

# 华鲁恒升（600426.SH）

## 20万吨己二酸装置投产，尼龙66项目推进

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林  
证券分析师： 余双雨

010-88005379  
021-60375485

### ◆ 基础化工 · 化学原料

yanglin6@guosen.com.cn  
yushuangyu@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980523120001

### 事项：

**事件：**2024年12月11日，华鲁恒升发布公告称其尼龙66高端新材料项目己二酸装置已打通流程，生产出合格产品，进入试生产阶段，尼龙66等生产装置目前处于在建状态。尼龙66高端新材料项目依托环己醇、液氨、氢气原料自给优势，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；其他配套装置、公用工程及辅助生产设施。根据可行性研究报告测算，本项目预计总投资30.78亿元，项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决。本次己二酸装置达产后，可新增20万吨/年己二酸，为公司进一步壮大化工新材料板块奠定基础，有利于提高企业综合竞争力。

**国信化工观点：**1) 公司尼龙66高端新材料项目建成投产后可年产尼龙66产品8万吨、己二酸产品20万吨，拓宽公司产业链，目前20万吨己二酸装置进入试生产；2) 我国己二酸和尼龙66存在供过于求的压力，2023年产能利用率分别为64%和65%；3) 尼龙66以及热塑性生物降解塑料（PBAT）领域的发展或将是未来己二酸需求增长的主要推动力。

**投资建议：**公司成本优势相对稳固，持续推进新项目建设。然而由于下游需求偏弱，且公司产品多数面临供给过剩压力，我们谨慎下调公司2024-2026年公司归母净利润预测为40.0/45.9/49.5亿元（原值为44.4/47.5/49.9亿元，对应EPS为1.88/2.16/2.33元，对应当前股价PE为12.2/10.6/9.8X，维持“优于大市”评级。

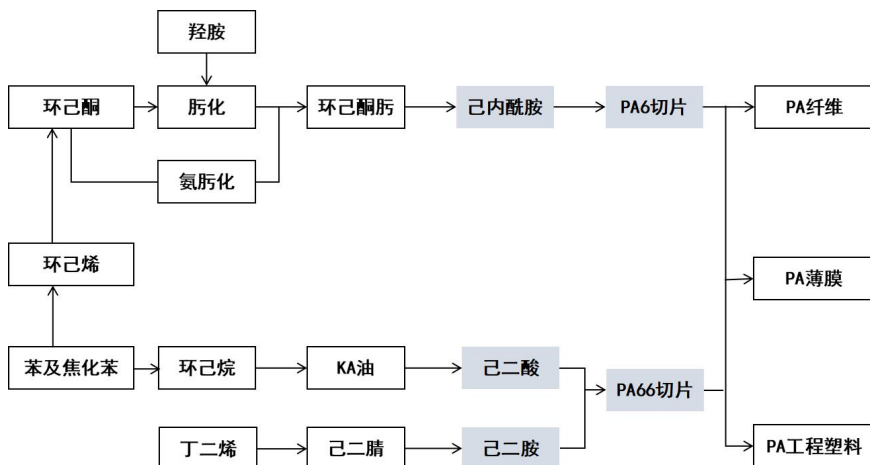
### 评论：

#### ◆ 公司尼龙66高端新材料项目己二酸装置试生产

尼龙66高端新材料项目建成投产后可年产尼龙66产品8万吨、己二酸产品20万吨。2022年4月28日，公司以通讯方式召开了第八届董事会第五次会议，审议通过了《关于投资建设尼龙66高端新材料项目的议案》。项目依托环己醇、液氨、氢气原料自给优势，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；其他配套装置、公用工程及辅助生产设施。根据可行性研究报告测算，本项目预计总投资30.78亿元。项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决，建设期24个月。项目建成投产后，可年产尼龙66产品8万吨、己二酸产品20万吨（其中销售量14.8万吨），副产二元酸产品1.35万吨。预计年均可实现营业收入33.56亿元，利润5.34亿元。该项目产业链一体化配套优势较为明显，可进一步拓展公司产业链，优化产品结构，市场竞争能力和抗风险能力较强，经济效益和社会效益良好。

按照公司发展战略规划，将以醇酮为纽带，延伸和拓展产业链，打造尼龙新材料产业集群。目前，公司已拥有己内酰胺-尼龙6产业链。相较于尼龙6，尼龙66的各方面综合性能更加优良，产业发展空间和发展前景较好，尼龙66高端新材料项目即建设己二酸-尼龙66产业链。

图1: 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

### ◆ 己二酸

己二酸下游应用领域主要集中于聚氨酯领域（PU 浆料、TPU、鞋底原液等）和尼龙板块（PA66），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。2023 年国内己二酸下游消费中 PU 浆料、尼龙 66 和 TPU 的占比分别为 27%、23%和 19%。

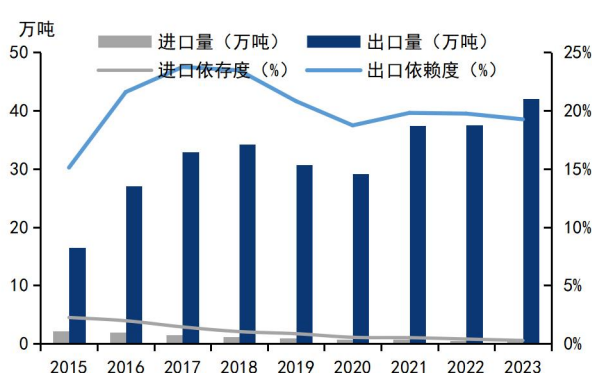
**供需方面，我国己二酸呈现供大于求的态势，2023 年产能利用率为 64%。**据卓创资讯，截至 2023 年底，国内己二酸总产能达 340.6 万吨/年，2018-2023 年复合增长率约为 6%，同时产能利用率有所提高，产量复合增长率达 8%。在传统聚氨酯领域，下游发展较为缓慢，而尼龙 66 和可降解塑料行业尚未大规模发展，2018-2023 年我国己二酸表观消费量的年复合增长率约为 9%。中国是全球最大的己二酸生产国和消费国，出口量大于进口量，2023 年进口量仅为 0.5 万吨。出口方面，2018-2023 年出口依赖度约为 20%左右，出口量复合增长率为 4%。短期内，该行业面临多重压力，包括下游需求未达预期、环境保护政策的加强以及行业内竞争加剧等，2024 年以来己二酸价格中枢有所下降且盈利状态不佳。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，尼龙 66 有望迎来新的增长周期；限塑令的影响下，热塑性生物降解塑料（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2: 我国己二酸产能、产量（万吨）及产能利用率



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图3: 我国己二酸进出口量（万吨）



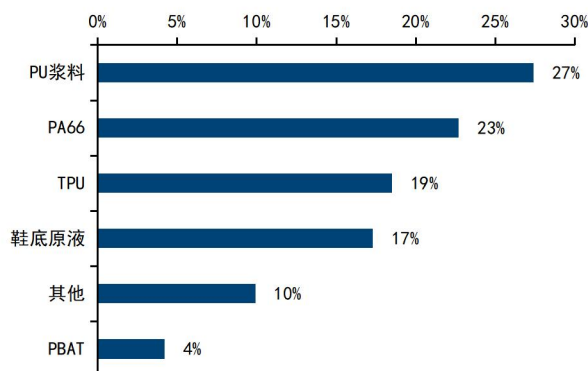
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图4: 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5: 2023 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

### ◆ 尼龙 66

聚己二酰己二胺 (PA66), 又称尼龙 66 或聚酰胺 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、刚性大、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。2023 年尼龙 66 下游产品中工程塑料占比最大, 达 57%, 其次是工业丝占比 29%, 民用丝占比 10%。

供需方面, 我国尼龙 66 整体供过于求, 2023 年产能利用率为 65%。据卓创资讯, 截至 2023 年底, 国内尼龙 66 总产能约为 91.7 万吨/年, 2018-2023 年产能及产量复合增长率均为 12%。2021 年原料端己二腈供应短缺, 国内尼龙 66 投产部分延期, 新增产能较少; 随后 2022 年行业利润改善, 产能逐步释放。2018-2023 年我国尼龙 66 表观消费量复合增长率约为 5%。随着国内产能提升, 我国尼龙 66 进口依存度逐步降低, 2023 年进口依存度为 29%, 出口依存度约为 22%, 2021-2023 年出口量较为稳定。

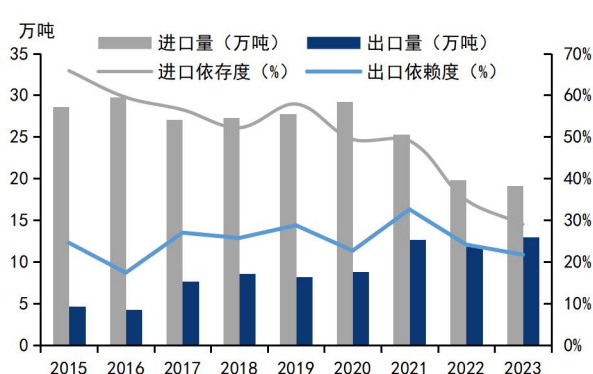
价格方面, 2021 年受原材料供应偏紧及宏观经济恢复下需求提振, 尼龙 66 价格一度涨至 4 万/吨以上。而 2022-2023 年需求增速不及供应增速, 供给过剩局面呈现, 价格震荡下跌。

图6: 我国尼龙 66 产能、产量 (万吨) 及产能利用率



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图7: 我国尼龙 66 进出口量 (万吨)



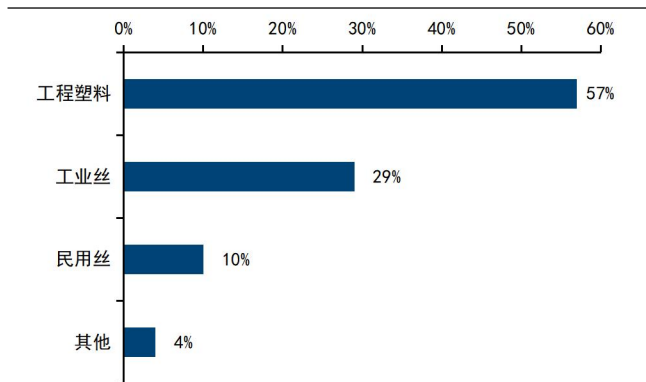
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图8: 尼龙 66 市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 2023 年尼龙 66 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

### ◆ 投资建议

公司成本优势相对稳固, 持续推进新项目建设。然而由于下游需求偏弱, 且公司产品多数面临供给过剩压力, 我们谨慎下调公司 2024-2026 年公司归母净利润预测为 40.0/45.9/49.5 亿元(原值为 44.4/47.5/49.9 亿元, 对应 EPS 为 1.88/2.16/2.33 元, 对应当前股价 PE 为 12.2/10.6/9.8 X, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600989.SH	宝丰能源	优于大市	16.15	121,000.44	0.77	0.89	1.66	21.0	18.1	9.7	2.7
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	12.05	22,731.05	0.43	0.90	1.01	28.0	13.4	11.9	1.3
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.72	14,705.98	0.43	1.03	1.12	31.9	13.3	12.3	1.7
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	22.91	48,580.34	1.68	1.88	2.16	13.6	12.2	10.6	1.5

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 12 月 11 日。

### ◆ 风险提示

项目投产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期; 政策风险等。

### 相关研究报告:

- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 二季度净利同环比提升, 荆州项目进展顺利》 ——2024-08-22
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 一季度营收净利双增, 低成本竞争战略不改》 ——2024-04-25
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 业绩短期承压, 新产能顺利投放》 ——2024-03-31
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 荆州项目一期投产, 看好公司规模扩张》 ——2023-11-11
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 2023Q3 业绩同环比均提升, 荆州项目进展顺利》 ——2023-10-28

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1849	2041	1925	1938	2083	营业收入	30245	27260	33602	38239	39687
应收款项	39	75	92	86	103	营业成本	21491	21576	27133	30801	31789
存货净额	1173	1493	1614	1846	1963	营业税金及附加	217	190	216	262	268
其他流动资产	4114	4313	5141	5701	6089	销售费用	52	60	70	77	83
<b>流动资产合计</b>	<b>8581</b>	<b>7923</b>	<b>8771</b>	<b>9571</b>	<b>10238</b>	管理费用	262	336	391	436	471
固定资产	20617	32142	35526	38966	40551	研发费用	611	578	619	762	788
无形资产及其他	1737	1947	1869	1791	1713	财务费用	59	68	278	304	284
投资性房地产	4070	2040	2040	2040	2040	投资收益	38	8	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(26)	(40)	(34)	(33)	0
<b>资产总计</b>	<b>35005</b>	<b>44051</b>	<b>48206</b>	<b>52369</b>	<b>54543</b>	其他收入	(574)	(570)	(619)	(762)	(788)
短期借款及交易性金融负债	473	482	1745	2170	508	营业利润	7604	4428	4886	5588	6029
应付款项	1624	3807	3327	3777	4383	营业外净收支	(193)	(148)	(108)	(108)	(108)
其他流动负债	1474	1499	1897	2094	2161	<b>利润总额</b>	<b>7411</b>	<b>4281</b>	<b>4778</b>	<b>5481</b>	<b>5921</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3571</b>	<b>5788</b>	<b>6970</b>	<b>8041</b>	<b>7052</b>	所得税费用	1123	658	724	835	903
长期借款及应付债券	3257	7348	7348	7348	7348	少数股东损益	(2)	47	52	60	64
其他长期负债	258	478	633	836	1029	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6289</b>	<b>3576</b>	<b>4002</b>	<b>4586</b>	<b>4953</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3514</b>	<b>7826</b>	<b>7981</b>	<b>8184</b>	<b>8377</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7085</b>	<b>13614</b>	<b>14951</b>	<b>16225</b>	<b>15428</b>	净利润	6289	3576	4002	4586	4953
少数股东权益	998	1547	1583	1620	1658	资产减值准备	(41)	36	26	12	0
股东权益	26923	28891	31673	34524	37456	折旧摊销	1764	1889	3084	3450	3814
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35005</b>	<b>44051</b>	<b>48206</b>	<b>52369</b>	<b>54543</b>	公允价值变动损失	26	40	34	33	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	59	68	278	304	284
每股收益	2.96	1.68	1.88	2.16	2.33	营运资本变动	(2697)	3939	(865)	75	344
每股红利	0.86	0.91	0.57	0.82	0.95	其它	40	(14)	10	25	38
每股净资产	12.68	13.61	14.92	16.26	17.64	<b>经营活动现金流</b>	<b>5380</b>	<b>9464</b>	<b>6291</b>	<b>8182</b>	<b>9150</b>
ROIC	24%	11%	10%	11%	11%	资本开支	0	(13375)	(6451)	(6857)	(5321)
ROE	23%	12%	13%	13%	13%	其它投资现金流	(401)	1406	0	0	0
毛利率	29%	21%	19%	19%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(401)</b>	<b>(11969)</b>	<b>(6451)</b>	<b>(6857)</b>	<b>(5321)</b>
EBIT Margin	25%	17%	15%	15%	16%	权益性融资	3	500	0	0	0
EBITDA Margin	31%	24%	25%	24%	25%	负债净变化	1551	4092	0	0	0
收入增长	14%	-10%	23%	14%	4%	支付股利、利息	(1818)	(1935)	(1220)	(1735)	(2021)
净利润增长率	-13%	-43%	12%	15%	8%	其它融资现金流	(4483)	(2117)	1263	424	(1662)
资产负债率	23%	34%	34%	34%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5014)</b>	<b>2697</b>	<b>43</b>	<b>(1311)</b>	<b>(3683)</b>
股息率	3.7%	4.0%	2.5%	3.6%	4.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(35)</b>	<b>193</b>	<b>(117)</b>	<b>14</b>	<b>145</b>
P/E	7.7	13.6	12.2	10.6	9.8	货币资金的期初余额	1884	1849	2041	1925	1938
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	1849	2041	1925	1938	2083
EV/EBITDA	5.9	9.7	7.7	6.9	6.3	企业自由现金流	0	(3723)	156	1670	4165
						权益自由现金流	0	(1749)	1184	1836	2262

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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