

华鲁恒升（600426.SH）

三季度业绩环比有所下降，荆州基地持续贡献增量

事件：公司发布 2024 年三季报，报告期内实现营业收入 251.8 亿元，同比增长 30.16%，归母净利润 30.49 亿元，同比增长 4.16%，扣非净利润 30.59 亿元，同比增长 5.35%；其中三季度单季实现营业收入 82.05 亿元，同比增长 17.43%，环比下降 8.81%，归母净利润 8.25 亿元，同比下降 32.27%，环比下降 28.84%，主要系产品价格同比下降及实施年度检修计划所致。

□ 前三季度产品销售均价同比下跌，以量补价推动业绩提升。前三季度受益于荆州基地一期项目的运营达效和德州本部装置的技术改造扩能，主导产品产销量提高，经营收益同比增长。相较于去年同期，前三季度公司新能源新材料相关产品收入 123.2 亿元（+8.5%），销量 190.1 万吨（+18.8%）、销售均价 6480 元/吨（-8.7%）；化学肥料收入 52.5 亿元（+35.4%），销量 319.9 万吨（+40.7%）、销售均价 1641 元/吨（-3.8%）；有机胺系列产品收入 18.7 亿元（-5.8%），销量 43.5 万吨（+14.5%）、销售均价 4302 元/吨（-17.7%）；醋酸及衍生品收入 30.5 亿元（+134.5%），销量 112.5 万吨（+148.5%）、销售均价 2709 元/吨（-5.6%）。

□ 三季度核心产品环比总体下跌，原材料价格环比基本平稳。与二季度环比看，2024Q3 公司新能源新材料相关产品收入 40.0 亿元（-11.5%），销量 66.5 万吨（-4.2%）、销售均价 6012 元/吨（-7.5%）；化学肥料收入 16.0 亿元（-12.7%），销量 103.4 万吨（-6.2%）、销售均价 1551 元/吨（-6.9%）；有机胺系列产品收入 6.1 亿元（-5.3%），销量 15.3 万吨（+4.3%）、销售均价 3997 元/吨（-9.2%）；醋酸及衍生品收入 10.1 亿元（-4.7%），销量 37.1 万吨（-4.5%）、销售均价 2721 元/吨（-0.3%）。三季度公司核心产品市场均价环比 2024Q2 有所下跌，其中尿素（-6.9%）、DMF（-10.4%）、辛醇（-10.5%）、碳酸二甲酯（-2.5%）、己二酸（-7.4%）、醋酸（-1.2%）、草酸（-7.0%）、己内酰胺（-4.6%）、尼龙 6（-5.8%）。成本端，三季度动力煤、原料煤、纯苯市场均价环比分别下跌 0.3%、1.0%、4.8%，丙烯市场价环比上涨 0.6%。

□ 积极推进双基地新项目建设，拓展公司未来成长空间。报告期内，公司持续推进项目建设，德州本部酰胺原料优化升级、20 万吨二元酸正加紧建设；荆州基地项目进展顺利，对公司整体经营业绩贡献明显。截至 2024 年 9 月底，公司在建工程 44 亿元，尼龙 66 高端新材料、酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目年产 20 万吨 BD0+ 16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目、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顺利推进。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。由于公司主要产品行业景气度偏弱，我们预计 2024~2026 年归母净利润分别为 40.2 亿、49.4 亿、60.3 亿元，EPS 分别为 1.89、2.33、2.84 元，当前股价对应 PE 分别为 12、10、8 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨，新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
------	------	------	-------	-------	-------

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

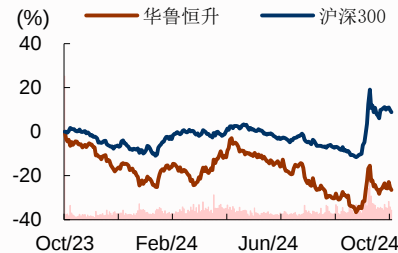
当前股价：23.14 元

基础数据

总股本（百万股）	2123
已上市流通股（百万股）	2116
总市值（十亿元）	49.1
流通市值（十亿元）	49.0
每股净资产（MRQ）	14.5
ROE（TTM）	12.0
资产负债率	30.4%
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
主要股东持股比例	32.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-15	-22
相对表现	-4	-24	-32



相关报告

- 《华鲁恒升（600426）一上半年业绩同比大幅提升，以量补价推动业绩增长》2024-08-22
- 《华鲁恒升（600426）一三季度业绩大幅增长，荆州基地投产增量明显》2024-04-24
- 《华鲁恒升（600426）一行业景气度下行拖累业绩，荆州基地投产贡献增量》2024-04-01

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	30245	27260	33753	37646	41368
同比增长	14%	-10%	24%	12%	10%
营业利润(百万元)	7604	4428	5328	6508	7920
同比增长	-11%	-42%	20%	22%	22%
归母净利润(百万元)	6289	3576	4021	4938	6033
同比增长	-13%	-43%	12%	23%	22%
每股收益(元)	2.96	1.68	1.89	2.33	2.84
PE	7.8	13.7	12.2	10.0	8.1
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司是国内煤化工优质企业，不断发展壮大5

1、 依托一头多线柔性联产平台，成本控制力强5

2、 公司经营发展较为稳健，近两年业绩有所承压6

3、 三季度部分产品价格环比下跌，导致业绩环比下滑7

二、 公司核心竞争力强，部分产品价格处于底部区域8

1、 公司竞争优势明显，持续推动高质量发展8

2、 公司产品种类丰富，有助增强整体抗风险能力10

三、 德州基地新项目顺利推进，荆州基地前景广阔11

四、 风险提示12

图表目录

图 1： 公司主要工艺流程图5

图 2： 近几年公司营业收入及增速6

图 3： 近几年公司归母净利润及增速6

图 4： 近几年公司净资产收益率7

图 5： 近几年公司投入资本回报率7

图 6： 近几年公司毛利率和净利率情况7

图 7： 近几年公司期间费用率情况7

图 8： 近几年己内酰胺和 PA6 价格走势10

图 9： 近几年己二酸和辛醇价格走势10

图 10： 近几年碳酸二甲酯价格走势11

图 11： 近几年 DMF/尿素/醋酸价格走势11

图 12： 近几年煤炭价格走势11

图 13： 近几年纯苯和丙烯价格走势11

图 14： 华鲁恒升历史 PE Band13

图 15： 华鲁恒升历史 PB Band13

表 1： 截至 2024 年 6 月公司主要产品产能及在建产能情况5

表 2： 单季度经营业绩回顾7

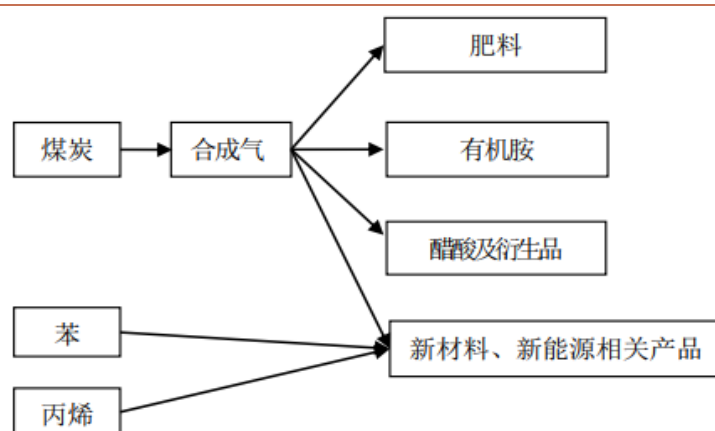
表 3: 单季度主要业务收入构成	8
表 4: 相关化工行业政策及其变动情况	9
表 5: 2019 年以来公司新项目规划及建设情况.....	11
附: 财务预测表	14

一、公司是国内煤化工优质企业，不断发展壮大

1、依托一头多线柔性联产平台，成本控制力强

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

图 1：公司主要工艺流程图



资料来源：公司公告、招商证券

公司主要业务板块产品及产能情况：

（1）新能源新材料相关产品：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品，其中己内酰胺设计产能为 30 万吨；PA6 设计产能为 20 万吨；己二酸设计产能为 32.66 万吨，在建产能 20 万吨；异辛醇设计产能为 20 万吨；碳酸二甲酯设计产能为 60 万吨。

（2）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 为主导产品，目前公司是全球最大的 DMF 制造企业，设计产能 48 万吨。

（3）肥料：主导产品为尿素，公司尿素设计产能为 255 万吨，控股子公司在建产能 52 万吨。

（4）醋酸及衍生品：产品主要包括醋酸、醋酐等，其中醋酸是主导产品。公司醋酸设计产能为 150 万吨。

表 1：截至 2024 年 6 月公司主要产品产能及在建产能情况

产品类别	产品名称	产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
新能源新材料相关产品	己内酰胺	30	
	PA6	20	
	己二酸	32.66	20

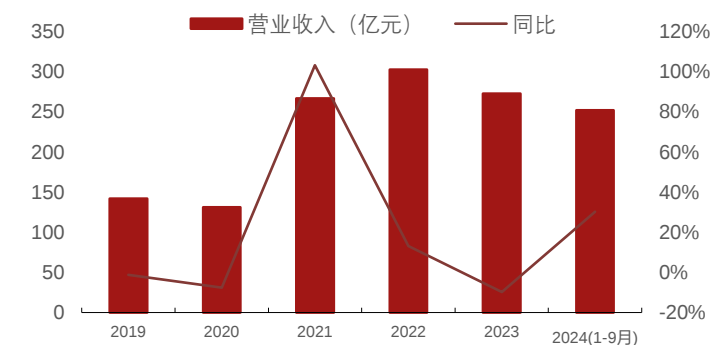
	异辛醇	20	
	碳酸二甲酯	60	
有机胺系列产品	DMF	48	
肥料	尿素	255	52
醋酸及衍生品	醋酸	150	

资料来源：公司公告、招商证券

2、公司经营发展较为稳健，近两年业绩有所承压

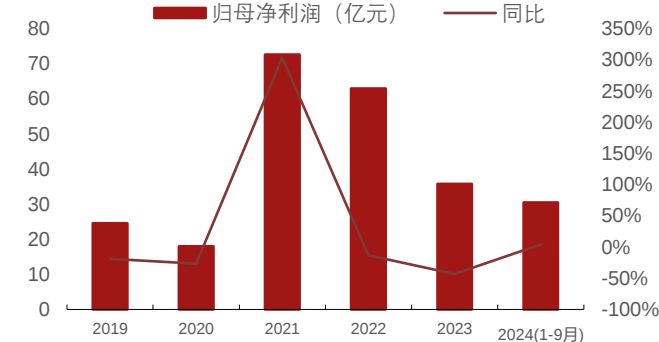
行业景气度下行导致业绩承压，荆州基地投产贡献增量。2023 年公司实现营业收入 272.6 亿元，同比下降 9.9%，归母净利润 35.8 亿元，同比下降 43.1%，扣非净利润 37.0 亿元，同比下降 42.3%。2023 年以来化工行业景气下行，市场呈现下游消费需求不足、同质竞争加剧、上游原料高位盘整、产品价格倒挂等状况，行业经营进入低谷，公司充分发挥三大平台联动联调优势，根据市场情况柔性调节产品结构，提高了资源综合利用率和运行效率，提升了公司风险抵抗能力，实现经营效益最大化。2024 年前三季度公司实现营业收入 251.8 亿元，同比增长 30.16%，归母净利润 30.49 亿元，同比增长 4.16%，扣非净利润 30.59 亿元，同比增长 5.35%，尽管行业景气度低迷，但公司荆州基地逐步投产，以量补价减轻了业绩压力。

图 2：近几年公司营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

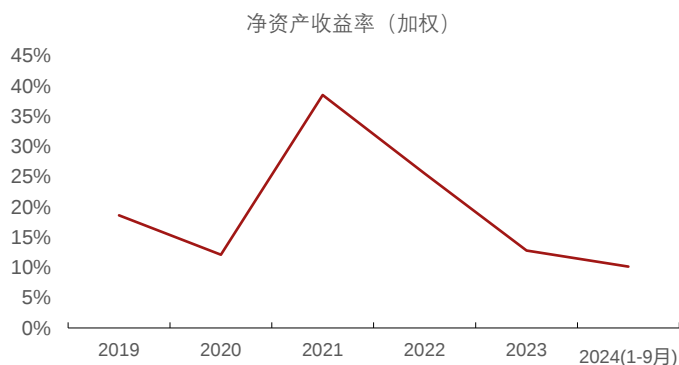
图 3：近几年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、招商证券

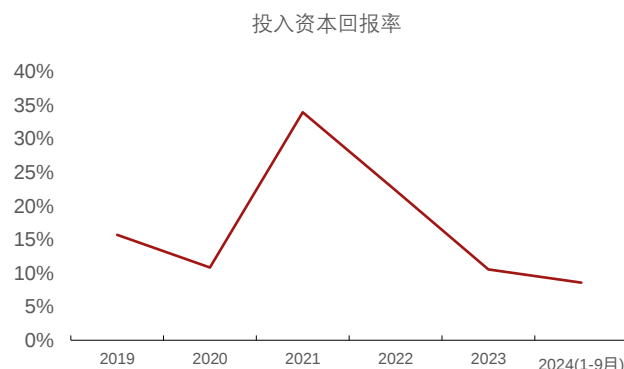
公司盈利能力小幅下降，费用率保持较低水平。2024 年前三季度公司净资产收益率 10.15%，同比下降 0.36 pct，投入资本回报率 8.58%，同比下降 0.06 pct。2024 年前三季度公司综合毛利率 20.01%，同比下降 2.1 pct，净利率 13.0%，同比下降 2.09pct，处于近几年来底部水平；期间费用率 3.71%，同比下降 0.21pct，公司费用率常年保持较低水平，费用管控能力较强。

图 4：近几年公司净资产收益率



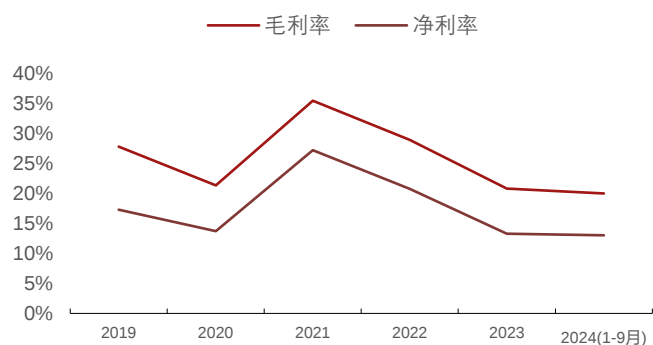
资料来源：Wind、招商证券

图 5：近几年公司投入资本回报率



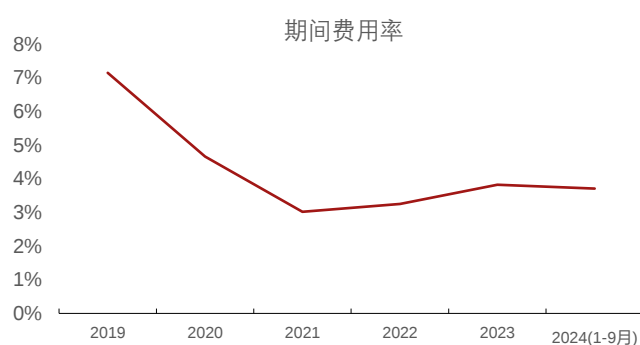
资料来源：Wind、招商证券

图 6：近几年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

图 7：近几年公司期间费用率情况



资料来源：Wind、招商证券

3、三季度部分产品价格环比下跌，导致业绩环比下滑

2024 年三季度单季公司实现营业收入 82.05 亿元，同比增长 17.43%，环比下降 8.81%，归母净利润 8.25 亿元，同比下降 32.27%，环比下降 28.84%，主要系产品价格同比下降及实施年度检修计划所致。

表 2：单季度经营业绩回顾

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入	60.53	63.06	69.87	79.14	79.78	89.97	82.05
营业毛利	12.21	13.57	17.00	14.07	17.46	18.52	14.41
营业费用	0.13	0.12	0.14	0.21	0.20	0.23	0.24
管理费用	0.65	0.69	1.00	1.02	0.91	0.96	0.69
研发费用	1.72	1.54	1.21	1.31	1.23	1.32	1.95
财务费用	0.12	0.07	0.18	0.30	0.58	0.53	0.51
营业利润	9.15	10.83	13.99	10.32	13.70	15.09	10.84
归母净利润	7.82	9.28	12.18	6.49	10.65	11.59	8.25
EPS (元)	0.37	0.44	0.57	0.31	0.50	0.55	0.39
主要比率							
毛利率	20.2%	21.5%	24.3%	17.8%	21.9%	20.6%	17.6%
营业费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	1.1%	1.1%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	0.8%
研发费用率	2.8%	2.4%	1.7%	9.3%	7.0%	7.1%	13.5%

敬请阅读末页的重要说明

财务费用率	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.9%	0.7%	0.7%
营业利润率	15.1%	17.2%	20.0%	13.0%	17.2%	16.8%	13.2%
有效税率	14.8%	14.5%	13.0%	20.7%	17.1%	17.2%	17.8%
净利率	12.9%	14.7%	17.4%	8.8%	14.3%	13.9%	10.9%
YoY							
收入	-25.4%	-25.1%	7.9%	9.4%	31.8%	42.7%	17.4%
归母净利润	-67.8%	-55.4%	18.8%	-14.1%	36.3%	24.9%	-32.3%

资料来源：Wind、招商证券

与二季度环比看,2024Q3公司新能源新材料相关产品收入 40.0 亿元(-11.5%),销量 66.5 万吨(-4.2%)、销售均价 6012 元/吨(-7.5%); 化学肥料收入 16.0 亿元(-12.7%), 销量103.4 万吨(-6.2%)、销售均价 1551 元/吨(-6.9%); 有机胺系列产品收入 6.1 亿元(-5.3%), 销量15.3 万吨(+4.3%)、销售均价 3997 元/吨(-9.2%); 醋酸及衍生品收入 10.1 亿元(-4.7%), 销量 37.1 万吨(-4.5%)、销售均价2721 元/吨(-0.3%)。

表 3: 单季度主要业务收入构成

收入分布	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
新能源新材料相关产品							
收入(亿元)	32.09	38.01	43.44	41.22	38.03	45.15	40.0
销量(万吨)	43.59	52.58	63.79	57.95	54.11	69.44	66.5
均价(元/吨)	7362	7229	6810	7113	7028	6502	6012
化学肥料							
收入(亿元)	14.33	11.72	12.72	17.99	18.07	18.37	16.0
销量(万吨)	74.33	76.54	76.44	98.66	106.28	110.22	103.4
均价(元/吨)	1928	1531	1664	1823	1700	1667	1551
有机胺系列产品							
收入(亿元)	6.93	6.36	6.59	6.87	6.19	6.44	6.1
销量(万吨)	12.08	12.56	13.38	14.14	13.65	14.63	15.3
均价(元/吨)	5737	5064	4925	4859	4535	4402	3997
醋酸及衍生品							
收入(亿元)	4.1	4.2	4.7	7.52	9.8	10.59	10.1
销量(万吨)	15.02	15.4	14.87	26.25	36.64	38.81	37.1
均价(元/吨)	2730	2727	3161	2865	2675	2729	2721

资料来源：公司公告、招商证券

二、公司核心竞争力强，部分产品价格处于底部区域

1、公司竞争优势明显，持续推动高质量发展

(1) 成本优势: 公司具有较强的成本控制优势。 公司注重先进技术的引进与吸收并自我提升, 强化项目全过程管控, 打造高效精品工程, 源头降低投资成本; 公司以煤气化平台为基础, 构筑一体化稳定运行, 坚持生产管控优化, 构建多产品链协同生产模式; 深挖装置与系统潜力, 提高资源综合利用率, 持续节能降耗; 统筹公用工程, 强化精益化管理, 坚持降本控费; 协同推动德州本部及荆州基地“一体两翼”发展, 提升盈利能力。

(2) 创新优势: 公司秉承创新驱动发展理念。通过不断的技术创新, 掌握了

一批核心关键技术；依托洁净煤气化技术，构建了可持续发展的产业技术平台，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式；持续进行技术研发和系统改造优化,不断推进产业链延伸拓展和产品迭代升级，为企业高质量发展奠定基础。

（3）管理优势：公司围绕巩固和提升企业竞争力，实施精细化管理，全流程控制。严格项目管理，控制建设成本；严格预算管理，强调源头降成本、过程控费用、终端增收益，实现预算全面全过程受控；强化市场运营，实施产销联动；加强战略合作，追求合作共赢；强化绩效考核，提高企业效能；增进员工福祉，提升企业凝聚力； 夯实管理基础，形成富有特色的管理模式， 构筑了完善的管理体系。

国家相关政策、方案的出台，公司积极采取措施推动自身高质量发展。为持续推动化工行业高端化绿色化智能化发展， 加大技术改造力度，进一步优化产业结构，提升节能减排降碳水平，增强核心竞争力，国家有关部门和地方政府陆续出台相关政策及规划方案，提高重点领域能效水平，优化产业布局， 从严从紧控制现代煤化工产能规模，加强煤炭清洁高效利用，推动化工行业技术、装备、工艺、产品等升级，强化绿色制造体系建设，限制、淘汰落后产能，全面推进化工行业高质量发展。相关政策、通知及方案的出台，对行业后期发展将带来较大影响。

表 4： 相关化工行业政策及其变动情况

时间	相关政策	发文单位	主要内容
2023 年 4 月	山东省工业领域碳达峰工作方案	山东省发展和改革委员会、山东省生态环境厅	“十四五”期间，产业结构与用能结构优化取得积极进展，能源资源利用效率明显提升，绿色制造体系进一步完善。突破推广一批减排效果显著的低碳零碳负碳技术工艺装备产品，夯实工业领域碳达峰基础。到 2025 年，规模以上单位工业增加值能耗比 2020 年降低 17%左右,单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。
2023 年 7 月	关于推动现代煤化工产业健康发展的通知	国家发展改革委等部门等六部门	从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量。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。此外，通知还从产业布局、科技创新、绿色低碳发展、行业准入等方面对现代煤化工行业发展指明了方向，这将有利于提升产业发展质量，推动产业健康发展。通知中的工作举措强调了扩大化工产业的有效投资，推动高端化绿色化智能化发展，首先是推动重大项目建设，加强发展现代煤化工项目。同时加大技术改造力度，对于乙烯、甲醇、PVC 等行业加大节能、减污、降碳改造力度。此方案鼓励了石化企业综合技改，提升装置运行高端化、绿色化。从具体工作落实方式来看，宗旨在于发展低碳、高质量化工生产，加快高能耗的落后装置的淘汰速度，在目前诸多化工品背景下，此方案从供给端优化了产业链结构，推动资源配置升级。《工作方案》指出 2023-2024 年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速 5%左右。其中，2024 年化肥产量（折纯量）需稳定在 5500 万吨左右。
2023 年 8 月	石化化工行业稳增长工作方案	工业和信息化部等七部门	

2023 年 10 月 国家碳达峰试点建设方案 国家发展改革委

在全国范围内选择 100 个具有典型代表性的城市和园区开展碳达峰试点建设，聚焦破解绿色低碳发展面临的瓶颈制约，激发地方主动性和创造性，通过推进试点，探索不同资源禀赋和发展基础的城市和园区碳达峰路径，为全国提供可操作、可复制、可推广的经验做法，助力实现碳达峰碳中和目标。到 2025 年，试点城市和园区碳达峰碳中和工作取得积极进展，试点范围内有利于绿色低碳发展的政策机制基本构建，创新举措和改革经验初步形成。到 2030 年，试点城市和园区经济社会发展全面绿色转型取得显著进展，试点范围内有利于绿色低碳发展的政策机制全面建立，有关创新举措和改革经验对其他城市和园区带动作用明显，对全国实现碳达峰目标发挥重要支撑作用，为推进碳中和奠定良好实践基础。

2023 年 11 月 关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见 国家发展改革委等五部门

到 2025 年，国家层面出台 50 个左右重点产品碳足迹核算规则和标准。到 2030 年，国家层面出台 200 个左右重点产品碳足迹核算规则和标准。

2023 年 12 月 产业结构调整指导目录（2024 年本） 国家发展改革委

产业结构调整指导目录共有条目 1005 条，其中鼓励类 352 条、限制类 231 条、淘汰类 422 条。鼓励类主要是对经济社会发展有重要促进作用的技术、装备及产品；限制类主要是工艺技术落后，不符合行业准入条件和有关规定，不利于安全生产，不利于实现碳达峰碳中和目标，需要督促改造和禁止新建的生产能力、工艺技术、装备及产品；淘汰类主要是不符合有关法律法规规定，严重浪费资源、污染环境，安全生产隐患严重，阻碍实现碳达峰碳中和目标，需要淘汰的落后工艺技术、装备及产品。鼓励类、限制类和淘汰类之外的，且符合国家有关法律、法规和政策规定的属于允许类。

资料来源：公司公告、招商证券

2、公司产品种类丰富，有助增强整体抗风险能力

公司持续沿产业链拓展延伸，产品种类丰富有助提升抗风险能力。2021 年三季度末以来，化工行业景气度持续下行，公司主营产品价格大幅下跌，其中碳酸二甲酯、DMF、醋酸等基本位于近几年底部区域，己内酰胺、尼龙 6、辛醇、己二酸等价格有所回调但仍处于中位数偏高水平，主要由于原油价格高位，成本支撑性强，以及自身供需关系较过去有所改善，下跌空间有限；尿素价格处于近年来中位数，主要是过去几年去产能推动供需向好，同时全球粮食价格上涨，及海外出口带来需求提升。尽管所处行业整体低迷，但公司产品种类较多，各自所处于行业不同，部分产品价格仍有所表现，有助增强公司抗风险能力。

图 8：近几年己内酰胺和 PA6 价格走势



图 9：近几年己二酸和辛醇价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：近几年碳酸二甲酯价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

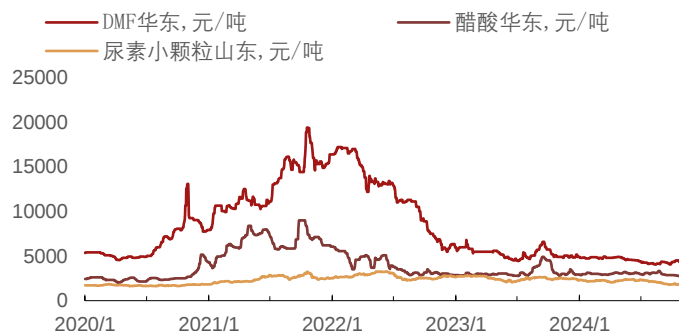
公司成本端影响较大的主要是原料煤、动力煤、苯和丙烯。自 2021 年三季度末开始煤炭价格进入下跌通道，近期价格保持平稳；纯苯和丙烯价格维持在中高位水平。

图 12：近几年煤炭价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 11：近几年 DMF/尿素/醋酸价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：近几年纯苯和丙烯价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

三、德州基地新项目顺利推进，荆州基地前景广阔

公司持续做大做强德州本部基地，积极拓展荆州第二基地。2019 年以来，公司持续加大项目投入力度，奠定公司未来成长性，在巩固和提高自身在传统煤化工领域优势地位的同时，公司积极向新能源新材料领域拓展延伸，目前项目取得积极进展。

截至 2024 年 9 月底，公司在建工程 44 亿元，尼龙 66 高端新材料、酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目年产 20 万吨 BD0+ 16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目、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顺利推进。

表 5：2019 年以来公司新项目规划及建设情况

项目名称	投资金额	主要建设内容	投产情况	建设地点
------	------	--------	------	------

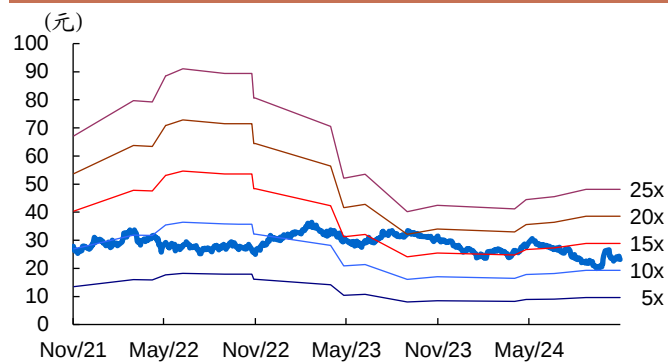
酰胺及尼龙新材料项目	49.8 亿元	年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等。	2021 年 10 月己内酰胺和硫铵投产，2022 年 11 月尼龙 6 切片投产。	德州基地
精己二酸品质提升项目	15.72 亿元	建设 16.66 万吨/年己二酸生产装置，并配套环己醇装置。	2021 年 2 月投产	德州基地
园区气体动力平台项目	59.24 亿元	建设 4 台煤气化炉及配套装置（3 开 1 备），配套建设 2 套空分装置、3 台高温高压煤粉锅炉。	荆州基地一期，2023 年四季度投产	荆州基地
合成气综合利用项目	56.04 亿元	建设 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。		
碳酸二甲酯增产提质系列技改项目	3.2 亿元	对乙二醇装置实施技术改造，具备联产 30 万吨/年优质碳酸二甲酯的能力。	2021 年 10 月投产	德州基地
尼龙 66 高端新材料项目	30.78 亿元	建设两套生产规模 4 万吨/年的尼龙 66 装置；一套生产规模 20 万吨/年的己二酸装置；一套生产规模 4.2 万吨/年的己二胺装置。	部分装置在建	德州基地
等容量替代建设 3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉	10.14 亿元	建设 3×480t/h 高温高压燃煤锅炉（2 用 1 备）替代厂区现有 4×240t/h 高温高压流化床锅炉。	2023 年 12 月投产	德州基地
高端溶剂项目	10.31 亿元	建设两套生产规模 30 万吨/年的碳酸二甲酯装置（其中一套为原有的碳酸二甲酯工业化试验装置）；一套生产规模 30 万吨/年的碳酸甲乙酯装置。	2023 年 12 月投产	德州基地
可降解塑料一体化项目	33.87 亿元	年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料。		
醋酐项目	3.92 亿元	10 万吨/年醋酐。	荆州基地二期，预计 2024 年四季度投产	荆州基地
蜜胺树脂单体材料项目	7.34 亿元	年产 16 万吨蜜胺树脂单体材料装置、年产 80 万吨碳酸氢铵装置		
蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目	5.41 亿元	熔融尿素产能 52 万吨/年		
酰胺原料优化升级项目	17 亿元	年产饱和脂环醇 20 万吨，副产环己烷 4.28 万吨	预计 2025 年中期投产	德州基地
20 万吨/年二元酸项目		年产二元酸 20 万吨		

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

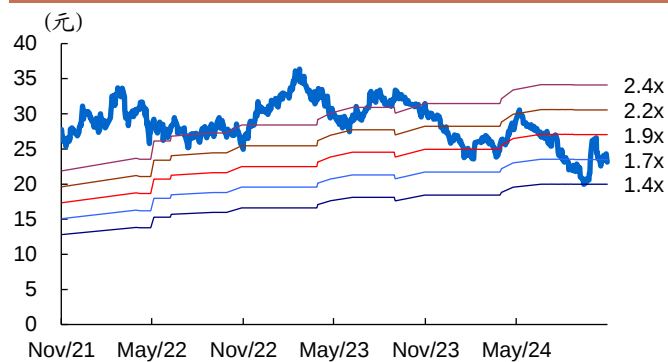
- 1、产品价格下跌。**公司主要产品为大宗商品，具有较强的周期属性，尽管公司产品种类较多，抗风险能力较强，但如果产品价格下跌明显，将影响公司业绩。
- 2、原材料价格上涨。**公司产品上游原材料煤炭、纯苯、丙烯等大宗商品，会受到周期波动影响，如果上游原材料价格大幅上涨，而公司产品价格向下游传导不顺畅，可能会对公司业绩带来不利影响。
- 3、新项目投产不及预期。**新项目投产时间受到审批、工程建设、设备购置进度、调试等多方面因素影响，如果投产不及预期会影响公司业绩。

图 14: 华鲁恒升历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 15: 华鲁恒升历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8581	7923	9243	10829	11474
现金	1849	2041	1978	2769	2679
交易性投资	1406	0	0	0	0
应收票据	0	16	20	22	25
应收款项	39	57	52	58	64
其它应收款	0	2	2	3	3
存货	1173	1493	1847	2028	2182
其他	4114	4313	5344	5949	6522
非流动资产	26424	36129	36464	36782	39081
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15591	28941	29531	30072	32567
无形资产商誉	1737	1947	1752	1577	1419
其他	9096	5241	5181	5133	5094
资产总计	35005	44051	45708	47611	50555
流动负债	3571	5788	6417	6973	7445
短期借款	0	200	0	0	0
应付账款	1624	3807	4735	5199	5594
预收账款	708	676	840	923	993
其他	1239	1105	842	851	859
长期负债	3514	7826	5826	3326	826
长期借款	3257	7348	5348	2848	348
其他	258	478	478	478	478
负债合计	7085	13614	12243	10299	8271
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积金	2096	2181	2181	2181	2181
留存收益	22704	24587	27334	30839	35391
少数股东权益	998	1547	1826	2169	2589
归属于母公司所有者权益	26923	28891	31639	35143	39695
负债及权益合计	35005	44051	45708	47611	50555

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6999	4715	6859	7810	8900
净利润	6288	3622	4301	5281	6453
折旧摊销	1774	2053	2664	2682	2700
财务费用	90	91	178	99	21
投资收益	(38)	(25)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	(1114)	(1005)	(273)	(243)	(265)
其它	1	(21)	1	3	4
投资活动现金流	(7292)	(7280)	(2988)	(2988)	(4988)
资本支出	(6970)	(8711)	(3000)	(3000)	(5000)
其他投资	(322)	1431	12	12	12
筹资活动现金流	276	2658	(3934)	(4032)	(4002)
借款变动	1743	4116	(2482)	(2500)	(2500)
普通股增加	11	0	0	0	0
资本公积增加	48	86	0	0	0
股利分配	(1690)	(1699)	(1274)	(1433)	(1481)
其他	164	155	(178)	(99)	(21)
现金净增加额	(16)	94	(63)	791	(90)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30245	27260	33753	37646	41368
营业成本	21491	21576	26834	29465	31700
营业税金及附加	217	190	236	263	289
营业费用	52	60	74	83	91
管理费用	262	336	371	414	455
研发费用	611	578	709	791	869
财务费用	59	68	178	99	21
资产减值损失	(24)	(36)	(36)	(36)	(36)
公允价值变动收益	1	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收益	34	10	10	10	10
投资收益	38	8	8	8	8
营业利润	7604	4428	5328	6508	7920
营业外收入	28	8	8	8	8
营业外支出	221	156	156	156	156
利润总额	7411	4281	5180	6361	7773
所得税	1123	658	879	1080	1320
少数股东损益	(2)	47	280	343	419
归属于母公司净利润	6289	3576	4021	4938	6033

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	14%	-10%	24%	12%	10%
营业利润	-11%	-42%	20%	22%	22%
归母净利润	-13%	-43%	12%	23%	22%
获利能力					
毛利率	28.9%	20.9%	20.5%	21.7%	23.4%
净利率	20.8%	13.1%	11.9%	13.1%	14.6%
ROE	25.6%	12.8%	13.3%	14.8%	16.1%
ROIC	22.9%	10.9%	11.9%	13.9%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	30.9%	26.8%	21.6%	16.4%
净负债比率	10.7%	17.8%	11.7%	6.0%	0.7%
流动比率	2.4	1.4	1.4	1.6	1.5
速动比率	2.1	1.1	1.2	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	19.4	16.2	16.1	15.2	15.1
应收账款周转率	526.0	488.0	465.0	493.0	490.0
应付账款周转率	11.3	7.9	6.3	5.9	5.9
每股资料(元)					
EPS	2.96	1.68	1.89	2.33	2.84
每股经营净现金	3.30	2.22	3.23	3.68	4.19
每股净资产	12.68	13.61	14.90	16.55	18.70
每股股利	0.80	0.60	0.67	0.70	0.85
估值比率					
PE	7.8	13.7	12.2	10.0	8.1
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.5	9.6	7.5	6.6	5.8

分析师承诺

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

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

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