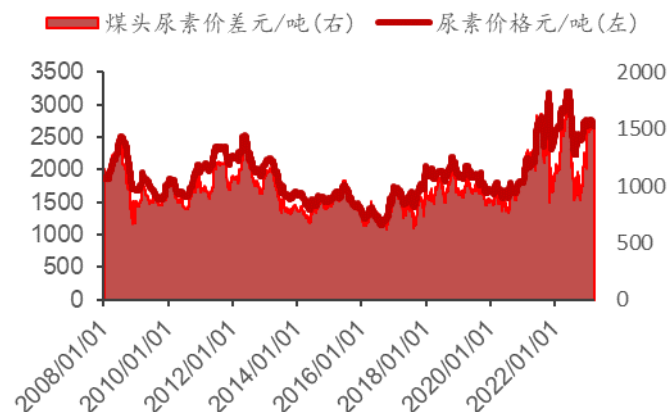


资料来源：iFinD，华安证券研究所

2022 年受俄乌冲突和国家肥料储备增加影响，化肥整体需求量上涨，上半年尿素价格大幅上涨，后续虽有所回落，但全年整体价格仍有所上涨。2022 年俄乌冲突影响了全球粮食供应，小麦、玉米等农产品价格高涨提升了农民种植农产品的积极性，带动化肥需求量大增。农业需求方面，国家强调粮食安全，落实耕地保护，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，粮食播种面积增长，农民种粮积极性提高，加之国家加大化肥储备力度，国内对化肥的刚性需求增加。

另外根据 2021 年底出台的“夏管肥”政策，为保障 2022 年“三夏”农业生产用肥需要，国家发展改革委、财政部会同有关方面安排了夏管肥临时储备，并于 2022 年 6 月开始投放市场，该政策增加了尿素的市场需求，一定程度上提升了尿素价格。据百川盈孚，截至 2023 年 3 月 24 日，尿素价格为 2670 元/吨，价差为 1521 元/吨；价格处于 74.51% 历史分位，价差处于 81.42% 历史分位。当前处于春耕旺季，化肥需求边际改善，景气度持续增长。

图表 19 煤头尿素价格及价差走势



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

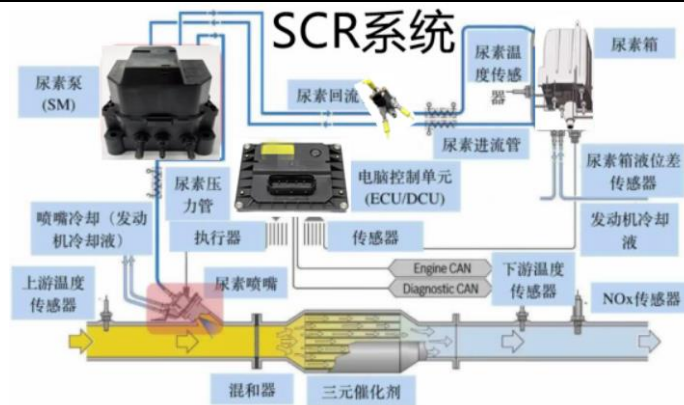
图表 20 尿素价格价差历史分位

尿素	最新价格元/吨	月涨跌幅/%	年度涨跌幅/	历史分位/%
	2670	-2.55%	-9.49%	74.51%
最新价差元/吨	月涨跌幅/%	年度涨跌幅/ %	历史分位/%	
	1521	-2.57%	1.73%	81.42%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所，截止至 2023 年 3 月 24 日

车用尿素需求或带动尿素需求进一步增加。2020 年 12 月，生态环境部发布关于对《非道路柴油移动机械污染物排放控制技术要求》的解读文件，确定 2022 年 12 月全面实施国四排放标准，意味着我国最新生产和销售的非道路移动机械（包括：挖掘机、装载机、打桩机、推土机、压路机、叉车、农机等）也需要使用尿素液处理尾气。车用尿素市场目前仅仅占尿素下游应用市场的 2.2%，预计 2022 年和 2023 年车用尿素产量会保持每年 10%-20%的增量，市场占比将得到大幅提升。

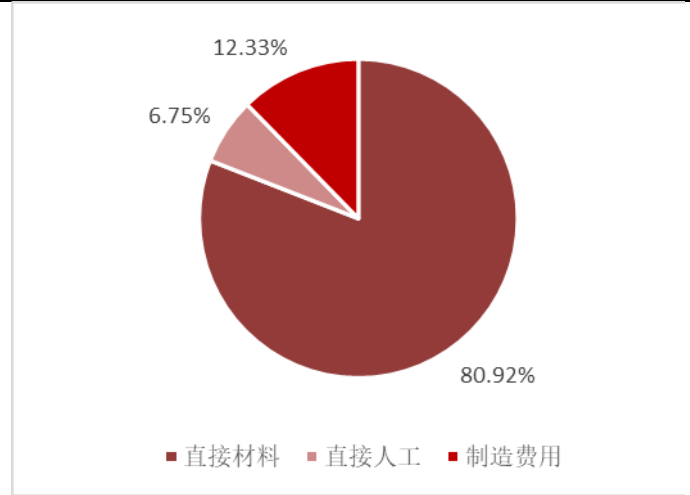
图表 21 车用尿素应用



资料来源：华鲁恒升新能源公众号，华安证券研究所

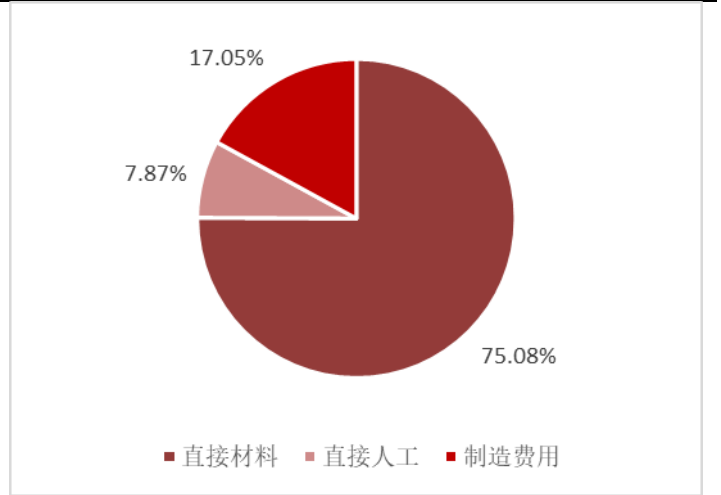
成本方面，公司尿素是以烟煤为原料，通过洁净煤气化技术进行生产，在工艺、装备、技术、系统长周期稳定运行、精细管理等方面具有一定优势，产品成本处于行业领先水平。2022 年肥料板块产品单位成本为 1076.90 元，占比最大的仍为直接材料，为 80.92%，直接人工与制造费用分别占 6.75%和 12.33%。

图表 22 2022 年肥料板块成本拆分



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 23 2021 年肥料板块成本拆分

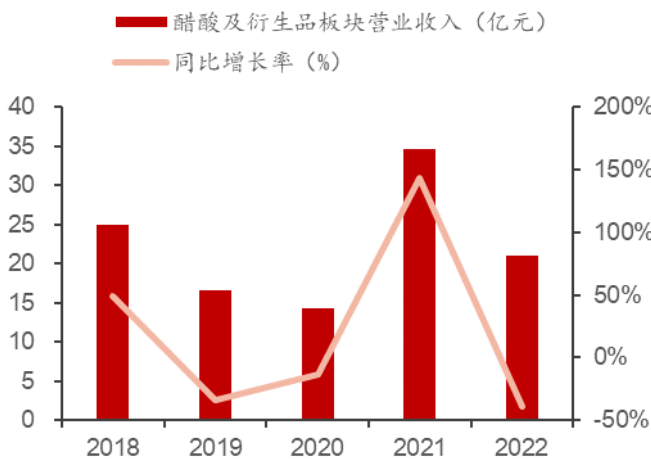


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

### 2.3 醋酸及衍生品板块

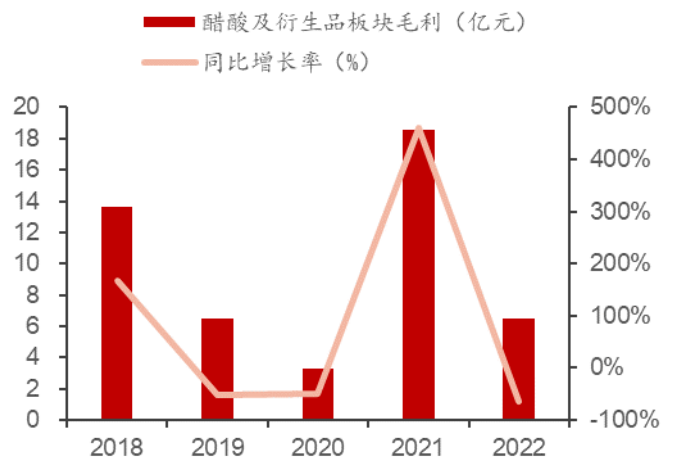
公司醋酸及衍生品板块产品主要包括醋酸、醋酐等，其中醋酸是公司主导产品，主要应用于生产 PTA、醋酸乙烯和醋酸乙酯。公司现有产能 50 万吨，荆州基地待建产能 100 万吨，预计 2023 年中以后逐步投产。2022 年醋酸及衍生品板块产品营业收入 21.06 亿元，同比下降 39.17%，实现醋酸及衍生品板块产量 58.64 万吨，销量 57.6 万吨，产销量均呈现下降态势。毛利方面，2022 年实现有醋酸及衍生品板块产品毛利 6.52 亿元，同比下降 64.85%，醋酸及衍生品板块产品毛利率为 30.96%。

图表 24 近 5 年醋酸及衍生品板块营业收入及增长率



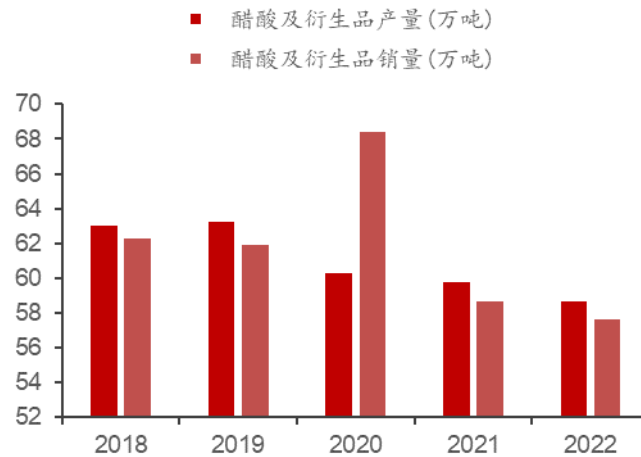
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 25 近 5 年醋酸及衍生品板块毛利及增长率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

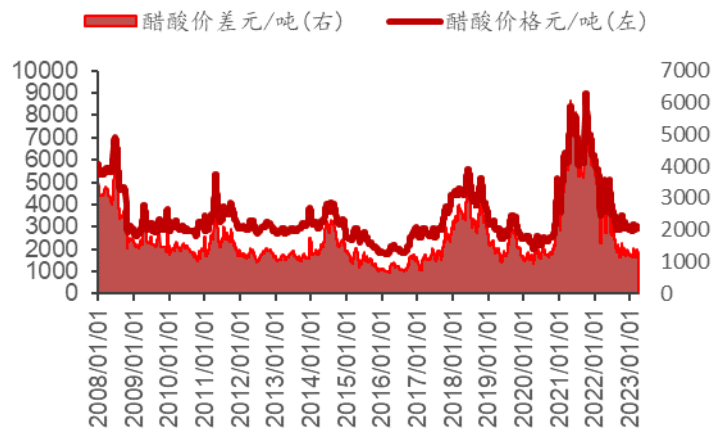
图表 26 近 5 年醋酸及衍生品板块产销量



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

**2022 年醋酸价格震荡下跌。**2022 年供需矛盾尖锐, 国内多个企业醋酸新建产能投产, 下游 PTA、醋酸乙酯、醋酸丁酯、醋酸乙烯市场需求量却多维持低位, 新增产能难以被下游市场消化, 供需失衡导致价格下跌。2023 年或受益于国内 PTA 持续扩产及光伏胶膜对 EVA 的需求, 醋酸需求量有望回升。据百川盈孚, 截至 2023 年 3 月 24 日, 尿素价格为 2900 元/吨, 价差为 1288 元/吨; 价格处于 15.51% 历史分位, 价差处于 11.17% 历史分位。

图表 27 醋酸价格及价差走势



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

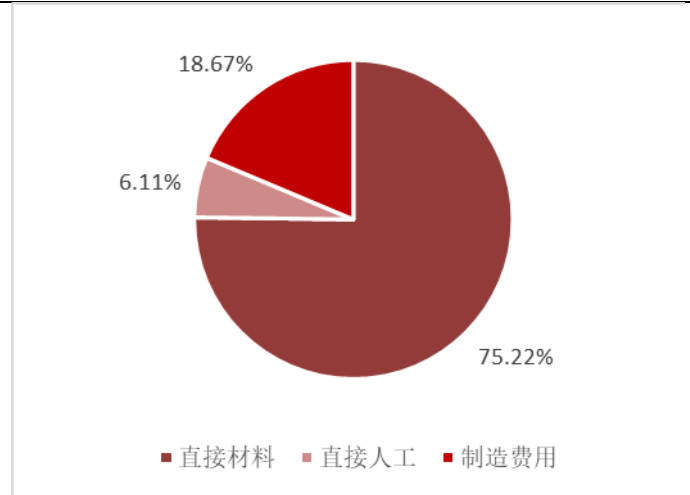
图表 28 醋酸价格价差历史分位

醋酸	最新价格元/吨	月涨跌幅/%	年度涨跌幅/%	历史分位/%
	2900	1.75%	-39.58%	15.51%
醋酸	最新价差元/吨	月涨跌幅/%	年度涨跌幅/%	历史分位/%
	1288	8.25%	-52.21%	11.17%

资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所, 截止至 2023 年 3 月 24 日

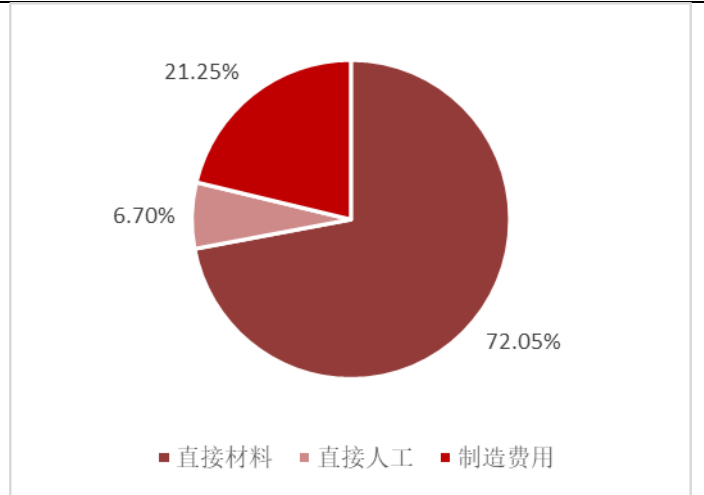
成本方面, 2022 年醋酸及衍生品板块产品单位成本为 2479.62 元, 占比最大的仍为直接材料, 为 75.22%, 直接人工与制造费用分别占 6.11% 和 18.67%。相比 2021 年, 直接材料占比有所上升。

图表 29 2022 年醋酸及衍生品板块成本拆分



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 30 2021 年醋酸及衍生品板块成本拆分

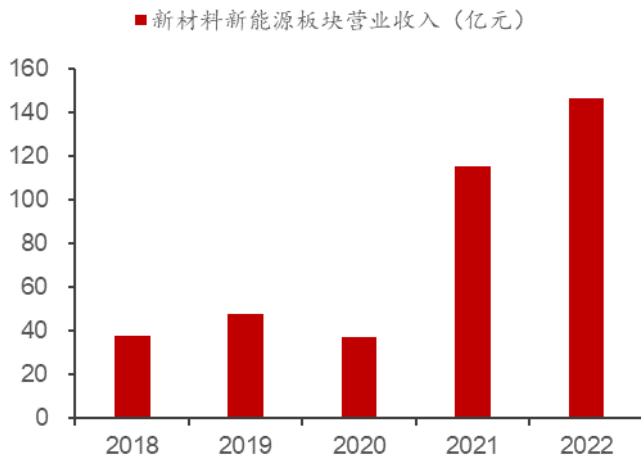


资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

## 2.4 新材料新能源板块

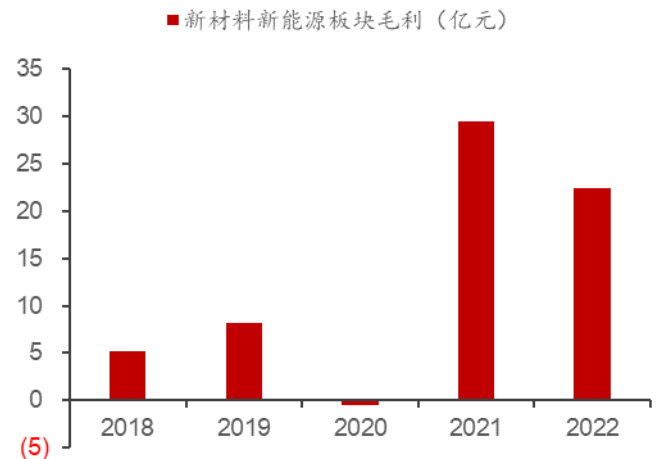
公司新材料新能源项目推动板块业绩增长。2021 年起公司对新材料相关业务的统计口径进行了调整, 将 2020 年多元醇及乙二酸等板块项目归入新材料板块进行计量和报告, 2022 年改做新材料新能源板块。目前公司新材料新能源板块相关产品包括己二酸及中间品、异辛醇、乙二醇、己内酰胺等产品, 现有产能包括 DMC 30 万吨, 己二酸 33 万吨, 乙二醇 55 万吨, 己内酰胺 10 万吨 (可对外出售), PA6 20 万吨等, 德州基地高端溶剂项目预计 2023 年逐步投产。2022 年新材料新能源板块产品营业收入 146.53 亿元, 毛利方面, 2022 年实现有新材料新能源板块产品毛利 22.43 亿元, 新材料新能源板块产品毛利率为 15.31%。

图表 31 近 5 年新材料新能源板块营业收入



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

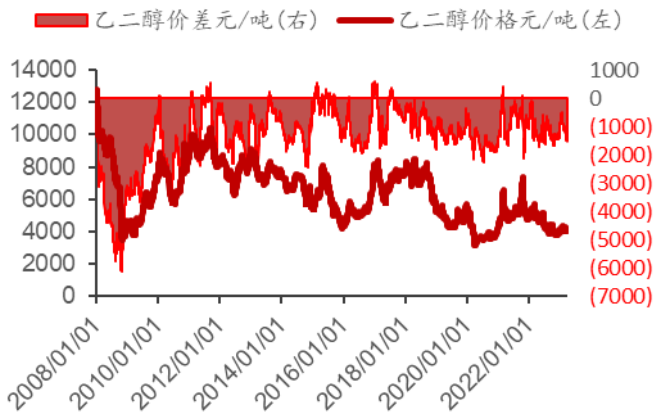
图表 32 近 5 年新材料新能源板块毛利



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

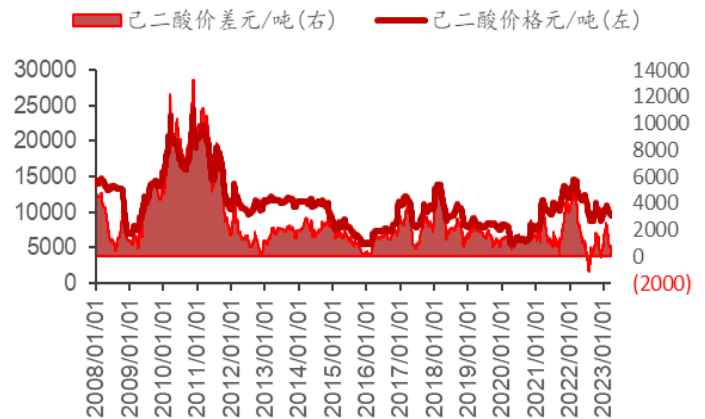
2022 年公司实现新材料新能源板块产品产量 304.31 万吨，销量 181.29 万吨，较 2021 年大幅度增长，是公司业绩的重要组成部分。其中**乙二醇**主要用于聚酯、防冻液、不饱和树脂、聚氨酯等，液体，罐装储运，行业竞争格局激烈，常年处于亏损状态，产品 2022 年价格持续下跌，公司在 2022 年将 55 万吨/年乙二醇装置暂时停产，通过柔性联产转产生产 DMC。**己二酸**是公司主导产品之一，主要用作尼龙 66 和聚氨酯的原料，亦可作为生产 1,6-己二醇、TPU、粉末涂料等产品的原料，2022 年价格冲高回落在，随着未来己二酸下游 PA66 及 PBAT 行业产能大幅扩张，需求量有望进一步增长，行业景气度提升。2022 年由于原材料价格回调，**PA6** 价格震荡下跌，其下游主要应用于锦纶纤维、工程塑料、薄膜等领域，近年国内消费量逐年上升，尼龙 6 光泽度、手感、弹性等性能均优于涤纶，在纺织纤维中将逐步替代涤纶，汽车、电子电器行业的快速发展，也进一步催生了对尼龙 6 工程塑料的需求，目前 PA6 处于产能需求景气度双高的进程中，具有长期发展空间。**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，2022 年价格处于下跌趋势，年中有所上升但随即回落，据百川盈孚，截至 2023 年 3 月 24 日，己内酰胺价格为 12125 元/吨，价差为 1998 元/吨；价格处于 20.77%历史分位，价差处于 9.67%历史分位。**草酸**下游传统需求稳定发展，新兴需求持续增长，受下游市场需求增长影响，草酸价格保持高位震荡，据百川盈孚，截至 2023 年 3 月日，草酸价格为 5500 元/吨；价格处于 58.67%历史分位。DMC 主要应用于电解液、PC、聚碳酸酯、胶粘剂与涂料、固体光气、显影液等领域，公司以甲醇氧化羰基法合成 DMC，具备电池级 DMC 生产技术，电池级 DMC 占比达到 20-25%，下游客户包括天赐材料等大部分电池产业链客户，2022 年 DMC 由于疫情等因素的影响，价格低位震荡。

图表 33 乙二醇价格及价差走势



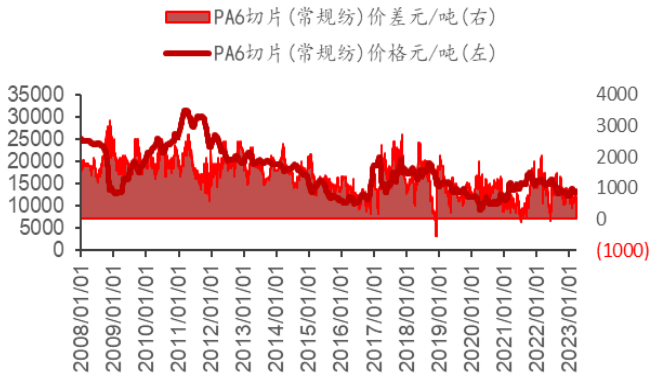
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 34 己二酸价格及价差走势



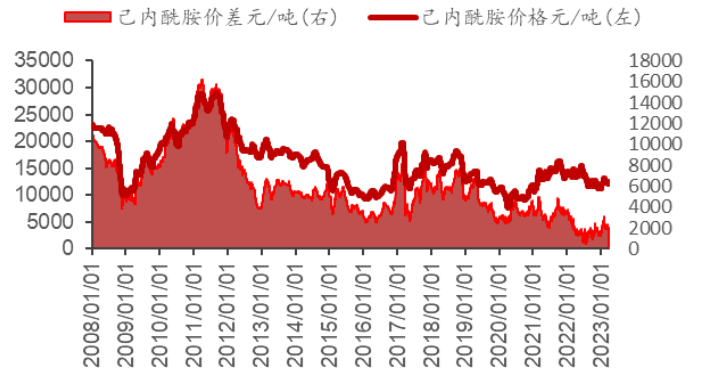
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 35 PA6 切片(常规纺)价格及价差走势



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 36 己内酰胺价格及价差走势



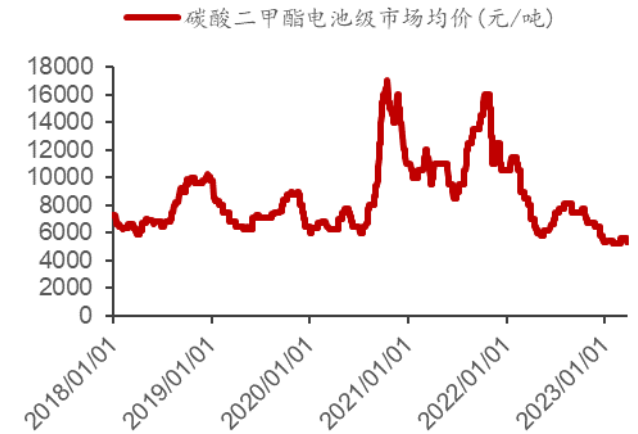
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 37 草酸价格走势



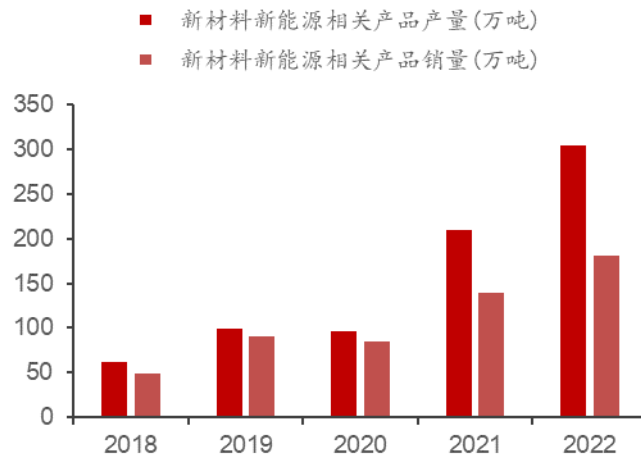
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 38 DMC 电池级价格走势



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 39 近 5 年新材料新能源板块产销量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

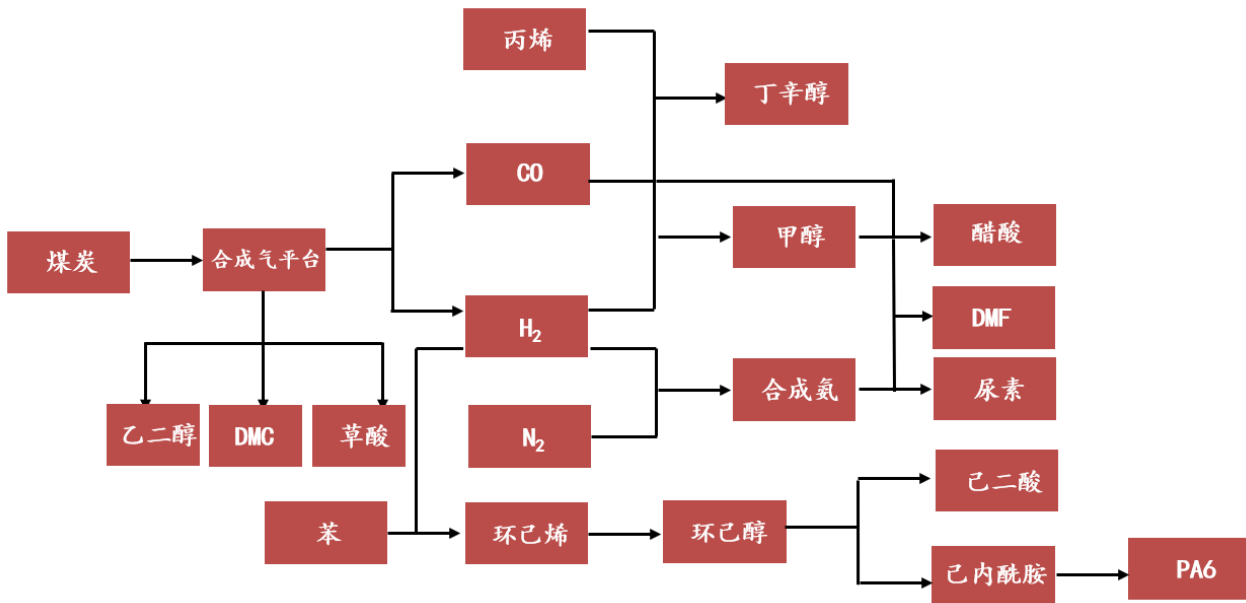
### 3. 德州+荆州新项目规划，助力公司快速发展

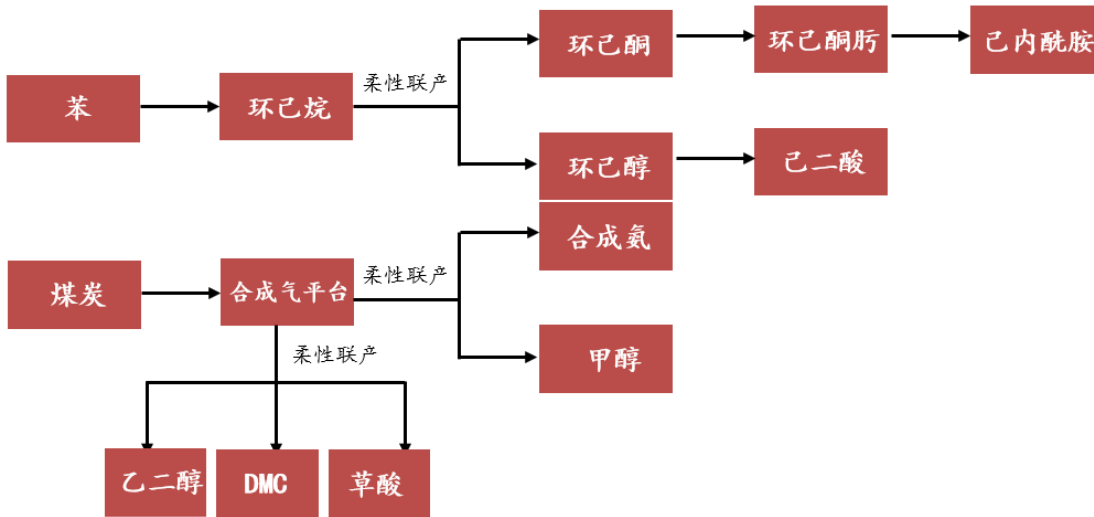
### 3.1 柔性一体化产业链打造低成本优势

公司已完成煤气化平台的后端多线布局，向价值链高端发展，成本控制水平高于行业平均水准。公司以煤炭、丙烯、纯苯为原料，通过煤气化醇胺平台，通过近 20 年的发展，全产业模式愈加完善，煤气化平台得到的 H<sub>2</sub>、CO 合成甲醇，甲醇羰基化进一步合成 DMF、醋酸、尿素。以苯为原料合成己二酸和己内酰胺，进一步合成 PA6 和规划的 PA66。以丙烯为原料合成丁醇、辛醇等产品。相较于外购合成氨、甲醇或者不具备先进煤气化平台的煤化工企业，华鲁终端产品一体化成本优势突出。

公司经过近 20 年的发展，全产业模式愈加完善，煤气化平台得到的 H<sub>2</sub>、CO 合成甲醇，甲醇羰基化进一步合成 DMF、醋酸、尿素。按照气化炉内煤料与气化剂接触方式的不同划分，煤气化平台主流包括固定床、流化床、气流床工艺三大工艺。目前公司采用的是国产对置式多喷嘴水煤浆气化炉。该装置继承 GE 水煤浆气化炉单台炉处理能力大，煤种适应性广，有效气(CO+H<sub>2</sub>)含量高的优点，同时氧耗、煤耗更低，碳转化率可达 98%，有效气成分 83-86%，均高于 GE 炉，工艺技术竞争力行业领先。相比使用国外技术，还节约了大量专利使用费，也避免了昂贵的进口设备、材料。同时，采用柔性多联产产业链保障公司根据市场周期性变化及时进行产品间、系统间、园区间的联产联动，优化当期产品结构，进而提高综合效益。如己二酸和己内酰胺均使用共同原料苯和环己烷，根据市场行情和价格波动情况调整生产比例，乙二醇目前处于行业亏损，公司将乙二醇装置停产用于生产 DMC，依据市场情况，合理安排生产，追求利润最大化。

图表 40 华鲁恒升产业链工艺流程





资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

图表 41 公司历年技改项目

投产时间	项目名称	投资预算	备注	投产时间
2002年9月	合成氨系统改造项目	2259万元	投产当年降低生产成本189万元	2002年9月
2002年9月	变压吸附（PSA-CO）装置技术改造	1734万元	投产当年降低生产成本149万元	2002年9月
2002年9月	资源综合利用项目	3674万元	投产当年降低生产成本1189万元	2002年9月
2004年3月	合成氨改造项目	1050万元		2004年3月
2007年3月	化肥原料煤本地化及动力结构调整工程	5.63亿元	实现烟煤对无烟煤替代，吨氨成本大幅降低	2007年3月
2007年3月	公用工程及生产扩能改造项目	1.55亿元		2007年3月
2010年4月	尿素产品多元化及节能技术改造	1.9亿元	完善和优化生产装置，达到节能降耗作用	2010年4月
2010年4月	氨合成能量系统优化项目	1.16亿元	完善和优化生产装置，达到节能降耗作用	2010年4月
2012年6月	醋酸装置节能新工艺改造项目	44.2亿元	成本下降，增强柔性生产调节能力	2012年6月
2014年8月	10万吨/年醇酮装置节能改造项目	5.08亿元	有效降低相关产品成本	2014年8月
2016年12月	锅炉结构调整项目	3.89亿元	减少污染物排放，降低能源消耗	2016年12月

2017年10月	传统产业升级及清洁生产综合利用项目	28.3亿元	降低原料煤和公用工程消耗, 减少环境污染	2017年10月
2017年12月	空分装置节能技术改造项目	5.06亿元	提高资源综合利用率, 降低能源消耗	2017年12月
2018年5月	肥料功能化项目	5.06亿元	新工艺替换, 进一步降低单位产品能耗	2018年5月

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3.2 德州基地建设高端项目, 进一步提升盈利能力

德州基地按照“坚持高端化布局”的战略规划, 建设高端电子溶剂、尼龙材料等高端产品项目, 助力公司盈利能力提升。尼龙新材料方面, 2022年2月尼龙66高端新材料项目已开工, 12月酰胺及尼龙新材料项目(30万吨/年)20万吨尼龙6切片装置已打通全部流程, 生产出合格产品, 进入试生产阶段, 可年产尼龙6切片20万吨。高端溶剂方面, 公司将建设年产30万吨DMC、30万吨碳酸甲乙酯(EMC)和5万吨碳酸二乙酯(DEC)的生产装置, 建成后预计可实现年收入45亿元, 2023年1月, 公司新增30万吨/年DMC装置已经顺利投产。另外, 公司拟在德州园区内新建30万吨/年二元酸项目, 总投资9.8亿元, 预计将于2023年3月投产。公司新材料等方面产能不断落地, 将有助于企业进行下游布局, 推动产业链拓宽的业务同时面向更多的细分领域进行发展, 巩固和提升公司在市场中的领导地位。

图表 42 德州基地项目规划

项目名称	项目内容	项目投资	投产时间	项目进展
高端电子溶剂项目	碳酸二甲酯 60 万吨 (其中销售量 30 万吨)、碳酸甲乙酯 30 万吨、碳酸二乙酯 5 万吨	10.31 亿元	预计 2023 年 3 月	30 万吨/年碳酸甲乙酯投产, 即将宣告建成
30 万吨二元酸项目	草酸 30 万吨	9.8 亿元	预计 2023 年 3 月	2022 年 6 月项目开工, 11 月末华鲁恒升二元酸项目顺利实现制备及结晶单元主体结构封顶。
等容量替代建设 3x480t/h 高效大容量燃煤锅炉项目	3x480t/h 高效大容量燃煤锅炉	10.14 亿元	2023 年 5 月	-
尼龙 66 项目 (一期)	尼龙 66 产品 8 万吨、己二酸产品 20 万吨 (其中销售量 14.8 万吨), 己二胺 4.2 万吨, 副产品二元酸产品 1.35 万吨	30.78 亿元	2024 年	建设中

资料来源: 公司公告, 环评报告, 华安证券研究所

### 3.3 荆州基地加速推进，公司未来成长可期

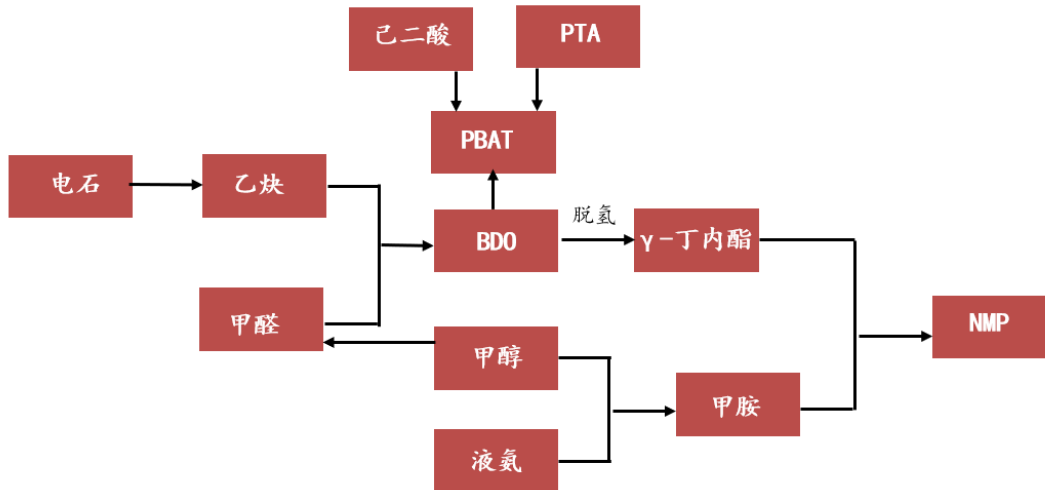
公司于2020年11月在湖北江陵经济开发区开工建设荆州基地，荆州现代煤化工基地项目计划总投资460亿元，其中，一期投资123亿元，占地2495亩，主要建设清洁高效煤气化平台，并进行合成气深加工，先期形成氨、饱和一元醇、甲胺、DMF、醋酸、功能化肥等基础化工原料，从产品规模来看对应约200万吨氨醇能力和300万吨原料煤消耗，预计将于2023年Q4逐步投产。一期项目建成投产后，将实现年销售收入100亿元，税收10亿元以上。二期新能源新材料项目已签订正式投资协议，将以一期项目为平台，生产高端化工新材料、精细化工和氢能产品，主要生产己内酰胺、尼龙6、尼龙66、可降解塑料(PBAT、PGA)等，有助于企业发挥自身原材料一体化优势，进一步扩宽在新能源材料领域的发展空间，实现煤化工产品高端化发展，预计2024年投产。荆州基地的项目全部建成达产后预计将实现销售收入400亿元、税收30亿元，带动就业约1200人，并将扩大公司在尿素，醋酸和有机胺领域的市场占有率和龙头地位。

图表 43 荆州基地项目规划

项目名称	项目内容	项目投资	投产时间	项目进展
荆州基地园区气体动力平台项目	合成气、蒸汽、高压氮气等产品	-	2023年	-
荆州基地合成气综合利用项目	100万吨/年尿素生产装置； 100万吨/年醋酸生产装置； 15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置	123亿元	2023年	初步预计抢在6月30日投入生产
绿色新能源材料项目	10万吨/年NMP装置、20万吨/年BDO装置、3万吨/年PBTA等及配套设施；10万吨醋酐及配套设施。	50亿元	2024年	正在建设中
蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目	尿素52万吨/年，蜜胺单体16万吨/年，碳酸氢铵80万吨	5.41亿元	-	-

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

图表 44 荆州基地新能源材料项目工艺路线

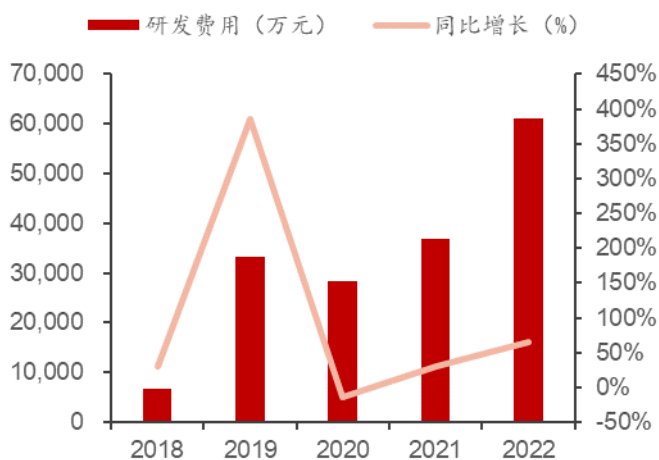


资料来源：公司公告、环评报告，华安证券研究所

#### 4. 持续高研发高投入，加强新领域专利布局

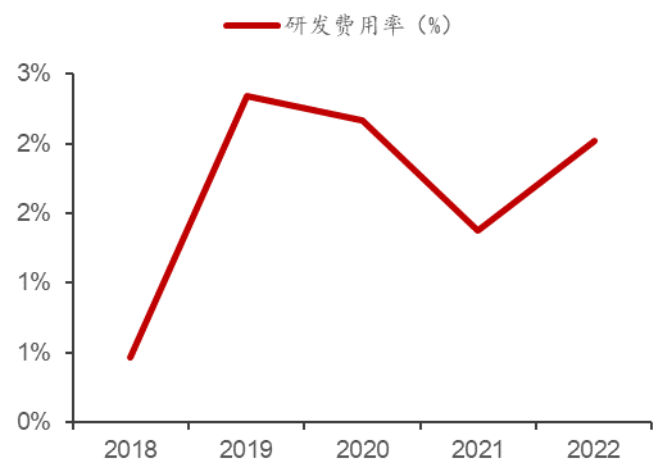
研发费用不断增加，持续引入高学历人才，企业创新能力稳固提升。公司发展壮大离不开技术创新，从前端煤气化平台扩充扩容到后端多线布局再到如今向高端产业链进发，这些均得益于公司多年来高投入、高研发的理念。2022 年公司研发费用达 61062.71 万元，同比增加 65.73%，占营业收入比例达 2.02%。随着研发投入的增加，公司申请专利数目呈持续增加趋势，专利是衡量企业科研成果市场化的重要指标，公司 2022 年申请专利/获得专利授权数分别为 70 项，近几年每年申请专利保持高增长。从员工构成来看，近五年来，研发人员数量呈上升态势，研究生数量不断增长，2022 年研发人员数量达 805，同比增长 44.78%，研究生学历员工 213 人，本科及以上学历员工占比为 47.59%。不断吸收、接纳、培养更多高学历人才，提升研发费用，增强企业核心竞争力，是保持源源不断创新能力的根本。

图表 45 研发费用



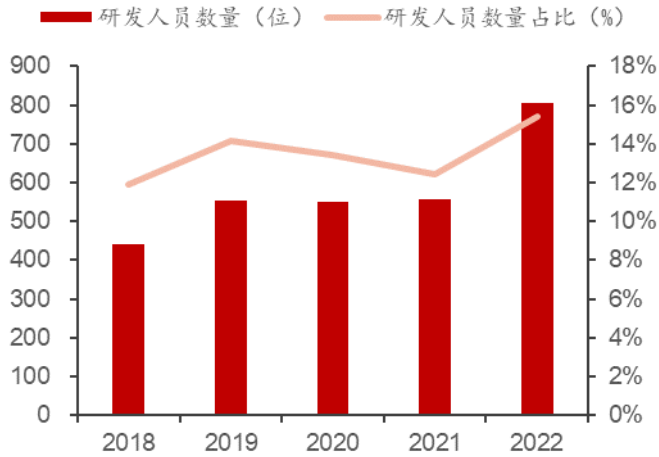
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 研发费用率



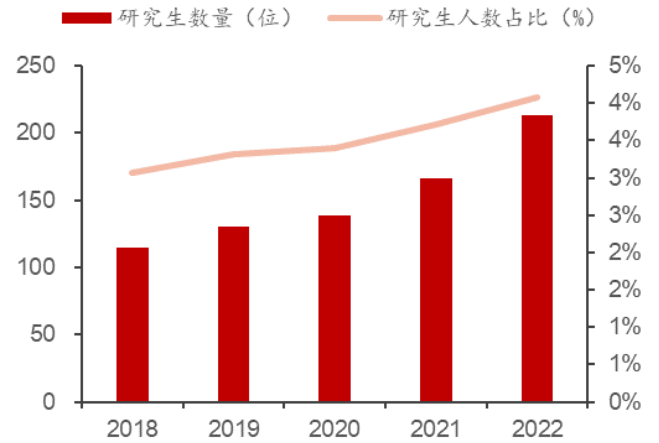
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 研发人员数量及占比



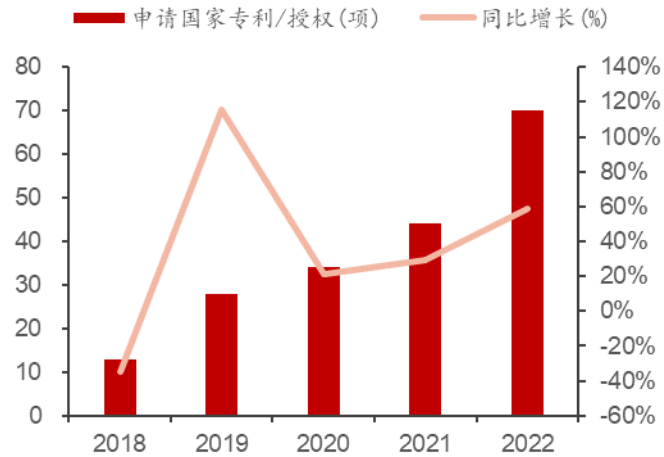
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 硕博人数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 发明专利不断增加



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司实行股权激励计划激发企业活力。自 2015 年以来，公司已累计实施了三次股权激励，三次股权激励计划激励人数与股份数量逐渐增加，业绩要求也逐步提升，对企业业绩也起到了良好的推动作用。2021 年实施的第三期股权激励计划激励对象人数达 190 人，共计划授予股份 1320 万股，占总股份比例为 0.62%。

图表 50 2021 年第三期股权激励方案

项目名称	具体情况
授予对象	董事会、高管人员 11 人，核心技术、经营、管理和技能骨干人员 179 人，合计 190 人
股票数量	1320 万股，占公司股本总额的 0.625%
授予价格	17.13 元/股
具体方案	首次及预留授予的限制性股票限售期为自授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个

	月；第一、二、三个解除限售期解除比例分别为 1/3、1/3、1/3
业绩要求	三期营业收入分别不低于 2020 年营收的 180%、185%、260%；三期税前每股分红分别不低于 0.40、0.45、0.50 元；每期营收、分红均不低于行业平均水平、高于 2020 年公司所在行业分位值。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022 年公司申请公开专利 70 项，其中发明专利 12 项，涉及化工、机械、作业等多个领域。将其用于工业化生产中，能够提高相关产品产率，具有降低能耗、降低生产成本的有益效果，具有极强的实用性和经济价值，有助于企业业绩更上一层楼。

图表 51 华鲁恒升各领域申请专利示例

申请日	专利名称	专利类型	专利公开号
2022.01.25	化工桶清洗装置	发明专利	CN114433583A
2022.02.15	分级犁式卸料器	发明专利	CN114620470A
2022.02.24	一种新型可调节式双氧水生产分离器	发明专利	CN114570080A
2022.02.25	一种用于双氧水生产的工作液脱水装置	发明专利	CN114432723A
2022.03.18	化工原料的研磨装置及其研磨方法	发明专利	CN115007282A
2022.03.30	精细化工生产用过滤器	发明专利	CN114771005A
2022.03.25	一种环己烷脱氢催化剂及其制备方法和应用	发明专利	CN114797850A
2022.04.06	一种工作液及其制备方法和在萘醌法生产双氧水中的应用	发明专利	CN114702012A
2022.04.14	一种利用膜分离技术除去重排液中硫酸的方法	发明专利	CN114805207A
2022.04.29	一种螺栓拉伸器及大型螺母旋拧搬运装置	发明专利	CN114789330A
2022.05.05	多孔钛硅分子筛、改性钛硅分子筛、改性分子筛及其制备方法和应用	发明专利	CN114853027A
2022.05.15	高效化工原料筛选研磨装置	发明专利	CN114887707A
2022.06.02	二级式化工厂废烟脱硫净化塔	发明专利	CN115138197A
2022.07.05	一种高效淬冷设备	发明专利	CN115160243A

资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

华鲁恒升是国内化工行业的龙头企业之一，以煤气化平台为基础，构筑一体化运行模式，具有较强的成本控制优势，目前处于底部区间，叠加公司新能源材料投产，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 59.88、78.00、85.37 亿元，同比增速为-4.8%、30.3%、9.5%。对应 PE 分别为 12、9、9 倍。维持“买入”评级。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	8581	14635	21147	29375	
现金	1849	7807	11721	19881	
应收账款	39	81	65	95	
其他应收款	0	0	1	0	
预付账款	805	763	979	1067	
存货	1173	799	1726	1060	
其他流动资产	4715	5185	6656	7273	
<b>非流动资产</b>	26424	28710	31135	33426	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	15591	16357	17006	17232	
无形资产	1737	1972	2212	2450	
其他非流动资产	9096	10382	11917	13744	
<b>资产总计</b>	35005	43345	52282	62801	
<b>流动负债</b>	3571	4871	4704	5509	
短期借款	0	-178	-358	-508	
应付账款	1624	2844	2541	3305	
其他流动负债	1946	2205	2521	2713	
<b>非流动负债</b>	3514	4563	5866	7041	
长期借款	3257	4297	5593	6762	
其他非流动负债	258	265	272	279	
<b>负债合计</b>	7085	9434	10570	12550	
少数股东权益	998	997	995	994	
股本	2123	2123	2123	2123	
资本公积	2318	2318	2318	2318	
留存收益	22482	28472	36275	44816	
归属母公司股东权益	26923	32914	40717	49257	
<b>负债和股东权益</b>	35005	43345	52282	62801	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	6999	9562	7731	12014	
净利润	6288	5987	7799	8536	
折旧摊销	1784	1944	2121	2276	
财务费用	90	0	0	0	
投资损失	-38	-49	-54	-60	
营运资金变动	-1130	1585	-2285	1139	
其他经营现金流	7425	4498	10233	7521	
<b>投资活动现金流</b>	-7292	-4478	-4944	-4882	
资本支出	-6931	-4336	-4706	-4702	
长期投资	-400	-201	-301	-251	
其他投资现金流	38	59	64	70	
<b>筹资活动现金流</b>	276	870	1124	1025	
短期借款	-10	-178	-179	-151	
长期借款	1551	1041	1296	1168	
普通股增加	11	0	0	0	
资本公积增加	252	0	0	0	
其他筹资现金流	-1528	8	7	7	
<b>现金净增加额</b>	-13	5958	3914	8160	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	30245	30933	38309	41721	
营业成本	21491	22786	27978	30570	
营业税金及附加	217	202	249	277	
销售费用	52	68	79	85	
管理费用	262	310	368	400	
财务费用	59	-74	-312	-469	
资产减值损失	-27	-9	-10	-11	
公允价值变动收益	1	0	0	0	
投资净收益	38	49	54	60	
<b>营业利润</b>	7604	7139	9324	10167	
营业外收入	28	23	26	24	
营业外支出	221	111	166	138	
<b>利润总额</b>	7411	7051	9184	10053	
所得税	1123	1064	1385	1518	
<b>净利润</b>	6288	5987	7799	8536	
少数股东损益	-2	-1	-1	-2	
<b>归属母公司净利润</b>	6289	5988	7800	8537	
EBITDA	9423	8968	11088	11924	
EPS (元)	2.97	2.82	3.67	4.02	

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.1%	2.3%	23.8%	8.9%	
营业利润	-10.8%	-6.1%	30.6%	9.0%	
归属于母公司净利润	-13.5%	-4.8%	30.3%	9.5%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	28.9%	26.3%	27.0%	26.7%	
净利率 (%)	20.8%	19.4%	20.4%	20.5%	
ROE (%)	23.4%	18.2%	19.2%	17.3%	
ROIC (%)	20.5%	15.5%	16.0%	14.4%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.2%	21.8%	20.2%	20.0%	
净负债比率 (%)	25.4%	27.8%	25.3%	25.0%	
流动比率	2.40	3.00	4.50	5.33	
速动比率	1.74	2.59	3.78	4.80	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	0.79	0.80	0.73	
应收账款周转率	525.95	516.87	523.38	521.62	
应付账款周转率	11.26	10.20	10.39	10.46	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.97	2.82	3.67	4.02	
每股经营现金流 (摊薄)	3.30	4.50	3.64	5.66	
每股净资产	12.68	15.50	19.18	23.20	
<b>估值比率</b>					
P/E	11.18	12.37	9.49	8.67	
P/B	2.61	2.25	1.82	1.50	
EV/EBITDA	7.67	7.90	6.14	5.11	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。