

## 新产能稳步释放，煤化工再迎景气周期

2024年06月08日

► **油煤价差扩大，利好煤头系列产品。**公司是领先的煤化工龙头企业，经过长期持续投入，建立和巩固技术优势、扩大规模、延伸产业链，逐渐打造了大氮肥、碳一、羰基合成、新型煤气化四大产业平台，逐步从以生产氮肥为主的传统煤化工企业转型为多产业板块协同联产的新型煤化工企业。公司主要原料和能源消耗均依赖于煤炭，而公司产品中大部分终端市场是由石油化工市场定价。对公司而言，煤炭-原油价格价差越大，成本端成本压力越大；煤炭-原油价差越小，表明公司的成本端压力较小，而盈利空间较好。二季度以来煤-油价差收窄到历史低位，公司盈利预期向好趋势明显。

► **公司荆州项目顺利投产，进入双基地时代，三大产品产能大幅扩张。**2023年10月，公司荆州基地顺利投产，包括100万吨冰醋酸、70万吨尿素、30万吨熔融液尿、10万吨密胺树脂、15万吨DMF、1.36万吨硫磺，15万吨混甲胺等项目。新项目投产后公司尿素、醋酸、DMF等产能大幅提升。尿素、醋酸、DMF产能增幅分别达65%、200%、48%。三个重点产品中，尿素需求较为旺盛，公司新增产能对市场影响较小，醋酸和DMF当前行业盈利平稳，公司在该行业中的份额优势逐步巩固，公司新增主要产能相继平稳投放市场。

► **老品寻找新出路，成熟产业链完善新方向布局。**与此同时，公司还在持续为既有产品寻找新的下游应用方向。其中碳酸二甲酯DMC主要应用于聚碳酸酯和电解液。近年来，受到新能源行业增长带动，DMC行业产能大幅扩张，2023年达到217万吨，比2022年增长27%，行业过度扩张趋势明显。由于DMC具有无毒、环保等特性，作为汽油添加剂后对汽油的饱和蒸气压、水溶性影响不大，并可提高汽油的含氧量，降低尾气中部分污染物的排放量，是极具潜力的替代MTBE的新型汽油添加剂。公司已尝试向海外油品市场进行出口。未来调油需求有望消纳一定量的DMC产能。同时，公司新宣布了酰胺原料优化升级项目和20万吨/年二元酸项目，进一步完善德州既有产业链。

► **投资建议：**公司以合成气平台为龙头，利用多个技术平台，在化肥、有机胺、醋酸及衍生物、新材料等方向形成了“一头多线”的产业布局。德州本部的高端溶剂、尼龙相关项目以及荆州基地多个项目在2023年陆续投产，公司收入和利润迎来快速增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为48.70亿元、58.35亿元、68.01亿元，EPS分别为2.29、2.75、3.20元，现价（2024年6月6日）对应PE分别为13x、10x、9x。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 新项目建设进度不及预期的风险；2) 产品价格下滑的风险；3) 煤炭等原料价格上涨的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,260	36,744	45,188	53,661
增长率(%)	-9.9	34.8	23.0	18.7
归属母公司股东净利润(百万元)	3,576	4,870	5,835	6,801
增长率(%)	-43.1	36.2	19.8	16.6
每股收益(元)	1.68	2.29	2.75	3.20
PE	17	13	10	9
PB	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年06月06日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.25元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

### 相关研究

- 1.华鲁恒升(600426.SH)2023年年报点评：产销量稳步增长，在建项目顺利推进-2024/03/30
- 2.华鲁恒升(600426.SH)2023年半年报点评：二季度环比改善，荆州项目投产在即-2023/09/02
- 3.华鲁恒升(600426.SH)深度：低谷见成色，异地谋新篇-2023/05/19

# 目录

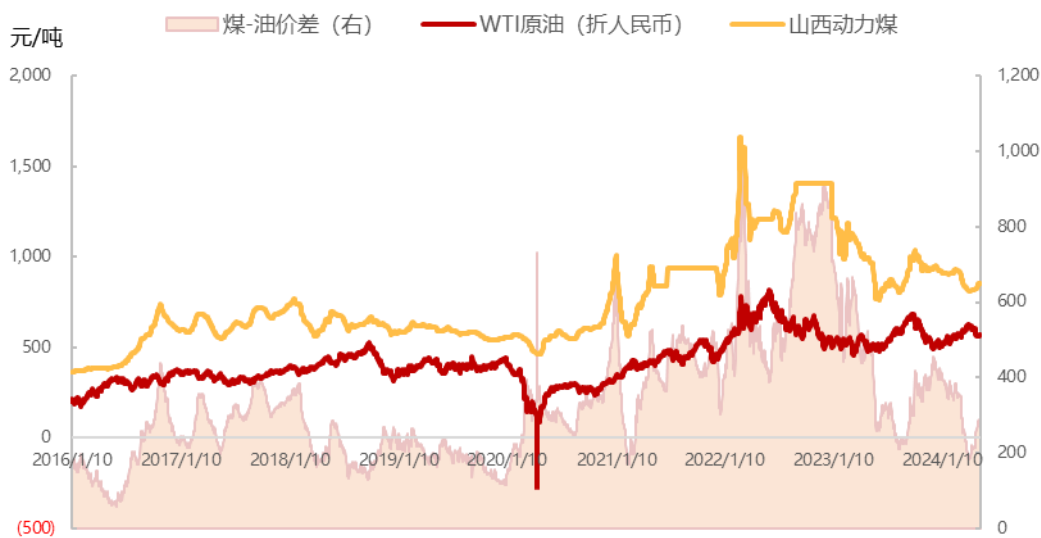
<b>1 油煤价差扩大，公司盈利预期向上</b>	<b>3</b>
<b>2 进入双基地时代，三大产品产能大幅扩张</b>	<b>5</b>
2.1 荆州基地一期项目全面投产，运营良好	5
2.2 三大产品产能大幅扩张，市场消化良好	7
<b>3 老产品寻新出路，成熟产业链完善新方向布局</b>	<b>16</b>
3.1 DMC 或以调油为新出路方向	16
3.2 新规划两大项目，完善现有产业链布局	19
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	22
4.2 估值分析	23
4.3 投资建议	23
<b>5 风险提示</b>	<b>24</b>
<b>插图目录</b>	<b>26</b>
<b>表格目录</b>	<b>26</b>

## 1 油煤价差扩大，公司盈利预期向上

山东华鲁恒升化工股份有限公司是山东省国资委控股上市公司，是华鲁集团旗下化工板块的主业公司，公司于 2002 年 6 月在上交所上市。经过长期持续投入，建立和巩固技术优势、扩大规模、延伸产业链，逐渐打造了大氮肥、碳一、羰基合成、新型煤气化四大产业平台，逐步从以生产氮肥为主的传统煤化工企业转型为多产业板块协同联产的新型煤化工企业。目前公司涉及 30 多个化工产品，是国内重要的基础化工原料制造商，煤化工领军企业。被国务院国资委确定为国有重点企业管理标杆创建行动标杆企业。

公司是典型的煤化工企业，主要原料和能源消耗均依赖于煤炭，而公司产品中大部分终端市场是由石油市场产品定价。理论上而言，煤炭-原油价格价差越大，表明成本端成本压力较大，公司的盈利性越差；煤炭-原油价差越小，表明公司的成本端压力较小，而盈利空间较好。

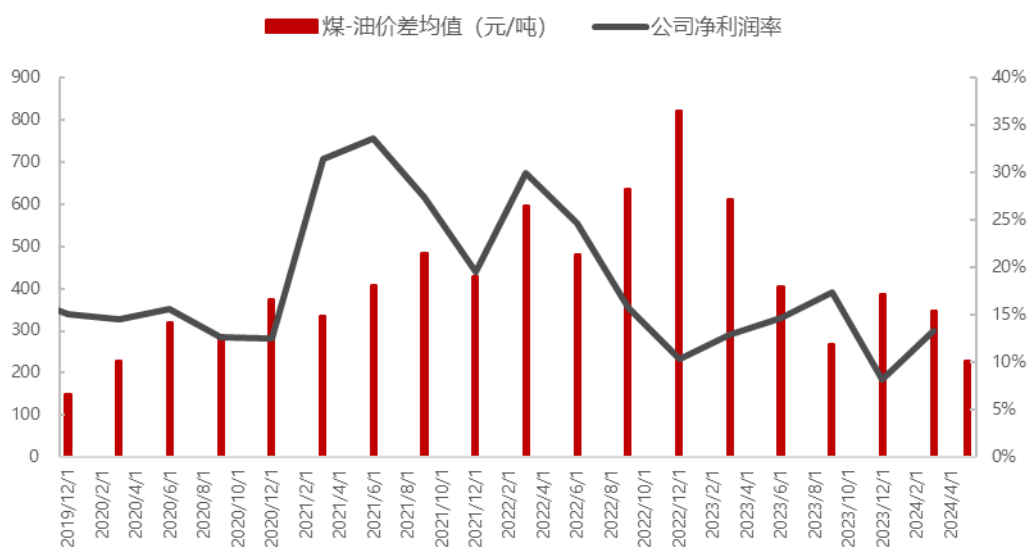
图1：油-煤价差走势（截至 2024 年 5 月 17 日）



资料来源：百川资讯、wind，民生证券研究院

从近几年的趋势来看，2021 年煤-油价差处于相对低位，平均在约 414 元/吨，公司 2021 年净利润率约在 20%-34% 的高位。2022Q4 煤-油价差达到峰值 820 元/吨，成本压力较大，公司的净利润率下滑至 10%。2023 年四季度以来，由于海外油价受战争和地缘政治等因素影响，持续处于高位，煤-油价差不断缩小，公司净利润率从 2023 年 Q4 以来回升。截至 2024 年 5 月 17 日，二季度煤-油价差均值为 230 元低位，公司 2024 年盈利预期较为乐观。

图2：华鲁恒升净利润率与煤-油价差关系



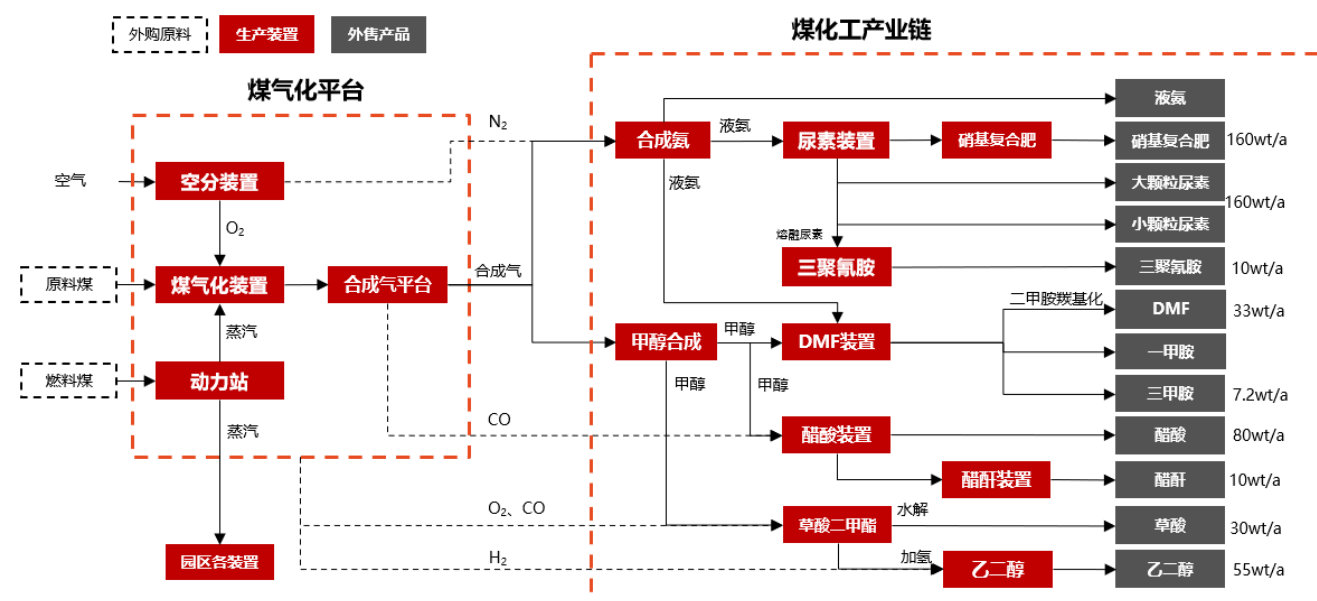
资料来源：百川资讯、wind，民生证券研究院

## 2 进入双基地时代，三大产品产能大幅扩张

### 2.1 荆州基地一期项目全面投产，运营良好

公司早年作为化肥企业，产业链布局以煤气化—合成氨—尿素—氮肥产业链条展开。此后，不断横向拓展和纵向深化，最终形成“一头多线”的格局。煤化工—尿素产业链是公司“一头多线”的“第一条线”。甲醇、醋酸、乙二醇等都是重要的节点平台型化学品，公司以羰基合成作为重要技术手段，以合成气为源头，通过合成气制甲醇，合成气制草酸二甲酯法生产乙二醇，并以甲醇为原料进一步生产DMF、醋酸、醋酸酐等产品。逐渐丰富了化工产品线布局，跨越了传统化肥企业的范畴。

图3：华鲁恒升德州煤化工产业链



资料来源：项目环评报告，民生证券研究院整理

**荆州一期项目全面投产，快速达产达效。**公司荆州一期项目位于湖北省荆州市江陵经济开发区煤电港化产业园。一期项目于 2021 年 8 月开工建设，包括年产 80 万吨甲醇、100 万吨冰醋酸、70 万吨尿素、30 万吨熔融液尿、10 万吨密胺树脂、15 万吨 DMF，1.36 万吨硫磺，15 万吨混甲胺装置等。公司荆州一期项目于 2023 年 10 月建成投产，创下业内建设、开车、盈利最快纪录，取得全面建成开车、全线打通流程、全系达产达效，2023 年实现销售收入 12.47 亿元。荆州一期项目投资额 120 亿，建成后就可实现年销售收入 100 亿。目前已经全面转入正式生产阶段。

**公司选址的湖北江陵具有得天独厚的资源优势和区位优势。**湖北江陵经济开发区（煤电港化产业园）位于湖北省江陵县地处江汉平原腹地，位于长江中游，是蒙西至华中地区铁路煤运通道在江陵与长江黄金水道的交汇点，5000 万吨国家煤炭储配基地落户江陵，成为国家“北煤南运”大通道上的重要节点。

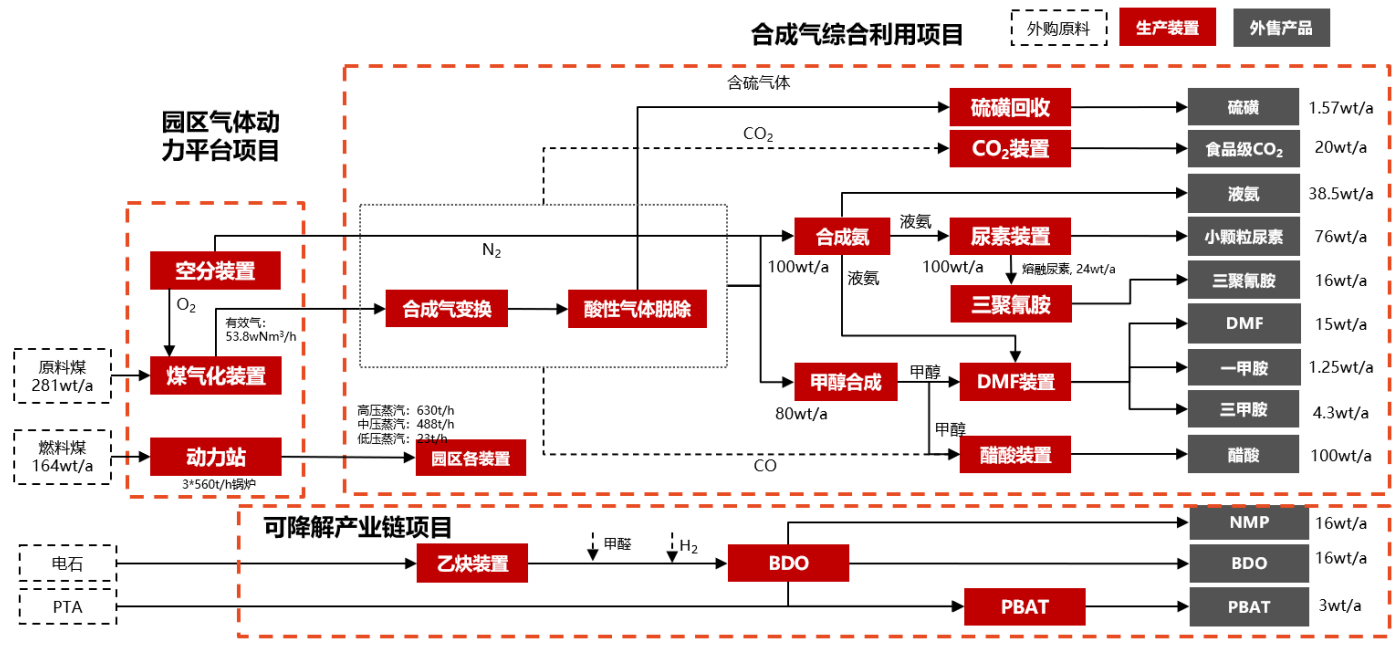


图4：华鲁恒升荆州项目



资料来源：荆州经济技术开发区，民生证券研究院

图5：华鲁恒升荆州煤化工产业链布局



资料来源：环评报告、公司公告，民生证券研究院整理

表1：华鲁恒升主要产品产能

基地	产品	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	备注
德州	尿素	155		
	醋酸	50		
	DMF	33		
	DMC	60		

		EMC	
荆州	异辛醇	20	
	己二酸	33	20
	己内酰胺	30	
	尼龙 6	20	
	草酸	20	20
	尿素	100	52
	醋酸	100	
	DMF	15	

资料来源：公司年报，民生证券研究院

## 2.2 三大产品产能大幅扩张，市场消化良好

公司荆州一期项目的顺利投产，直接使得公司尿素产能从 155 万吨增长至 255 万吨，增幅达 65%，醋酸产能从 50 万吨增长至 150 万吨，增幅达 200%，DMF 产能从 33 万吨增长至 48 万吨，增幅达 45%。公司在这三个产品的产能增长幅度最大，新扩产产能或者公司在市场所占份额比例较低，市场可以充分消化其新增产能，或处于需求逐渐修复的通道。其中公司尿素产品的国内产能份额从 2.16% 提升至 3.45%，醋酸的产能份额从 4.74% 提升至 12.55%，DMF 的产能份额从 32.04% 下降至 25.26%。

表2：公司重点扩产产品对市场影响

产品	2022 年公司产能 (万吨)	2022 年中国产能 (万吨)	扩产前产能占比	2023 年公司产能 (万吨)	2023 年中国产能 (万吨)	扩产后产能占比
尿素	155	7165	2.16%	255	7381	3.45%
醋酸	50	1055	4.74%	150	1195	12.55%
DMF	33	103	32.04%	48	190	25.26%

资料来源：卓创资讯、隆众资讯，民生证券研究院

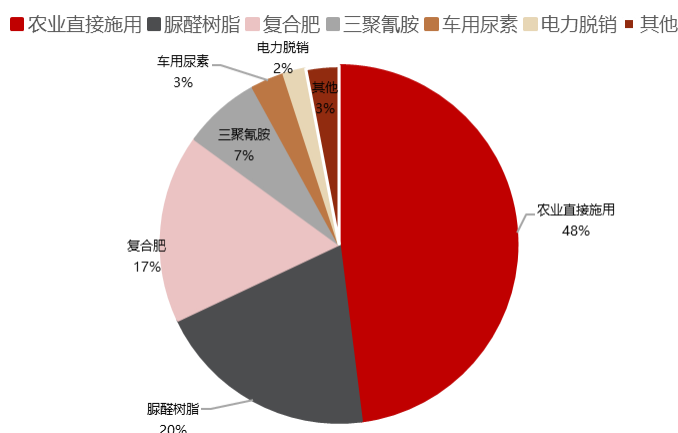
### 2.2.1 尿素：需求旺盛，抢占产能置换机遇期

尿素，又称碳酸酰胺或碳酸酞二胺，由氨和二氧化碳在高压下合成，约含 46% 氮，是最常用的脱水氮肥产品。尿素的用途主要分为农业用和工业用两类，农业领域直接施用于农作物的尿素，工业需求主要包括用来加工复合肥、人造板、三聚氰胺、烟气脱硝、车用尿素、氰尿酸、尿醛树脂等。

**中国尿素生产以煤头为主，气头并存。**从生产特点角度看，尿素作为生产和使用量最大的肥料品种，上游产品包括煤炭、天然气以及合成氨，以中国能源结构为基础，现阶段中国煤头尿素产能和气头尿素产能尿素比例约为 7.6: 2.4，主产区主要集中在华北、华东、西北、西南地区，主销区主要分布于黄河、长江中下游的农业主产省，整体分布呈现资源密集和市场密集混合型特点。便捷的交通运输和丰富

的煤炭资源，加之周边地区为农业用肥需求集中地和复合肥、板材主要生产地，让华北和华东地区成为全国最大煤头尿素生产地。西南和西北天然气资源相对丰富，生产成本优势明显，成为全国气头尿素生产地。按原料不同分类，主要以煤制尿素和天然气制尿素最为常见，天然气制尿素相较由煤制尿素具有杂质少、甲醛含量低的优势，但由于冬季天然气阶段性供应紧张，天然气制尿素供应并不稳定。煤制尿素中的水煤浆与航天炉相较于固定床工艺，具有原料单价低、耗电低、污染小等优势，因此后期新增装置多以水煤浆与航天炉为主，固定床工艺正在逐渐退出市场。

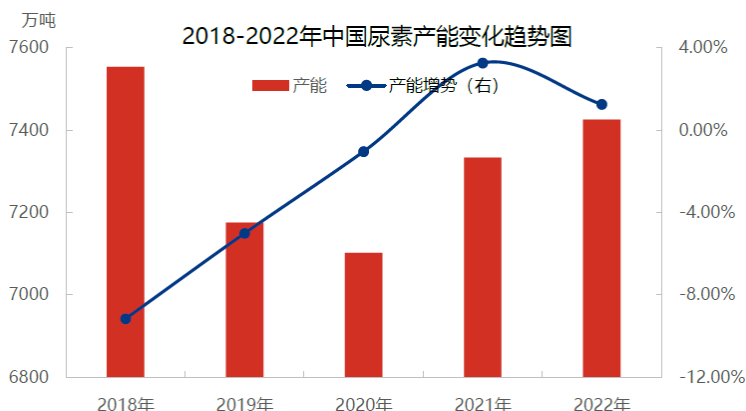
图6：2022年中国尿素的主要下游应用



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院整理

**农业直接施用和复合肥间接施用为尿素主要应用下游。**从市场特点角度看，尿素主要应用于农业用肥、复合肥和三聚氰胺生产、脲醛胶及板材、电厂脱硝、车用尿素等，农业直接用肥以小麦和水稻居多，用肥地区主要集中在华东、华北、西南地区，近年来随着部分地区退林还耕和国家对粮食安全的重视，农业需求占比相对稳定，2022年直接需求占比48%。工业用途方面，对环保问题的不断重视下，尿素因其能抑制氮氧化物的排放，近年来在柴油发动机尾期处理、电厂脱硫脱硝等环保领域消耗量呈持续增加态势，工业需求成为尿素未来发展增长点。

图7：2018-2022年中国尿素产能变化趋势



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院整理



近五年尿素经历供给侧改革，目前处于供应恢复阶段。2015年中国尿素产能高达8700万吨，总产量也接近7000万吨，但国内尿素年需求不足6000万吨，供需过剩超千万吨，中国尿素行业从季节性过剩转变为结构性过剩，行业也陷入低迷时期。在国家供给侧改的政策引导下，通过对产业供需双向管控，逐步清退行业内过剩、僵尸产能，生产企业环保整治和退城入园，2017年中国尿素总产能降至8317万吨，行业改革初见成效。2019-2023年期间，国内尿素市场供需逐步宽松。截止2023年基本完成新旧产能的置换。

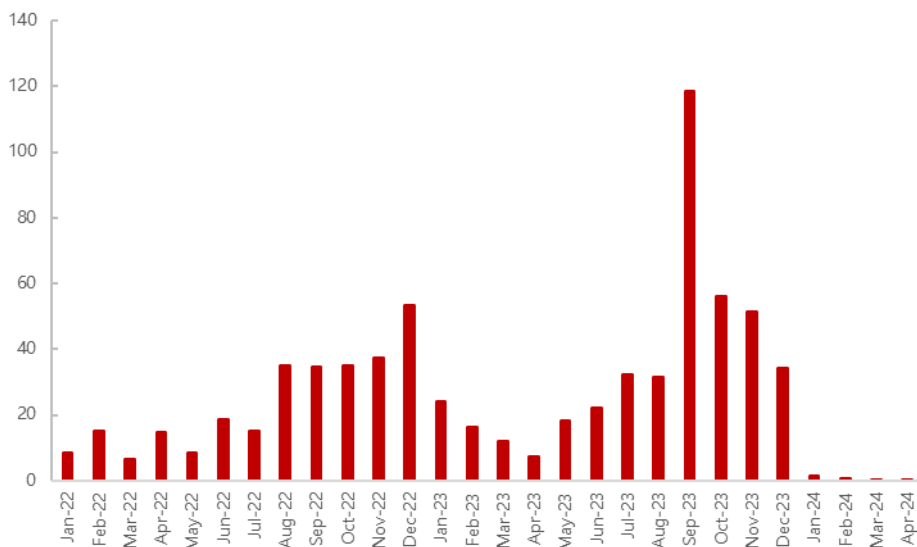
表3：2019-2023年尿素供需平衡表（单位：万吨）

指标	2019	2020	2021	2022	2023
期初库存	0	11	358	358	613
产量	5187	5592	5455	5652	6016
进口	18	0	5	0	0
总供应量	5205	5603	5818	6011	6629
出口	494	545	530	283	425
下游消费	4700	4700	4930	5115	5765
总需求量	5194	5245	5460	5398	6190
期末库存	11	358	358	613	439

资料来源：卓创资讯、民生证券研究院

2023年年底以来，得益于国内农业和车用尿素较为强劲的需求，尿素出口量开始大幅下降，同期国内尿素价格和尿素-煤价差维持较高位置，尿素盈利状况良好。中国主要化肥出口商中农集团控股2023年9月2日在其官网表示，将主动减少尿素出口数量，努力维护价格稳定。中国海洋石油公司2023年9月4日也敦促其子公司在秋季播种季节前，优先保障国内尿素供应。

图8：2022-2024年4月尿素出口量（万吨）

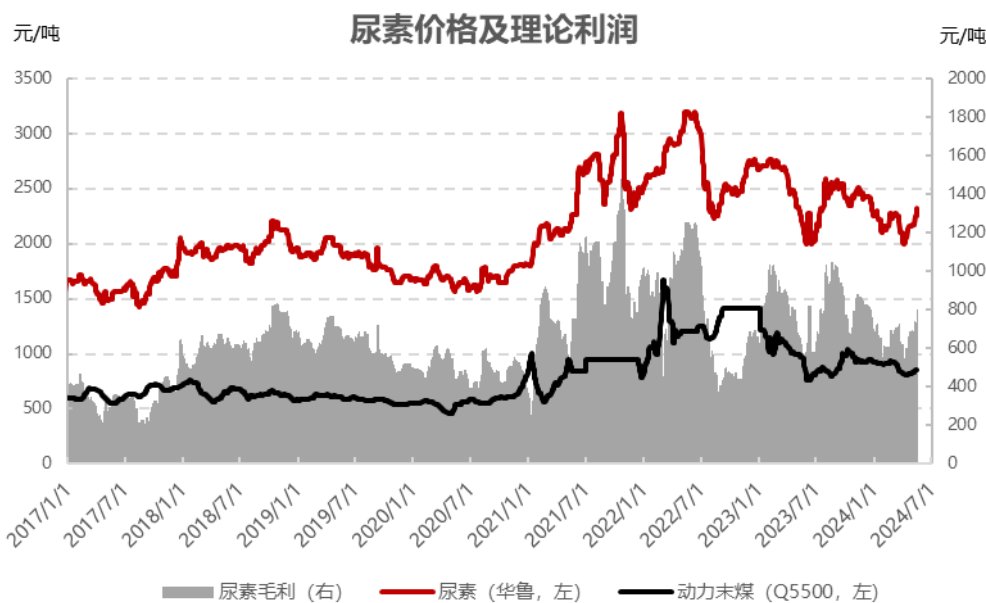


资料来源：中国海关，民生证券研究院

2023年9月中国尿素出口量创下118万吨记录，此后受出口政策和国内需

求旺盛影响，至 2024 年 1 月出口数量降低至 1.39 万吨。同期国内尿素价格始终维持较高水平，盈利状况较为良好。公司荆州新产能投放后，外部需求和市场环境较好，尿素业务将成为公司业绩重要的增长来源。

图9：尿素价格和理论毛利



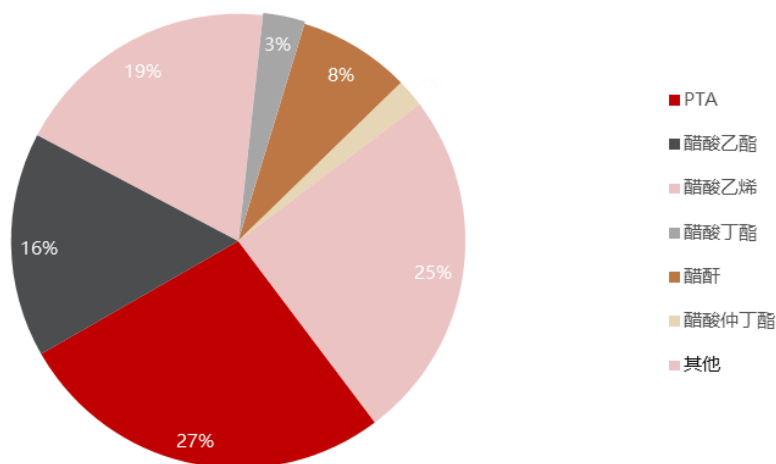
资料来源：百川资讯，民生证券研究院整理

## 2.2.2 醋酸：公司贡献 2023 年行业主要新增产能

**冰醋酸主要用于化工生产中各类溶剂。**冰醋酸，也叫醋酸，是一种有机一元酸。冰醋酸是以甲醇和一氧化碳为主要原料，通过一系列工艺产出，纯的无水冰醋酸是无色的吸湿性液体，凝固点为 16.6℃，凝固后为无色晶体，其水溶液中呈弱酸性且蚀性强，蒸汽对眼和鼻有刺激性作用。2023 年国内冰醋酸产能达 1195 万吨，产量 989 万吨，产能利用率约 83%。冰醋酸下游行业较多，从行业下游消费结构来看，对冰醋酸消费量较大的产品有 PTA、醋酸乙烯、醋酸酯等行业，2023 年 PTA 依旧是需求最大的产品，占比达到 27%。其次是醋酸乙酯、醋酸乙烯，分别占比 19%、16%。冰醋酸是 PTA 生产过程中作为溶剂使用，在其成本中占比较低。由于近几年随着 PTA 行业的快速扩张且新投产产能较大，对冰醋酸的使用量大幅提升。

**供应逐渐宽松，公司贡献了 2023 年的主要增量产能。**2019-2023 年，中国冰醋酸行业处于从供需紧平衡向供应偏宽松的方向演进，产能规模继续扩张中。得益于下游行业的快速发展，带动冰醋酸近年来产量和需求量逐年递增，后续或保持稳步提升。中小型或未配备上下游装置企业后续生产压力增大。2023 年醋酸行业新增产能 140 万吨，公司贡献了其中增量的 100 万吨。

图10：2023年醋酸消费结构



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院整理

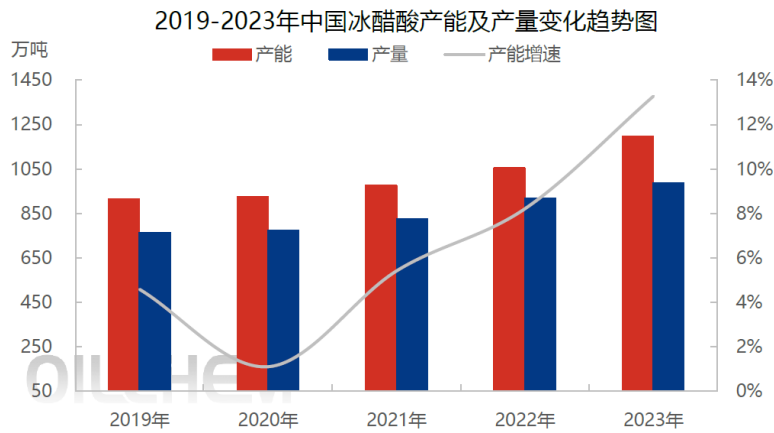
2019-2023年国内冰醋酸价格走势呈现先涨后跌态势，尤其2021年二、三季度，受国外装置故障频繁出口较好以及国内冰醋酸装置限电等因素影响，供需升持货商囤货意愿较强，价格快速攀升至五年内最高价格。最低点则出现在2020年4月，2020年冰醋酸价格受国内外公共卫生事件导致供需端双双走弱，受此影响冰醋酸下滑至五年内低点。2021年下半年煤价大幅走高，带动以煤为原料产业链价格大幅上涨，冰醋酸价格继续突破新高，涨至五年内最高点9500元/吨。2023年下半年以来，由于供应端阶段性下降明显，需求意外好转，冰醋酸价格大幅恢复。目前醋酸盈利水平处于相对稳定状态。

表4：2019-2023年醋酸供需平衡表（万吨）

指标	2019	2020	2021	2022	2023
产能	925	900	955	1055	1195
产量	763.69	775.31	824.92	920.28	989.21
进口量	6	5.77	0.03	0.02	2.59
出口量	63.82	39.99	98.33	109	88.51
表观消费量	705.87	741.09	726.62	811.3	903.29
国内市场自给率	108.19%	104.62%	113.53%	113.43%	109.51%
出口依存度	8.36%	5.16%	11.92%	11.84%	8.95%
产能利用率	82.56%	86.15%	86.38%	87.23%	82.78%
净出口	57.82	34.22	98.3	108.98	85.92

资料来源：隆众资讯、民生证券研究院

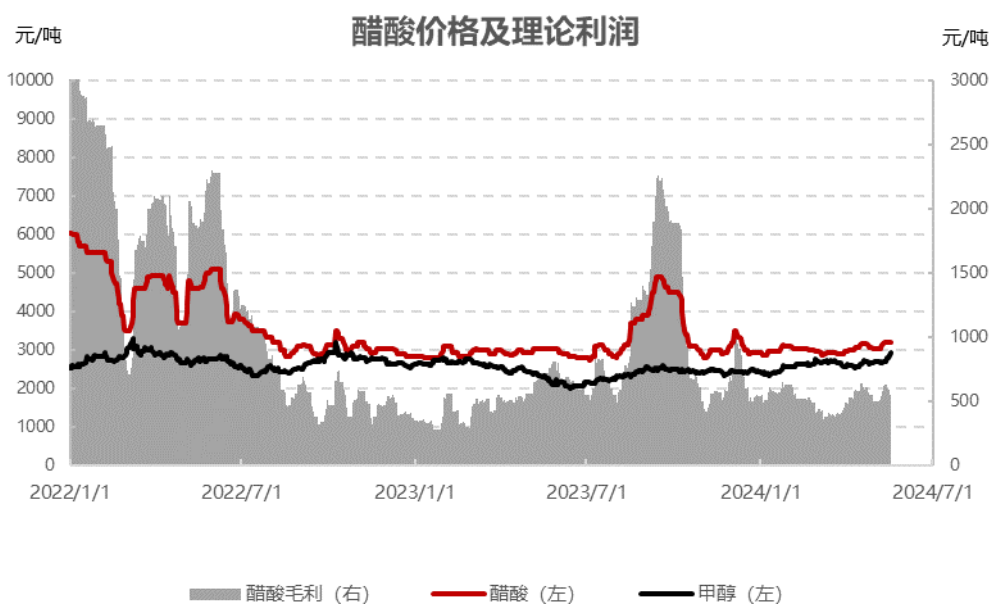
图11: 2019-2023 年醋酸产能及产量



资料来源: 隆众资讯, 民生证券研究院整理

2023年10月12日, 由十三化建华东区域承建的华鲁恒升(荆州)有限公司园区气体动力平台及合成气综合利用项目一次投料成功。其中100万吨/年冰醋酸于10月24日产出产品, 该项目也是湖北省首套冰醋酸装置。湖北华鲁投产后, 冰醋酸整体供需格局将发生变化, 货源主要辐射区域以华中区域为主、其次是华东、华南、西南等区域; 运输方式主要依托于船运、汽运。由于该区域地理位置优势, 后期将对河南市场冲击力相对较强。

图12: 醋酸价格和理论毛利

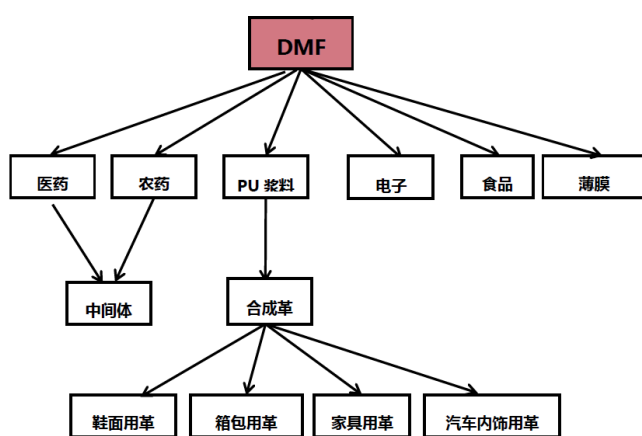


资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院整理

### 2.2.3 DMF：公司仍稳居行业产能规模首位

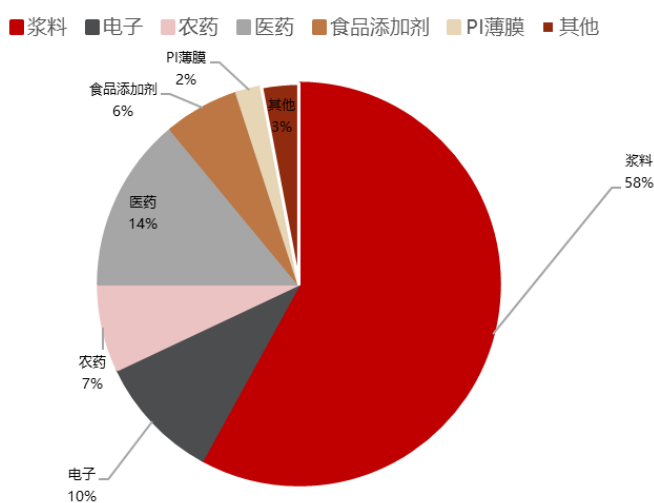
DMF，是 N,N-二甲基甲酰胺的简称，是一种用途广泛的优良化工溶剂，无色透明或淡黄色液体。主要生产原料为甲醇与合成氨，混合生成甲胺产品，其中二甲胺与一氧化碳一步生成 DMF，是目前国内所有企业最主要的生产工艺。下游主要应用于树脂浆料、电子、医药、食品、农药、聚酰胺薄膜等行业，对多种有机化合物和无机化合物均有良好的溶解能力和化学稳定性，并且我国是最大的 DMF 生产国和消费国。

图13：DMF 下游产业链结构



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院整理

图14：2023 年 DMF 下游需求结构



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院整理

中国 DMF 产品下游最主要应用于树脂浆料的生产，主要集中在浙江、江苏、福建等地，其终端产品为人造革及成品。其中有代表性的企业为浙江华峰集团、江

苏旭川化学、上海汇得科技等产能产量较大的企业，行业需求占比 70%以上。我国合成革生产线几经扩张，上世纪 90 年代初期浙江温州地区合成革行业发展较为迅猛，2003 年以后丽水地区积极跟进，并逐步扩展到福建福鼎等地，2008 年金融危机后期，继续扩张到浙江台州、福建浦城、安徽萧县、广东清远等地。此时产能过剩情况较为突出，加之国际合成革市场消费量下滑，产品质量差异缩小，利润面大幅收缩。随之而来的环保问题也带给浆料工厂一定冲击。

2023 年中国 DMF 行业总产能达到 190 万吨,较 2022 年新增产能 87 万吨。目前在产企业 11 家,较 2022 年的 9 家企业新增 2 家,分别是广安前峰玖源电子材料有限公司和河南瑞柏新材料有限公司。老牌 DMF 生产企业华鲁恒升、鲁西化工有增产扩建项目,行业地位持续提升。目前国内所有企业生产工艺均为 CO 一步法技术,主要催化剂为一氧化碳。

**表5：2023 年 DMF 扩产企业情况**

生产企业	地址	企业形式	产能 (万吨)	工艺类型	装置投产时间	相关配套
江西心连心化学工业有限公司	江西九江	民企	二期 10	CO 一步法	2023 年 1 月	无
鲁西集团	山东聊城	国企	20	CO 一步法	2023 年 5 月	无
广安前峰玖源电子材料有限公司	四川广安	民企	10	CO 一步法	2023 年 5 月下旬	NMP
河南瑞柏新材料有限公司	河南永城	民企	10	CO 一步法	2023 年 8 月	DMAC
华鲁恒升集团	湖北荆州	国企	15	CO 一步法	2023 年 10 月	DMAC
贵州天福化工有限责任公司	贵州福泉	民企	12	CO 一步法	2023 年底	无
广西新天德	广西钦州	民企	10	CO 一步法	23023 年底	无
总计			87			

资料来源：隆众资讯、民生证券研究院

**表6：2023 年 DMF 生产企业**

企业名称	区域	简称	产能 (万吨)	工艺路线
山东华鲁恒升化工股份有限公司	山东德州	华鲁恒升	33+15	CO 一步法
聊城鲁西甲胺化工有限公司	山东聊城	鲁西化工	15+20	CO 一步法
安阳九天精细化工有限责任公司	河南安阳	安阳九天	12+3	CO 一步法
陕西延长石油兴化化工有限责任公司	陕西兴平	陕西兴化	10	CO 一步法
山东晋控日月化工有限公司	山东章丘	晋控日月	10	CO 一步法
江西心连心化学工业有限公司	江西九江	九江心连心	10+10	CO 一步法
扬子石化-巴斯夫有限责任公司	江苏南京	扬巴	4	CO 一步法
河南骏化发展有限公司	河南驻马店	河南骏化	3	CO 一步法
安徽金禾实业股份有限公司	安徽滁州	安徽金禾	3	CO 一步法
广安前峰玖源电子材料有限公司	四川广安	广安玖源	10	CO 一步法
河南瑞柏新材料有限公司	河南永城	河南瑞柏	10	CO 一步法
贵州天福化工有限责任公司	贵州福泉	贵州天福	12	CO 一步法
广西新天德	广西钦州	广西新天德	10	CO 一步法
总计			190	

资料来源：隆众资讯、民生证券研究院



虽然经历 2023 年行业较快的扩产，公司的产能份额仍居行业首位，目前公司在 DMF 行业产能占比约 25%，保持较强的市场竞争优势。华鲁恒升作为全球最大的 DMF 生产商，德州工厂总产能 33 万吨/年，拥有 4 套 DMF 装置及 40 万吨/年甲胺装置，2023 年 10 月在湖北荆州新建 15 万吨 DMF 装置以及配套甲胺装置，目前 DMF 总产能提升至 48 万吨。

图15：DMF 价格走势



资料来源：百川资讯，民生证券研究院整理

## 3 老产品寻新出路，成熟产业链完善新方向布局

### 3.1 DMC 或以调油为新出路方向

**碳酸二甲酯主要应用于聚碳酸酯和电解液。**碳酸二甲酯，简称 DMC，是一种无色透明液体，可与水形成共沸物，能以任何比例与有机溶剂醇、酯等混合，是一种优良的溶剂，可代替剧毒的光气、硫酸二甲酯等做羰基化剂是近年来广泛关注的环保型绿色化工产品。从下游领域来看碳酸二甲酯主要用于生产聚碳酸酯、显影液、电解液、涂料、胶粘剂、固体光气等产品。近年来碳酸二甲酯需求结构变化较大，聚碳酸酯、电解液溶剂是碳酸二甲酯的两大主力下游，近年来需求逐年增加。2022 年下游需求占比最大的是聚碳酸酯，占总需求的 44.65%，其次为电解液溶剂，占比在 34.44%。

**电解液需求拉动产能过度扩张。**在新能源汽车发展背景下，近几年锂电池电解液产业链迅速发展，碳酸二甲酯作为电解液溶剂的原料及组成部分，身份由传统的溶剂化工品逐渐转化成为新能源产业链产品。近年来国内碳酸二甲酯产能不断增长的主要动力来自下游需求的增加。2022 年主要下游 PC 和电解液溶剂需求均有明显增加，其中 PC 新增产能主要有中沙(天津)石化 26 万吨年和海南华盛 26 万吨年装置，电解液溶剂新增需求主要集中在碳酸甲乙酯产能增加。

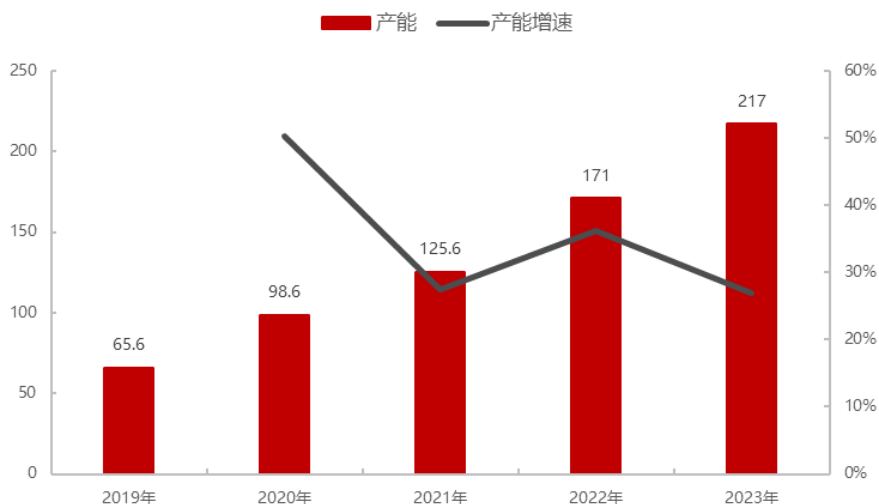
**从供需变化来看，需求的增加不及供应。**2019 年国内 DMC 总产能约 65.6 万吨，2023 年扩张到 217 万吨。2022 年湖北三宁、天津中沙、江苏思派等新产能陆续投放，使部分时段供需矛盾突出。2022 年国内碳酸二甲酯产量约为 104.93 万吨，年度产能利用率约仅为 61.26%，下游消费量约为 81.3 万吨。未来几年国内碳酸二甲酯产能将继续逐年增加，同时也是新型装置工艺不断入市接受市场检验的时期，随着电解液需求的不断增加，装置产量也逐渐增量。从需求来看，国内聚碳酸酯装置投产已基本完成一轮，后续新增需求将集中在电解液溶剂方面。不过从企业配套电子级碳酸二甲酯和碳酸甲乙酯装置实际对工业级碳酸二甲酯的需求量释放速度低于其产能增速，市场竞争将更为激烈，价格成为企业间竞争的主要表现，预计未来价格维持低位运行的概率较大。

**表7：2018-2022 年醋酸 DMC 供需数据 (单位：万吨)**

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
期初库存	3.15	3.23	3.43	3.99	6.69
产量	38.78	45	47.45	64.98	104.93
总供应量	41.93	48.23	50.88	68.97	111.62
出口	6.7	6.5	8	15	16.5
下游消费	32	38.3	38.89	47.28	81.3
总需求量	38.7	44.8	46.89	62.28	97.8
期末库存	3.23	3.43	3.99	6.69	13.82

资料来源：卓创资讯、民生证券研究院

图16: DMC 产能及增速 (万吨)



资料来源: 生意社, 民生证券研究院整理

表8: 2022 年 DMC 生产厂家

区域	厂家	工业级产能 (万吨)	电子级产能 (万吨)	工艺
山东	胜华新材料	12.5	6	PO 酯交换法
	海科新源	6	3	PO 酯交换法
	维尔斯化学	5.5	-	PO 酯交换法
	德普新材料	4.8	-	PO 酯交换法
	兖矿国宏	5	-	PO 酯交换法
	顺新材料	3	-	PO 酯交换法
	华鲁恒升	30	15	甲醇羰基化法
华东	江苏思派	5	2	EO 酯交换法
	江苏思派	10	-	PO 酯交换法
	奥克新材料	2	1.5	EO 酯交换法
	铜陵金泰	6	0.3	PO 酯交换法
	中盐红四方	10	2	甲醇气相羰基化法
	浙铁大风	4	-	PO 酯交换法
	浙江石化	20	-	EO 酯交换法
	石大泉州	10	2	EO 酯交换法
西北	云化绿能	3.5	-	PO 酯交换法
西南	东能新材料	7	-	甲醇液相羰基化法
华北	中科惠安	5	-	尿素两步法
	中沙 (天津)	10	-	甲醇羰基化法
华中	湖北三宁	12	3	甲醇羰基化法
		171.3	34.8	

资料来源: 卓创资讯、民生证券研究院

**DMC 有望成为清洁型汽油添加剂。**汽油添加剂是指添加到汽油中用于增强汽油辛烷值、提高汽油燃烧效率和抗爆性的含氧化合物。最早的汽油添加剂是四乙基铅，由于其剧烈的神经毒性，1972 年起，各国开始提出使用甲基叔丁醚 (MTBE) 替代四乙基铅，之后的 30 多年 MTBE 一直被认为是最广泛使用的汽油添加剂。2005 年，美国通过了可再生燃料标准，使用乙醇替代 MTBE 作为汽油中的含氧添加剂。2017 年，中国也提出推广车用乙醇汽油。实际上，一直有业者在探索可替代 MTBE 作为添加剂的化学物质，包括乙醇、甲醇、3 - 羟基丁酸甲醇、甲基叔戊基醚和碳酸二甲酯等。

**表9：常用汽油高辛烷值组分比较**

高辛烷值组分	特点
MMT	最廉价的辛烷值添加剂，含锰，“国五”和“国六”标准已对汽油中的锰含量提出严格要求，其使用量受到限制；
乙醇	辛烷值较高 (RON 111)，清洁性高；蒸发潜热大、热值较低、氧含量较高、亲水性强；生产工艺以生物法为主，存在与粮争地问题；
甲醇	辛烷值较高 (RON 112)，清洁性高；氧含量高、热值较低、亲水性较强；
甲基叔丁基醚	辛烷值较高 (RON 117)，清洁性高；热值较甲醇、乙醇高，与汽油的混溶性好，吸水少；其蒸汽压与蒸馏曲线与常规汽油无明显差别，不影响发动机的高低温运行性能；
异辛烷	辛烷值 (RON) 100 挥发性低、不含芳烃和烯烃、几乎不含硫； 抗爆性和环保性能良好、综合性能优异；

资料来源：宇新股份招股书，民生证券研究院整理

由于 DMC 具有无毒、环保等特性，作为汽油添加剂后对汽油的饱和蒸气压、水溶性影响不大，并可提高汽油的含氧量，降低尾气中部分污染物的排放量，因此它也一直被认为是极具潜力的替代 MTBE 的新型汽油添加剂。

随着汽车工业的发展，发动机压缩比不断提高，以及环保方面减少污染的要求，汽油已朝无铅化及新配方的方向发展。新配方汽油在化学组成和理化性能方面的变化主要表现在：降低蒸气压、限制芳烃、特别是限制苯的含量，以及调入有机含氧化合物。碳酸二甲酯含氧量高达 53.3w%，可以较低量加入汽油中达到必要的氧含量，并且由于制造新工艺的开发，其成本可能降低。

学术界研究发现 DMC 调油有如下特点：(1) DMC 调和汽油可以保护环境，明显改善汽油辛烷值。掺混 4.7%DMC 可以提高汽油辛烷值 3~6 个点，进一步增加掺入比例辛烷值没有变化。(2) 汽油机燃用掺混 1.2%DMC 的汽油，THC 排放改善效果明显，比基础汽油降低 20%。将 DMC 定位为汽油增氧剂品种，复配到汽油抗爆剂产品中，在提高汽油辛烷值方面筛选出与 DMC 有较好协同增效和经济性的添加剂品种，进行配方设计，加入可以增加发动机动力性能、降低燃油消耗的添加剂。

图17: DMC/汽油掺混燃料理化指标

指 标	基础汽油	1.2%	2.6%	3.4%	4.7%	5.0%
RON	91.3	92.5	93.6	94.8	97.1	96.9
Reud 蒸气压 /kPa	55	53	51	50	54	55
馏 程						
10%馏出温度 /℃	58	57	57	57	58	57
50%馏出温度 /℃	97	95	94	95	93	92
90%馏出温度 /℃	161	162	160	160	162	163
终馏点 /℃	189	189	188	190	189	190
残留物, %	1.5	1.6	1.6	1.4	1.5	1.7
氧含量, %		0.92	1.85	2.77	3.70	4.30

资料来源:《碳酸二甲酯调和汽油的应用研究》吕兴修等, 民生证券研究院

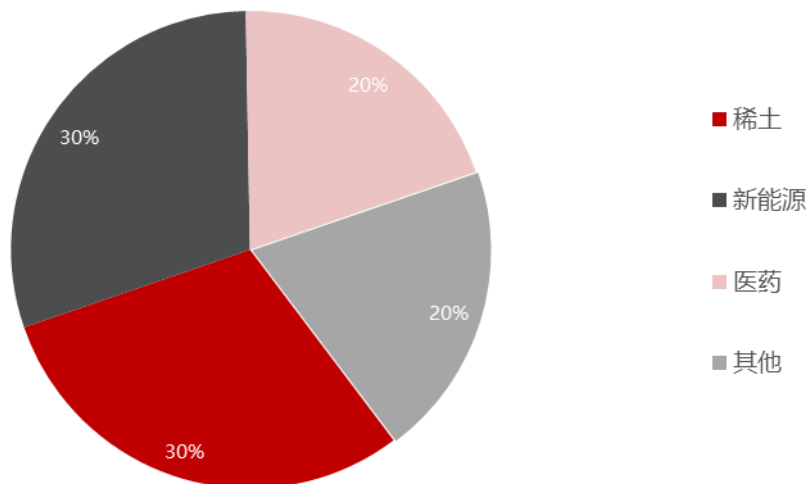
2023 年全国汽油消费量约 1.49 亿吨, 若 DMC 可以大范围作为油品添加剂使用, 按平均 1%的添加比例计算, 预计可拉动约 150 万吨的 DMC 需求。但目前国内 DMC 调油市场暂未开放, 国内调油市场对 DMC 的需求拉动有限。华鲁恒升等企业可开拓出口 DMC 用于海外油品市场的路线, 该方向未来有望成为 DMC 产能消化的重要出路。

### 3.2 新规划两大项目, 完善现有产业链布局

**公司新宣布建设两大新项目。**2024 年 5 月 21 日, 华鲁恒升公告新宣布投资建设两大项目: (1) 酰胺原料优化升级项目; (2) 20 万吨/年二元酸项目。两个项目预计总投资为 17 亿元, 其中: 酰胺原料优化升级项目 8.33 亿元、二元酸项目 8.67 亿元。公司按照“本地高端化、异地谋新篇”的总体要求, 坚持高起点规划、高端化延伸, 拟启动新一批项目建设, 包括酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目。其中: 酰胺原料优化升级项目采用苯部分加氢、水合生产饱和脂环醇技术, 建设 20 万吨/年饱和脂环醇生产装置; 公用工程、辅助设施和安全环保设施相应配套。项目建成投产后, 年产饱和脂环醇 20 万吨, 副产环己烷 4.28 万吨; 建设周期 13 个月。二元酸项目采用自有技术建设二元酸装置, 罐区、公用工程、辅助设施和安全环保设施相应配套。项目建成投产后, 年产二元酸 20 万吨; 建设周期 13 个月。根据可行性研究报告测算, 上述两个项目预计总投资为 17 亿元, 项目建成投产后分别可实现收入 16.74 亿和 6.24 亿。项目投产后预计可进一步提高公司经营效益, 增强市场竞争能力。

**草酸广泛应用于制药、稀土、精细化工等领域。**草酸又名乙二酸、脩酸, 最简单的二元酸, 分子式为  $(\text{COOH})_2 \cdot 2\text{H}_2\text{O}$ 。草酸生产产品种类众多, 如工业草酸、精制草酸、草酸铁、草酸氯、草酸铵、草酸亚铁等, 可广泛应用于制药、稀土、精细化工、日化、新能源等产业, 是工业生产中常用的基础化工材料之一。经过多年的市场竞争和优胜劣汰, 目前国内草酸市场形成了以少数几家企业为核心的高度集中的竞争格局, 行业产能主要集中在华鲁恒升、龙翔实业、丰元股份等龙头企业。

图18：2022 年中国草酸下游应用分布



资料来源：智研资讯，民生证券研究院

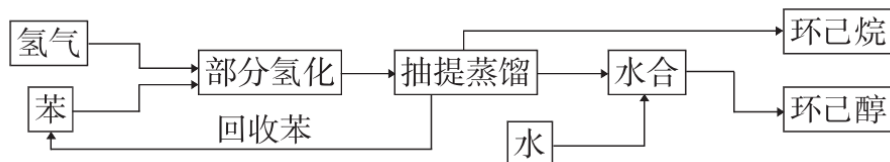
**2025 年草酸市场需求有望达 110 万吨。**2021 年，我国草酸行业下游需求规模达 40 万吨左右。同时，据统计，我国草酸需求市场主要集中在稀土、新能源（草酸用于光伏玻璃石英砂的清洗和提纯）、医药等行业，2022 年几个行业消耗量占比分别为 30%、30%、20%。2022 年以来，我国制药行业逐步解除环保限产影响，产能开工率逐渐提升；稀土行业中六大稀土集团整合接近尾声，行业恶性竞争局面缓解带动国内稀土产能释放，同时海外重启稀土矿开采，进一步扩大我国草酸出口量；此外，精制草酸与草酸衍生品可用于锂电池正极材料、电子板清洗剂、制造电子陶瓷、稀土新型材料提纯、清洗光伏石英，随着电子陶瓷、稀土新型材料提纯、新能源、光伏等下游新兴行业保持高速发展，我国草酸行业需求得以持续增长，并将为草酸行业提供广袤市场增长空间。据市场预测，我国草酸需求市场仍保持持续增长态势，2023 年全行业需求规模或将突破达到 96 万吨左右，2025 年国内草酸需求市场有望达到 110 万吨以上。

**草酸市场供应商相对较少。**2024 年，华鲁恒升、龙翔实业、丰元股份及通辽金煤等草酸年生产装置规模分别达 20 万吨、15 万吨、12 万吨和 10 万吨，四家企业草酸总产能占全国草酸总产能的 62.6%。华鲁恒升新规划 20 万吨草酸项目投产后，公司将进一步巩固在草酸市场的优势地位。

**公司采用环己烯水合法生产环己醇。**环己醇又名六氢苯酚，外观为无色透明油状液体或白色针状结晶，有似樟脑气味，是一种重要的化工中间体。按照时间发展先后顺序环己醇工业生产路径主要为苯酚法、环己烷氧化法和环己烯水合法。公司采取的是环己烯水合法生产。



图19：环己醇生产流程



资料来源：《环己醇和环己酮生产现状概述》王晨，民生证券研究院

环己醇用途主要包括有机工业、纺织材料领域，消费市场主要针对己二酸、尼龙-66 和己内酰胺类产品，同时少量产品被精细化工产品作为稳定剂和消光剂，生产纺织品和香皂的添加剂等。公司该项目配套完成后将进一步完善尼龙产业链布局，增强产品的竞争力和产销灵活性。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

主要假设：

(1) 新材料板块：己二酸、己内酰胺、DMC、EMC 等产品重点产品未来几年供应端和需求端保持相对稳定增长，DMC 等下游有望开拓调油等新的出路。我们预计 2024-2026 年相关产品价格相比 2023 年相对稳定，2024-2026 年毛利率为 17%、16%、16%，收入增速分别为 27%、28%、11%。

(2) 有机胺板块：荆州项目投产新增了 DMF 和混甲胺产品产能，行业需求增长稳定。2024 年产品产销量预计同比 2023 年将有较大幅度增长，2024 年收入增速较快，2025-2026 年随着产能达产后将增速放缓。2024-2026 年收入增速分别为 66%、5%、2%。2024-2026 年毛利率分别为 14%、15%、15%。

(3) 肥料板块：荆州项目于 2023 年底新增 100 万吨尿素产能，预计 2024 年销量和收入增速较大，尿素市场规模较大，需求增长较为稳定，公司产能占比仍较低，新增产能可被市场良好消化。预计 2024 年-2026 年公司收入增速分别为 21%、8%、8%，毛利率分别为 29%、30%、31%，相对稳定。

(4) 醋酸及衍生品：荆州项目 2023 年底新增 100 万吨醋酸产能，产能大幅增长，下游需求稳定增长。预计 2024-2026 年收入增速分别为 150%、0%、4%，板块毛利率分别为 23%、23%、23%，相对稳定。

**表10：华鲁恒升业务预测明细表**

业务板块	项目	2023	2024E	2025E	2026E
新材料产品	收入 (亿元)	154.8	196.8	250.9	277.9
	收入增速	14%	27%	28%	11%
	毛利率	17%	17%	16%	16%
有机胺	收入 (万元)	26.7	44.3	46.5	47.5
	收入增速	-55%	66%	5%	2%
	毛利率	13%	14%	15%	15%
肥料	收入 (亿元)	26.7	44.3	46.5	47.5
	收入增速	3%	21%	8%	8%
	毛利率	35%	29%	30%	31%
醋酸及衍生品	收入 (亿元)	20.5	51.2	51.2	53.1
	收入增速	-3%	150%	0%	4%
	毛利率	21%	23%	23%	23%
合计	收入 (亿元)	272.6	367.4	451.9	536.6
	收入增速	2%	35%	23%	19%
	毛利率	21%	20%	19%	19%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 367.44 亿元、451.88 亿元、536.61 亿元，归母净利润分别为 48.70 亿、58.35 亿、68.01 亿。

## 4.2 估值分析

公司属于煤化工行业龙头，业务领域涉及化肥、有机胺、醋酸及衍生物、新材料等产品，我们采用市盈率法对公司进行估值分析，所选对比公司与公司主营业务结构和规模相近，或有较多同类产品。可比公司 2024-2026 的平均 PE 倍数为 13x、11x、10x。

**表11：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000830.SZ	鲁西化工	12.28	0.43	0.96	1.14	1.36	23	13	11	9
002064.SZ	华峰化学	7.59	0.50	0.62	0.74	0.82	13	12	10	9
600309.SH	万华化学	88.80	5.36	6.31	7.45	8.33	14	14	12	11
	行业平均						17	13	11	10
600426.SH	华鲁恒升	28.70	1.68	2.29	2.75	3.20	17	13	10	9

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 6 月 6 日

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.29、2.75、3.20 元，现价（2024 年 6 月 6 日）对应 PE 分别为 13x、10x、9x，低于可比公司，具备投资价值。

## 4.3 投资建议

公司以合成气平台为龙头，利用多个技术平台，在化肥、有机胺、醋酸及衍生物、新材料等方向形成了“一头多线”的产业布局。德州本部的高端溶剂、尼龙相关项目以及荆州基地多个项目在 2023 年陆续投产，公司体量和业绩迎来快速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 48.70 亿元、58.35 亿元，68.01 亿元，EPS 分别为 2.29、2.75、3.20 元，现价（2024 年 6 月 6 日）对应 PE 分别为 13x、10x、9x。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 新项目建设进度不及预期的风险。**公司目前正在筹划荆州项目二期、酰胺原料优化升级、20万吨/年二元酸项目建设，如相关项目建设进度不及预期，会对公司盈利产生不利影响。

**2) 产品价格下滑的风险。**公司新投产的尿素、醋酸、DMF、己二酸、三聚氰胺等等众多产品规模较大或对行业产能影响较大，上述产品如价格下滑，或将对公司盈利产生不利影响。

**3) 煤炭等原料价格上涨的风险。**煤炭是公司主要的原料，煤炭价格上涨或将导致公司获利空间收窄，业绩承压。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,260	36,744	45,188	53,661
营业成本	21,576	29,531	36,590	43,698
营业税金及附加	190	220	271	322
销售费用	60	66	81	80
管理费用	336	367	384	456
研发费用	578	551	678	805
EBIT	4,495	6,008	7,183	8,299
财务费用	68	197	220	181
资产减值损失	-33	-24	-30	-36
投资收益	8	0	0	0
营业利润	4,428	5,788	6,934	8,081
营业外收支	-148	0	0	0
利润总额	4,281	5,788	6,934	8,081
所得税	658	868	1,040	1,212
净利润	3,622	4,919	5,894	6,869
归属于母公司净利润	3,576	4,870	5,835	6,801
EBITDA	6,560	8,198	9,760	11,109

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,041	2,728	5,941	9,728
应收账款及票据	73	101	124	147
预付款项	492	886	1,098	1,311
存货	1,493	1,594	1,975	2,359
其他流动资产	3,823	4,850	5,610	6,373
流动资产合计	7,923	10,158	14,747	19,917
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	28,941	29,907	30,677	31,427
无形资产	1,947	1,947	1,947	1,947
非流动资产合计	36,129	39,218	40,332	41,598
资产合计	44,051	49,376	55,080	61,516
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	3,807	3,074	3,809	4,549
其他流动负债	1,781	1,666	2,056	2,448
流动负债合计	5,788	4,941	6,065	7,198
长期借款	7,348	9,848	9,848	9,848
其他长期负债	478	193	193	203
非流动负债合计	7,826	10,041	10,041	10,051
负债合计	13,614	14,982	16,107	17,249
股本	2,123	2,123	2,123	2,123
少数股东权益	1,547	1,596	1,655	1,723
股东权益合计	30,438	34,394	38,973	44,267
负债和股东权益合计	44,051	49,376	55,080	61,516

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-9.87	34.79	22.98	18.75
EBIT 增长率	-41.17	33.68	19.56	15.52
净利润增长率	-43.14	36.20	19.81	16.55
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.85	19.63	19.03	18.57
净利润率	13.12	13.25	12.91	12.67
总资产收益率 ROA	8.12	9.86	10.59	11.06
净资产收益率 ROE	12.38	14.85	15.64	15.99
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.37	2.06	2.43	2.77
速动比率	0.76	1.24	1.67	2.04
现金比率	0.35	0.55	0.98	1.35
资产负债率 (%)	30.90	30.34	29.24	28.04
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.76	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	25.26	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.69	0.79	0.87	0.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.68	2.29	2.75	3.20
每股净资产	13.61	15.45	17.58	20.04
每股经营现金流	2.22	2.46	3.99	4.56
每股股利	0.60	0.62	0.74	0.86
<b>估值分析</b>				
PE	17	13	10	9
PB	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.22	8.18	6.87	6.04
股息收益率 (%)	2.09	2.16	2.59	3.01

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,622	4,919	5,894	6,869
折旧和摊销	2,065	2,190	2,576	2,810
营运资金变动	-1,054	-2,139	-281	-286
经营活动现金流	4,715	5,213	8,471	9,682
资本开支	-8,705	-5,065	-3,690	-4,076
投资	1,400	0	0	0
投资活动现金流	-7,280	-5,274	-3,690	-4,076
股权募资	500	0	0	0
债务募资	4,106	2,221	0	10
筹资活动现金流	2,658	747	-1,567	-1,818
现金净流量	101	686	3,213	3,787

## 插图目录

图 1: 油-煤价差走势 (截至 2024 年 5 月 17 日)	3
图 2: 华鲁恒升净利润率与煤-油价差关系	4
图 3: 华鲁恒升德州煤化工产业链	5
图 4: 华鲁恒升荆州项目	6
图 5: 华鲁恒升荆州煤化工产业链布局	6
图 6: 2022 年中国尿素的主要下游应用	8
图 7: 2018-2022 年中国尿素产能变化趋势	8
图 8: 2022-2024 年 4 月尿素出口量 (万吨)	9
图 9: 尿素价格和理论毛利	10
图 10: 2023 年醋酸消费结构	11
图 11: 2019-2023 年醋酸产能及产量	12
图 12: 醋酸价格和理论毛利	12
图 13: DMF 下游产业链结构	13
图 14: 2023 年 DMF 下游需求结构	13
图 15: DMF 价格走势	15
图 16: DMC 产能及增速 (万吨)	17
图 17: DMC/汽油掺混燃料理化指标	19
图 18: 2022 年中国草酸下游应用分布	20
图 19: 环己醇生产流程	21

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 华鲁恒升主要产品产能	6
表 2: 公司重点扩产产品对市场影响	7
表 3: 2019-2023 年尿素供需平衡表 (单位: 万吨)	9
表 4: 2019-2023 年醋酸供需平衡表 (万吨)	11
表 5: 2023 年 DMF 扩产企业情况	14
表 6: 2023 年 DMF 生产企业	14
表 7: 2018-2022 年醋酸 DMC 供需数据 (单位: 万吨)	16
表 8: 2022 年 DMC 生产厂家	17
表 9: 常用汽油高辛烷值组分比较	18
公司财务报表数据预测汇总	25



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026