



买入（首次）

所属行业：基础化工/农化制品
当前价格(元)：20.80

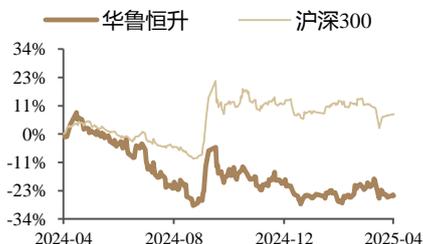
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇
邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.30	3.38	1.17
相对涨幅(%)	-0.04	8.19	1.43

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

华鲁恒升(600426.SH)：以量补价穿越周期，龙头彰显业绩韧性

投资要点

- 事件：**3月28日，公司发布2024年年报。2024年公司营收342.26亿元，同比+25.6%；归母净利润39.03亿元，同比+9.1%；扣非归母净利润38.70亿元，同比+4.5%。Q4营收90.46亿元，同比+14.3%，环比+10.3%；归母净利润8.54亿元，同比+31.6%，环比+3.5%；扣非归母净利润8.11亿元，同比+1.4%，环比-1.4%。
- 荆州产能有序释放，产品产销大幅提升。**得益于荆州基地产能的有序释放，2024年公司产品销量大幅提升，肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品销量同比分别+44.5%、+12.6%、+116.7%、+17.1%。单季度看，三季度德州基地年度检修因素消退，四季度公司开工负荷有所提升，同时荆州基地二期52万吨尿素、德州基地20万吨己二酸等项目投产放量，带动公司产品销量整体向上。2024Q4肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品销量环比分别+46.3%、-0.4%、+14.6%、-2.0%。
- 供需宽松盈利承压，产品景气底部震荡。**2024年化工品终端需求相对疲软，叠加公司部分产品仍处于行业扩能阶段，根据百川盈孚，尿素、DMF、醋酸、辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺产能增速分别约6.2%、5.8%、4.3%、27.6%、46.1%、10.2%、14.8%，供给侧压力仍存。双重不利因素下，公司产品价格价差有所收窄，据我们测算，尿素、DMF、醋酸、辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺2024年价差同比分别-16.4%、-14.3%、-4.5%、-7.9%、-15.0%、-4.3%、-1.3%；2024Q4价差环比分别-22.8%、-10.8%、-13.4%、+4.2%、+51.3%、-42.8%。向后展望，2025年来煤价持续回落，一季度烟煤均价环比-3.9%，成本端改善下，公司盈利能力有望迎来修复。
- 盈利能力略有下滑，降本控费成效显著。**盈利能力方面，受化工行业景气低迷、产品价格价差走弱影响，公司毛利率和净利率水平有所下滑，2024年分别为18.7%和12.2%，同比-2.1pct和-1.1pct。期间费用方面，公司持续深入降本控费，2024年实现期间费用率3.8%，同比-0.01pct；其中管理费用率、销售费用率、研发费用率、财务费用率分别为1.0%、0.3%、1.9%、0.6%，同比分别-0.25pct、+0.04pct、-0.2pct、+0.4pct。
- 双基地协同齐头并进，中长期发展动能充足。**2024年公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙66高端新材料项目己二酸装置相继投产，实现公司产品扩能增产。酰胺原料优化升级项目、20万吨/年二元酸项目、BDO和NMP一体化项目及其它技改在建项目如期推进，为公司后继发展提供新动能。
- 盈利预测：**公司作为国内煤化工领军企业，成本优势显著，伴随在建项目投产，业绩有望持续向上，看好公司长期发展。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为41.92、45.66、51.43亿元，同比+7.4%、+8.9%、+12.6%，对应EPS分别为1.97、2.15、2.42元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原料价格大幅波动；下游需求不及预期；产能投放进度不及预期；行业竞争加剧；安全生产风险等。

股票数据

总股本(百万股):	2,123.22
流通 A 股(百万股):	2,119.18
52 周内股价区间(元):	19.70-30.14
总市值(百万元):	44,162.98
总资产(百万元):	46,657.91
每股净资产(元):	14.61

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	37,636	39,757	40,574
(+/-)YOY(%)	-9.9%	25.6%	10.0%	5.6%	2.1%
净利润(百万元)	3,576	3,903	4,192	4,566	5,143
(+/-)YOY(%)	-43.1%	9.1%	7.4%	8.9%	12.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.68	1.84	1.97	2.15	2.42
毛利率(%)	20.9%	18.7%	18.1%	18.1%	19.8%
净资产收益率(%)	12.4%	12.6%	12.4%	12.4%	12.7%

资料来源:公司年报(2023-2024),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 低成本煤化领军者，股权架构保持稳定.....	5
2. 荆州基地投产达效，以量补价穿越周期.....	6
3. 持续筑牢低成本优势，中长期发展动能充足.....	12
4. 盈利预测.....	15
5. 风险提示.....	17

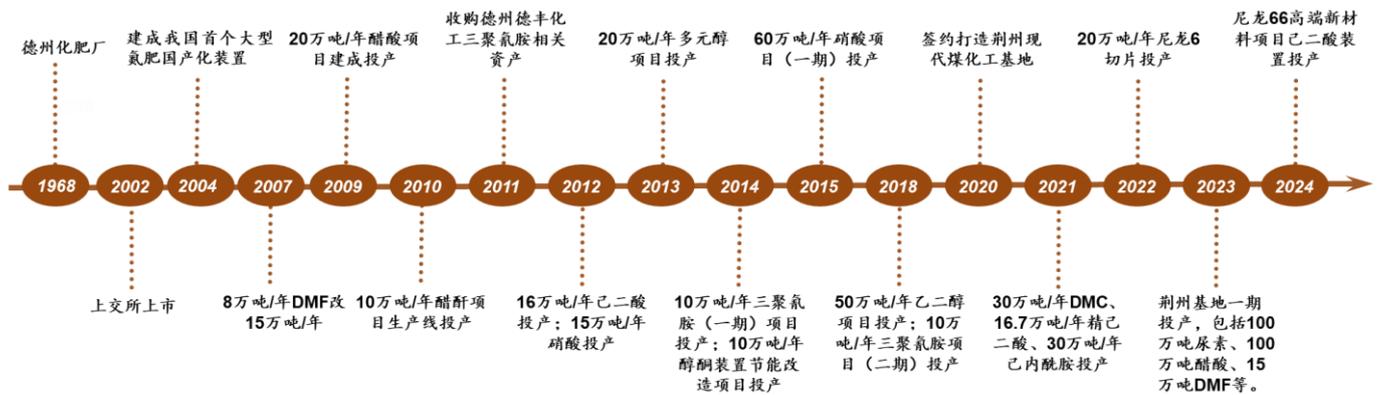
图表目录

图 1: 公司是国内领先的多业联产煤化工龙头企业	5
图 2: 公司股权架构稳定, 山东国资委实控 (截止 2024 年底)	6
图 3: 2024 年公司主要产品价格价差有所收窄	8
图 4: 2024Q4 公司部分产品景气略有回暖, 但整体仍处底部震荡	9
图 5: 2024 年公司主要化工品仍处于行业扩能阶段	9
图 6: 2024 年公司营业收入同比+25.6%	10
图 7: 2024 年公司归母净利润同比+9.1%	10
图 8: 2024Q4 公司营业收入环比+10.3%	10
图 9: 2024Q4 公司归母净利润环比+3.5%	10
图 10: 公司分业务营业收入 (亿元)	11
图 11: 公司分业务毛利润 (亿元)	11
图 12: 公司分业务毛利率情况	11
图 13: 公司毛利率和净利率略有下滑	12
图 14: 公司持续深入降本控费	12
图 15: 2025 年以来煤价持续回落	12
图 16: 公司构建多产业链协同运营模式	13
图 17: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 4 月 23 日)	16
表 1: 公司分年度主要产品产销量情况	6
表 2: 公司分季度主要产品产销量情况	7
表 3: 公司双基地协同发展, 在建项目众多 (截至 2025 年 2 月)	13
表 4: 公司长期注重股东回报	14
表 5: 公司主营业务拆分及盈利预测	15

1. 低成本煤化领军者，股权架构保持稳定

一头多线柔性联产，低成本煤化领军者。公司前身是成立于 1968 年的德州化肥厂，2002 年于上海证券交易所挂牌上市。公司以煤化工为核心，打造一头多线柔性联产生产体系，2004 年建成我国首个大型氮肥国产化装置，投产尿素产能 30 万吨/年；2007 年扩建 8 万吨/年 DMF 生产线流程打通，DMF 总产能达 23 万吨/年，成为彼时全球最大的 DMF 生产商。2009-2020 年，公司先后扩张醋酸、醋酐、己二酸、多元醇、三聚氰胺等产品产能，持续丰富产品结构。2020 年 11 月，公司签约打造荆州现代煤化工基地，2023 年底荆州一期建成投产，公司双基地协同齐头并进，助力公司长期发展。

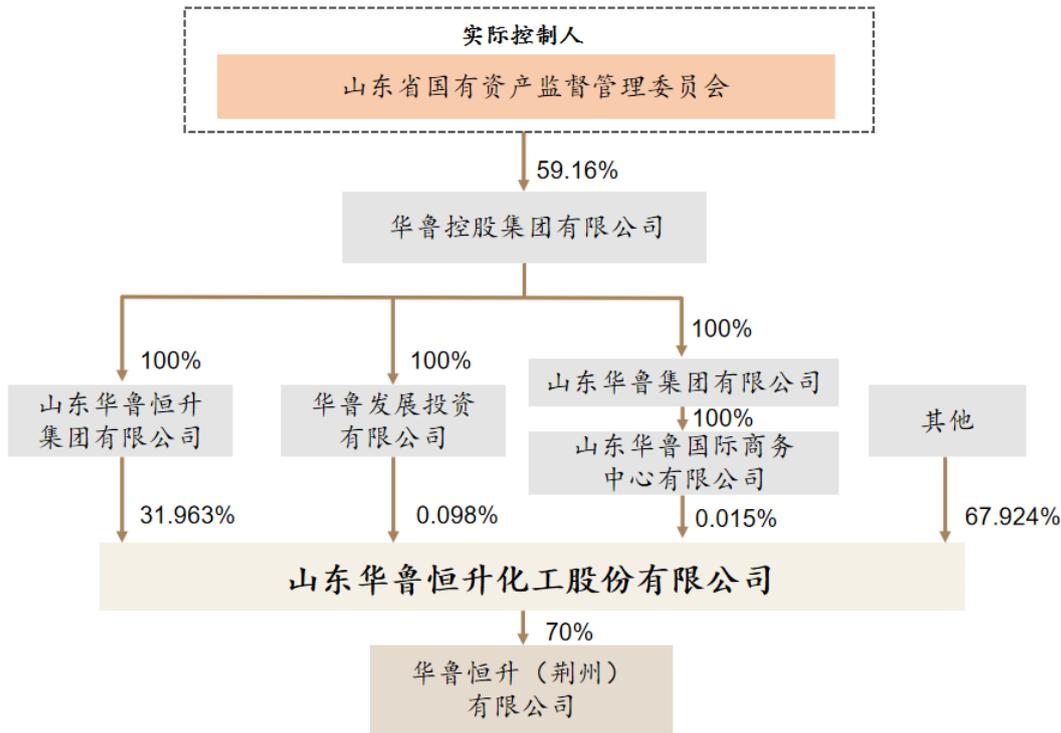
图 1：公司是国内领先的多业联产煤化工龙头企业



资料来源：公司官网、公司各项目投产等公告、大众网、德邦研究所

山东国资委为实控人，股权架构稳定。公司控股股东为山东华鲁恒升集团有限公司，截至 2024 年底，持股比例为 31.96%；实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。

图 2：公司股权架构稳定，山东国资委实控（截止 2024 年底）



资料来源：同花顺、公司 2024 年年报、德邦研究所

2. 荆州基地投产达效，以量补价穿越周期

荆州基地产能释放，产品产销大幅提升。得益于荆州基地产能的有序释放，2024 年公司主要产品产销量显著上涨，肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品产量分别为 483、57、149、431 万吨，同比+35.5%、+9.6%、+97.3%、+9.3%；销量分别为 471、59、155、255 万吨，同比+44.5%、+12.6%、+116.7%、+17.1%。

单季度看，2024Q4 肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品产量分别为 146、12、39、113 万吨，环比+33.22%、-13.28%、+13.99%、+9.31%；销量分别为 151、15、43、65 万吨，环比+46.3%、-0.4%、+14.6%、-2.0%。三季度德州基地完成年度检修，四季度公司开工负荷有所提升，公司产销环比整体向上，其中肥料和醋酸及衍生品环比高增，主要系荆州二期 52 万吨尿素、德州基地 20 万吨己二酸等项目投产放量所致。

表 1：公司分年度主要产品产销量情况

	指标/单位	2021	2022	2023	2024
肥料	产量 (万吨)	262.78	309.88	356.65	483.2
	同比		17.9%	15.1%	35.5%
	销量 (万吨)	231.99	283.73	325.97	471.15
	同比		22.3%	14.9%	44.5%
有机胺	产量 (万吨)	56.64	44.71	52.36	57.41
	同比		-21.1%	17.1%	9.6%
	销量 (万吨)	57.26	47.94	52.16	58.74

	同比		-16.3%	8.8%	12.6%
醋酸及衍生品	产量 (万吨)	59.78	58.64	75.53	149.04
	同比		-1.9%	28.8%	97.3%
	销量 (万吨)	58.68	57.6	71.54	155.04
	同比		-1.8%	24.2%	116.7%
新能源新材料相关产品	产量 (万吨)	209.68	304.31	394.82	431.35
	同比		45.1%	29.7%	9.3%
	销量 (万吨)	139.34	181.29	217.91	255.22
	同比		30.1%	20.2%	17.1%

资料来源: Wind、公司历年主要经营数据公告、公司各项目投产等公告、德邦研究所

表 2: 公司分季度主要产品产销量情况

主营产品	指标/单位	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
肥料	产量 (万吨)	79.54	84.67	85.19	107.25	113.20	114.74	109.45	145.81
	同比	12.2%	8.1%	5.3%	34.6%	42.3%	35.5%	28.5%	36.0%
	环比	-0.2%	6.4%	0.6%	25.9%	5.5%	1.4%	-4.6%	33.2%
	销量 (万吨)	74.33	76.54	76.44	98.66	106.28	110.22	103.40	151.25
	同比	18.6%	7.6%	5.3%	27.6%	43.0%	44.0%	35.3%	53.3%
	环比	-3.8%	3.0%	-0.1%	29.1%	7.7%	3.7%	-6.2%	46.3%
有机胺	产量 (万吨)	12.34	12.39	12.17	15.46	15.94	14.90	14.23	12.34
	同比	-8.0%	6.4%	28.6%	51.7%	29.2%	20.3%	16.9%	-20.2%
	环比	21.1%	0.4%	-1.8%	27.0%	3.1%	-6.5%	-4.5%	-13.3%
	销量 (万吨)	12.08	12.56	13.38	14.14	13.65	14.63	15.26	15.20
	同比	-6.7%	-2.0%	26.2%	22.1%	13.0%	16.5%	14.1%	7.5%
	环比	4.3%	4.0%	6.5%	5.7%	-3.5%	7.2%	4.3%	-0.4%
醋酸及衍生品	产量 (万吨)	15.7	15.4	15.0	29.5	37.4	37.8	34.5	39.4
	同比	15.3%	-0.6%	-1.3%	105.2%	137.6%	145.3%	131.0%	33.7%
	环比	9.6%	-2.1%	-2.9%	97.0%	26.9%	1.0%	-8.6%	14.0%
	销量 (万吨)	15.02	15.40	14.87	26.25	36.64	38.81	37.08	42.51
	同比	13.4%	-0.3%	-1.6%	90.2%	143.9%	152.0%	149.4%	61.9%
	环比	8.8%	2.5%	-3.4%	76.5%	39.6%	5.9%	-4.5%	14.6%
新能源新材料相关产品	产量 (万吨)	83.83	97.23	107.41	106.35	101.76	112.41	103.76	113.42
	同比	10.8%	28.2%	42.2%	37.7%	21.4%	15.6%	-3.4%	6.6%
	环比	8.5%	16.0%	10.5%	-1.0%	-4.3%	10.5%	-7.7%	9.3%
	销量 (万吨)	43.59	52.58	63.79	57.95	54.11	69.44	66.50	65.17
	同比	5.1%	9.1%	47.7%	19.7%	24.1%	32.1%	4.2%	12.5%
	环比	-10.0%	20.6%	21.3%	-9.2%	-6.6%	28.3%	-4.2%	-2.0%

资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

供需宽松盈利承压，产品景气底部震荡。2024 年公司原材料烟煤、纯苯、丙烯均价分别为 835、8274、6893 元/吨，同比-4.2%、+14.4%、-1.0%。煤价虽有下行，但整体仍处偏高水平，公司成本端有所承压。产品方面，终端需求整体疲软，同时部分产品继续扩能，根据百川盈孚，2024 年尿素、DMF、醋酸、辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺分别新增产能 446、10、50、81、111、38、96 万吨，产能增速约 6.2%、5.8%、4.3%、27.6%、46.1%、10.2%、14.8%，供给端压力仍存。双重不利因素影响下，产品价格价差有所收窄，2024 年尿素、DMF、醋酸、

辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺市场均价分别为 2084、4834、3091、9866、4028、9131、12475 元/吨，同比-16.4%、-14.3%、-4.5%、-7.9%、-15.0%、-4.3%、-1.3%；价差分别为 1249、552、2632、4351、2716、1237、810 元/吨，同比-23.0%、-56.4%、-4.5%、-15.4%、-19.4%、-43.5%、-43.2%。

单季度看，2024Q4 公司原材料烟煤、纯苯、丙烯均价分别为 840、7455、6901 元/吨，环比+1.1%、-12.6%、-0.4%。四季度煤价中枢环比略有上移，叠加处于需求淡季，产品景气整体底部震荡。2024Q4 尿素、DMF、醋酸、辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺价格分别为 1788、4700、2846、8836、4200、8247、10936 元/吨，环比-13.1%、持平、-11.3%、+1.2%、+3.2%、-6.5%、-12.2%；价差分别为 948、516、2384、3316、2881、1137、234 元/吨，环比-22.8%、-10.8%、-13.4%、+4.2%、+51.3%、-42.8%。

图 3：2024 年公司主要产品价格价差有所收窄

		2021	2022	2023	2024	2024 同比
原材料价格 (元/吨)	烟煤	765	945	871	835	-4.2%
	纯苯	7094	8032	7232	8274	14.4%
	丙烯	7885	7762	6961	6893	-1.0%
产品价格 (元/吨)	液氨	4051	4171	3475	2890	-16.8%
	甲醇	2732	2789	2487	2605	4.8%
	尿素	2450	2726	2493	2084	-16.4%
	三聚氰胺	15662	8895	7211	6357	-11.8%
	DMF	13206	12255	5640	4834	-14.3%
	醋酸	6499	4028	3236	3091	-4.5%
	醋酐	10450	6767	5459	5154	-5.6%
	乙二醇	5242	4573	4087	4592	12.3%
	辛醇	14162	10755	10713	9866	-7.9%
	DMC	8900	6748	4738	4028	-15.0%
	DMC (电池级)	14441	8455	5344	4845	-9.3%
	己二酸	10768	11321	9543	9131	-4.3%
	环己酮	10630	10630	9263	9742	5.2%
	己内酰胺	13863	13180	12633	12475	-1.3%
	草酸	4682	5373	4245	3569	-15.9%
	产品价差 (元/吨)	液氨	2902	2754	2168	1638
甲醇		1584	1372	1180	1353	14.7%
尿素		1685	1781	1622	1249	-23.0%
三聚氰胺		7706	716	-268	104	-138.9%
DMF		8307	7240	1266	552	-56.4%
醋酸		6078	3508	2757	2632	-4.5%
醋酐		2326	1732	1414	1290	-8.8%
乙二醇		3252	2117	1822	2422	32.9%
辛醇		7854	4545	5144	4351	-15.4%
DMC		7697	5263	3369	2716	-19.4%
己二酸		3247	3398	2188	1237	-43.5%
环己酮		2598	2598	2031	1467	-27.7%
己内酰胺		1645	-175	1426	810	-43.2%
草酸		5674	6172	4919	4377	-11.0%

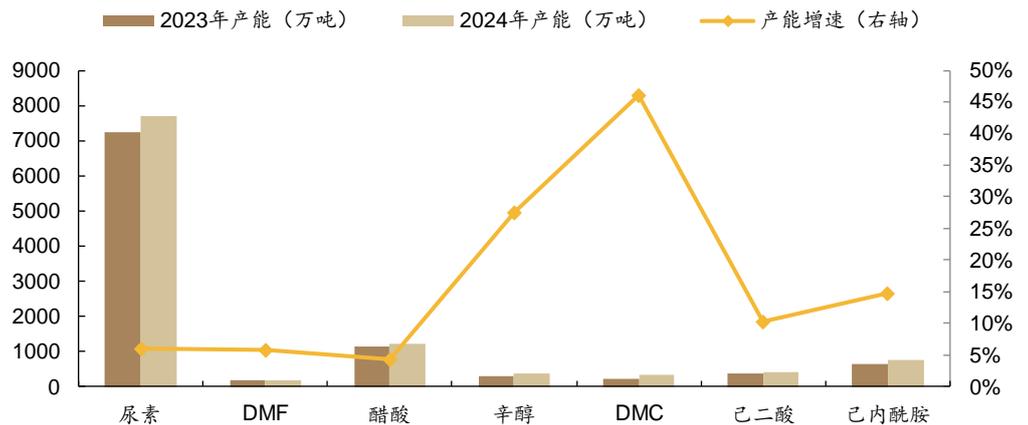
资料来源：Wind、百川盈孚、德邦研究所

图 4：2024Q4 公司部分产品景气略有回暖，但整体仍处底部震荡

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4同比	24Q4环比
原材料价格 (元/吨)	烟煤	935	863	831	860	845	824	831	840	-2.4%	1.1%
	纯苯	7010	6790	7605	7507	8163	8958	8528	7455	-0.7%	-12.6%
	丙烯	7375	6660	6807	7023	6854	6892	6926	6901	-1.7%	-0.4%
产品价格 (元/吨)	液氨	4076	2795	3202	3852	3006	3046	2775	2736	-29.0%	-1.4%
	甲醇	2708	2340	2419	2490	2646	2689	2510	2575	3.4%	2.6%
	尿素	2744	2312	2490	2437	2225	2269	2059	1788	-26.6%	-13.1%
	三聚氰胺	7720	6436	7367	7340	6947	6380	6257	5849	-20.3%	-6.5%
	DMF	6118	5430	5661	5375	5055	4885	4700	4700	-12.6%	0.0%
	醋酸	3021	2954	3610	3345	3085	3226	3209	2846	-14.9%	-11.3%
	醋酐	5082	5096	5740	5894	5402	5328	5208	4684	-20.5%	-10.1%
	乙二醇	4153	4046	4051	4101	4575	4462	4627	4702	14.7%	1.6%
	辛醇	9832	9493	11361	12106	12141	9779	8730	8836	-27.0%	1.2%
	DMC	5200	5136	4575	4072	3800	4040	4068	4200	3.2%	3.2%
	DMC (电池级)	5821	5480	5246	4855	4602	4784	4788	5204	7.2%	8.7%
	己二酸	10160	9499	9435	9112	9780	9691	8820	8247	-9.5%	-6.5%
	环己酮	9370	8987	9230	9466	9895	10022	10055	8999	-4.9%	-10.5%
	己内酰胺	12372	12357	12823	12964	13459	13062	12460	10936	-15.6%	-12.2%
	产品价格差 (元/吨)	草酸	5209	4252	3865	3705	3502	3728	3598	3448	-6.9%
液氨		2674	1501	1956	2562	1739	1811	1529	1477	-42.4%	-3.4%
甲醇		1306	1046	1173	1200	1378	1454	1264	1316	9.6%	4.0%
尿素		1810	1449	1659	1578	1380	1445	1228	948	-39.9%	-22.8%
三聚氰胺		-513	-499	-103	28	273	-427	81	485	1664.0%	495.3%
DMF		1238	1503	1477	846	677	439	578	516	-39.1%	-10.8%
醋酸		2507	2480	3153	2872	2620	2774	2753	2384	-17.0%	-13.4%
醋酐		1307	1404	1227	1712	1545	1295	1196	1127	-34.2%	-5.8%
乙二醇		1724	1802	1891	1865	2377	2321	2468	2519	35.0%	2.1%
辛醇		3932	4165	5916	6488	6658	4266	3189	3316	-48.9%	4.0%
DMC		3732	3780	3269	2721	2472	2746	2764	2881	5.9%	4.2%
己二酸		2773	2567	2049	1397	1917	1149	751	1137	-18.7%	51.3%
环己酮		2360	2198	1626	1959	1732	1064	1527	1544	-21.2%	1.1%
己内酰胺		1086	2437	953	1220	2040	570	409	234	-80.8%	-42.8%
草酸		5961	4830	4543	4397	4327	4613	4342	4228	-3.8%	-2.6%

资料来源：Wind、百川盈孚、德邦研究所

图 5：2024 年公司主要化工品仍处于行业扩能阶段

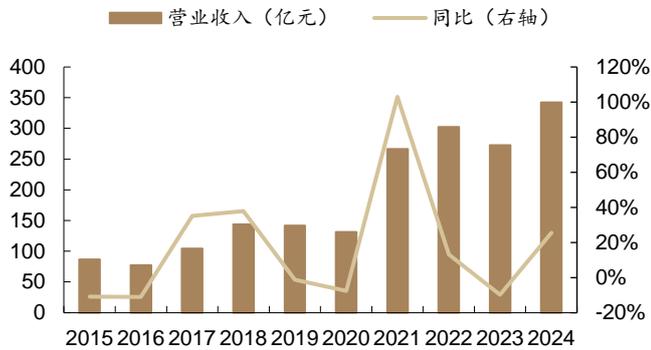


资料来源：百川盈孚、德邦研究所

以量补价穿越周期，龙头彰显业绩韧性。2024 年受产能过剩、需求偏弱、同质竞争加剧等因素影响，化工行业景气低迷，多数产品价格下行、底部震荡。在不利的行业环境下，公司依托荆州基地产能逐步投产达效，以量补价穿越周期，保

持运营稳中有进的良好势头，彰显业绩韧性。2024 年公司实现营业收入 342.26 亿元，同比+25.6%；归母净利润 39.03 亿元，同比+9.1%。其中 Q4 单季实现营业收入 90.46 亿元，环比+10.3%；归母净利润 8.54 亿元，环比+3.5%。

图 6：2024 年公司营业收入同比+25.6%



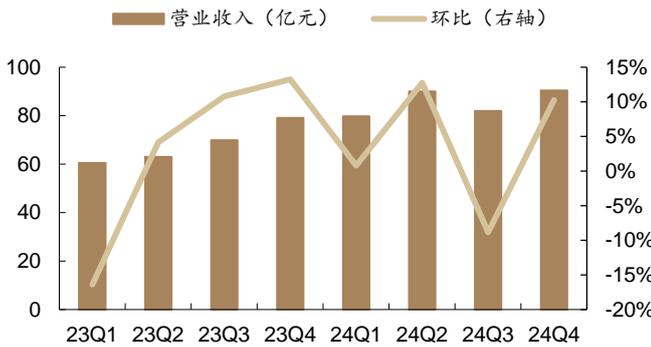
资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 7：2024 年公司归母净利润同比+9.1%



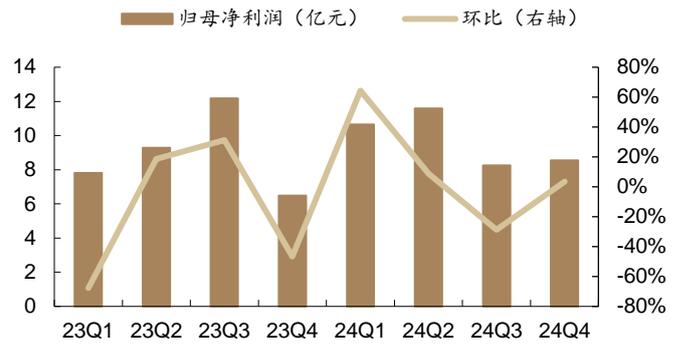
资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 8：2024Q4 公司营业收入环比+10.3%



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

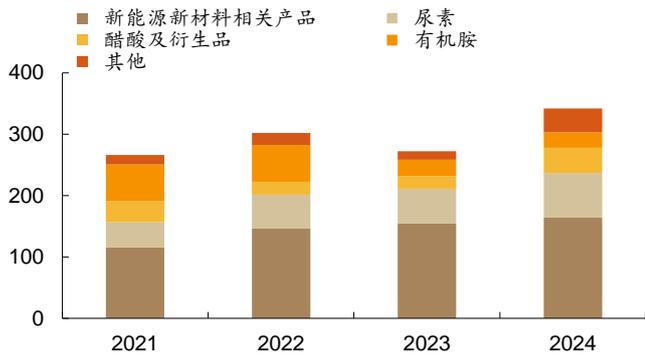
图 9：2024Q4 公司归母净利润环比+3.5%



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

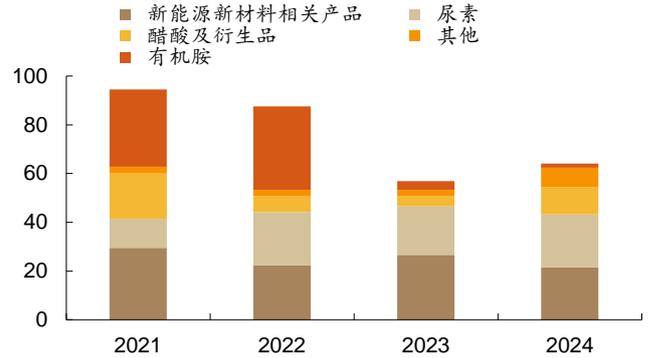
醋酸及衍生品毛利率同比提升，其余三大板块毛利率同比下滑。具体分业务看，2024 年肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品分别实现营业收入 72.97、25.11、40.70、164.33 亿元，同比+28.6%、-6.1%、+98.3%、+6.2%；分别实现毛利 21.82、1.64、11.24、21.47 亿元，同比+9.6%、-52.3%、+161.5%、-19.5%；分别实现毛利率 29.9%、6.5%、27.6%、13.1%，同比-5.2pct、-6.3pct、+6.7pct、-4.2pct。

图 10: 公司分业务营业收入 (亿元)



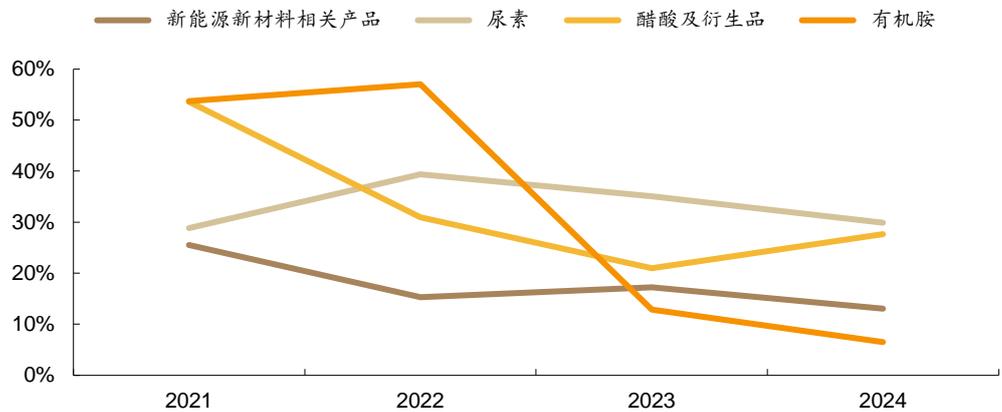
资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

图 11: 公司分业务毛利润 (亿元)



资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

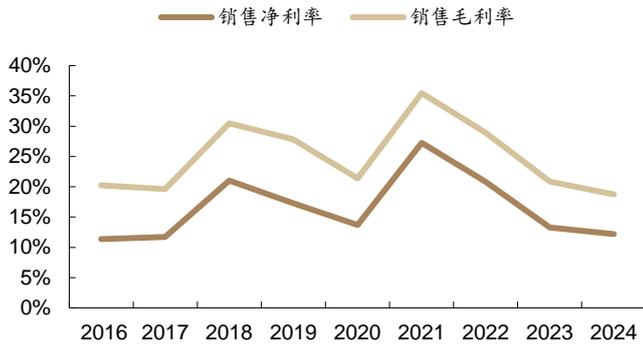
图 12: 公司分业务毛利率情况



资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

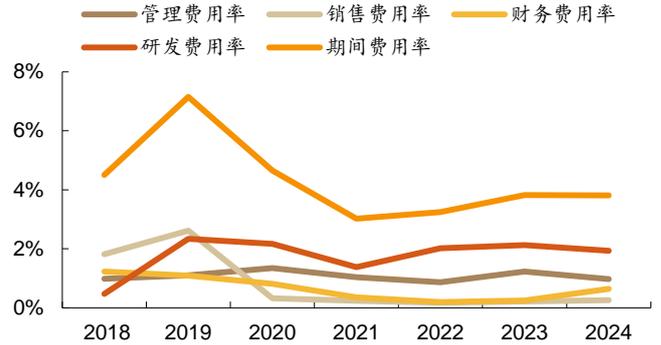
盈利能力略有下滑, 降本控费成效显著。 盈利能力方面, 受化工行业景气低迷、产品价格价差走弱影响, 公司毛利率和净利率水平有所下滑, 2024 年分别为 18.7% 和 12.2%, 同比-2.1pct 和-1.1pct。期间费用方面, 公司持续深入降本控费, 2024 年实现期间费用率 3.8%, 同比-0.01pct; 其中管理费用率、销售费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.0%、0.3%、1.9%、0.6%, 同比分别-0.25pct、+0.04pct、-0.2pct、+0.4pct。

图 13: 公司毛利率和净利率略有下滑



资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

图 14: 公司持续深入降本控费

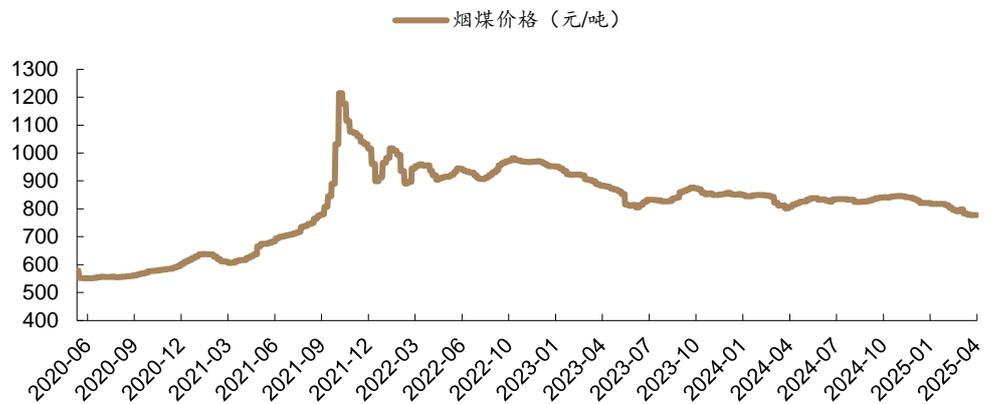


资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

3. 持续筑牢低成本优势，中长期发展动能充足

煤价下行成本改善，盈利能力有望修复。进入 2025 年，国内煤价持续回落，烟煤一季度均价为 807 元/吨，环比-3.9%，成本端改善下，公司盈利能力有望逐步修复。

图 15: 2025 年以来煤价持续回落

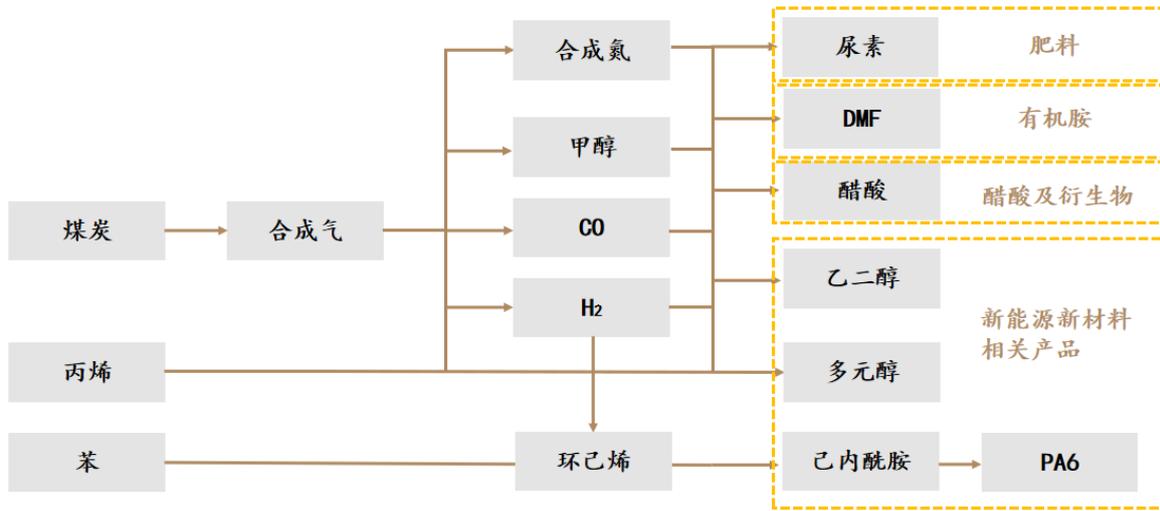


资料来源: Wind、德邦研究所

深度挖潜降耗增效，巩固低成本核心优势。长期以来，公司重视先进技术引进、吸收及研发提升，实施项目全过程监控，打造高效精品工程，源头降低投资成本；以煤气化平台为基础，构筑一体化调控中枢；构建多产业链协同运营模式；深挖装置与系统潜力，持续节能降耗，提高资源综合利用率；统筹公用工程，强化精益管理，坚持降本控费，推动德州本部和荆州恒升“一体两翼”“双航母”发展。根据华鲁恒升气化平台升级改造项目一次公参公告内容，公司拟采用先进的大型水煤浆气化技术，新建 4 台多喷嘴水煤浆加压气化炉（三开一备，替代公司现有 9 台单喷嘴气化炉）及配套设施；采用先进的耐硫变换、低温甲醇洗脱硫脱碳工艺技术，新建变换、净化等生产装置，公用工程、辅助设施和安全环保设施相应配套。替代现有大氮肥区域的气化装置、一期变换和净化装置及硫回收装置，替代

醋酸装置节能新工艺项目的气化装置。装置建成投产后，年产合成有效气 50 亿 Nm³，硫磺产品 3.8 万吨，公司有望在周期底部进一步筑牢低成本护城河。

图 16：公司构建多产业链协同运营模式



资料来源：公司 2024 年年报、公司合成气综合利用项目环境影响报告书、金融界、四川蜀泰化工、现代煤化工、德邦研究所

双基地协同并进，保障公司长期发展。2024 年公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置相继投产，实现公司产品扩能增产。酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目及其它技改在建项目如期推进，为公司后继发展提供新动能。

表 3：公司双基地协同发展，在建项目众多（截至 2025 年 2 月）

基地	产品	现有产能 (万吨/年)	在建产能(万吨/年)	备注
德州基地	尿素	160		
	硫酸铵	60		
	醋酸	60		
	醋酐	5		
	DMF	33		
	甲胺	40		
	碳酸二甲酯	60		
	碳酸甲乙酯	30		
	甲醇	170		
	氨气	5.1		
	环己烷	8		
	异丁醛	2		
	环己酮	56		
	双氧水	40		
	合成氨	180		
	辛醇	20		

	己内酰胺	30	
	PA6	20	
	二元酸	20	二元酸项目
	饱和脂环醇	20	酰胺原料优化升级项目于 2025 年 2 月投产
	己二酸	53	尼龙 66 高端新材料项目，其中 20 万吨己二酸已于 2024 年 12 月投产
	己二胺	4.2	
	PA66	8	
	乙二醇	50	
	草酸	50	
荆州基地	尿素	100	
	醋酸	100	一期项目已于 2023 年 11 月投产
	DMF	15	
	甲胺	15	
	尿素	52	二期项目 52 万吨尿素已于 2024 年 11 月投产
	NMP	16	
	BDO	20	
	TDI	30	2024 年 12 月获湖北发改委备案

资料来源：华鲁恒升关于尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置投产等公司公告、百川盈孚、化工新材料公众号、现代煤化工公众号、安装五信息速递公众号、慧聪化工网、德邦研究所

分红政策保持稳健，长期重视股东回报。公司坚持稳健的分红政策，持续回馈股东，2024 年内公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元（含半年度利润分配与年度利润分配），合计现金分红总额 12.74 亿元，占本年度归母净利润的 32.6%。

表 4：公司长期注重股东回报

	2022	2023	2024
每 10 股派发现金红利（元）	8	6	6
合计现金分红总额（亿元）	16.99	12.74	12.74
当年度归母净利润（亿元）	62.89	35.76	39.03
现金分红占归母净利润比例	27.0%	35.6%	32.6%

资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

4. 盈利预测

假设：

1) 肥料业务：荆州二期 52 万吨尿素于 2024 年 11 月投产，我们预计在 2025 年内逐步达产达效，贡献增量。2025 年来尿素价格中枢有所下移，但考虑到成本端煤价也呈现回落态势，且公司作为煤化工龙头企业，拥有成熟的生产工艺和显著的成本优势，预计保持较高的盈利能力。我们预计 2025-2027 年公司肥料业务营业收入分别为 77.34、78.06、78.84 亿元，同比+6.0%、+0.9%、+1.0%，毛利率分别为 29.3%、28.2%、29.3%。

2) 有机胺业务：DMF 产品景气磨底，我们预计 2025-2027 年公司有机胺业务营业收入分别为 26.27、26.96、28.20 亿元，同比+4.6%、+2.6%、+4.6%，毛利率分别为 6.4%、5.8%、7.1%。

3) 醋酸及衍生品业务：根据卓创资讯，2025 年国内多套醋酸装置存在投产可能，其下游也有部分新建产能有望投产，但或较难完全消化供应增量，进而对产品价格形成抑制。成本端煤价或下行，且公司成本优势显著，预计盈利水平保持稳定。我们预计 2025-2027 年公司醋酸及衍生品业务营业收入分别为 42.65、44.53、45.44 亿元，同比+4.8%、+4.4%、+2.0%，毛利率分别为 26.2%、25.4%、25.2%。

4) 新能源新材料相关产品业务：包括己内酰胺、尼龙 6、己二酸、异辛醇、碳酸二甲酯、碳酸甲乙酯在内的众多产品。德州尼龙 66 高端新材料项目 20 万吨己二酸于 2024 年 12 月投产；根据百川盈孚，荆州二期 20 万吨 BDO 预计年内投产贡献增量。此外，伴随公司产业链一体化和精细化程度的持续提升，新能源新材料业务盈利能力有望持续提升。我们预计 2025-2027 年公司新能源新材料业务营业收入分别为 190.94、208.86、214.11 亿元，同比+16.2%、+9.4%、+2.5%，毛利率分别为 12.9%、14.0%、16.8%。

5) 其他业务：占比相对较小。假设 2025-2027 年公司其他业务收入及毛利水平与 2024 年保持一致。

表 5：公司主营业务拆分及盈利预测

业务板块	指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
肥料	收入 (亿元)	41.41	55.18	56.76	72.97	77.34	78.06	78.84
	YoY		33.3%	2.9%	28.6%	6.0%	0.9%	1.0%
	成本 (亿元)	29.46	33.46	36.86	51.15	54.72	56.04	55.74
	毛利 (亿元)	11.95	21.72	19.91	21.82	22.63	22.02	23.10
	毛利率	28.9%	39.4%	35.1%	29.9%	29.3%	28.2%	29.3%
有机胺	收入 (亿元)	59.18	59.95	26.75	25.11	26.27	26.96	28.20
	YoY		1.3%	-55.4%	-6.1%	4.6%	2.6%	4.6%
	成本 (亿元)	27.38	25.78	23.31	23.47	24.59	25.40	26.19

	毛利 (亿元)	31.80	34.17	3.44	1.64	1.68	1.57	2.00
	毛利率	53.7%	57.0%	12.9%	6.5%	6.4%	5.8%	7.1%
	收入 (亿元)	34.63	21.06	20.52	40.70	42.65	44.53	45.44
	YoY		-39.2%	-2.6%	98.3%	4.8%	4.4%	2.0%
醋酸及衍生品	成本 (亿元)	16.08	14.54	16.22	29.46	31.47	33.24	33.97
	毛利 (亿元)	18.55	6.52	4.30	11.24	11.18	11.29	11.47
	毛利率	53.6%	31.0%	20.9%	27.6%	26.2%	25.4%	25.2%
	收入 (亿元)	115.56	146.53	154.76	164.33	190.94	208.86	214.11
	YoY		26.8%	5.6%	6.2%	16.2%	9.4%	2.5%
新能源新材料相关产品	成本 (亿元)	86.03	124.10	128.08	142.86	166.33	179.66	178.24
	毛利 (亿元)	29.53	22.43	26.68	21.47	24.60	29.20	35.87
	毛利率	25.6%	15.3%	17.2%	13.1%	12.9%	14.0%	16.8%
	收入 (亿元)	15.59	19.72	13.81	39.15	39.15	39.15	39.15
	YoY		26.5%	-30.0%	183.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	成本 (亿元)	12.88	17.02	11.30	31.27	31.27	31.27	31.27
	毛利 (亿元)	2.70	2.70	2.52	7.88	7.88	7.88	7.88
	毛利率	17.4%	13.7%	18.2%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
	收入 (亿元)	266.36	302.45	272.60	342.26	376.36	397.57	405.74
	YoY		13.6%	-9.9%	25.6%	10.0%	5.6%	2.1%
合计	成本 (亿元)	171.82	214.91	215.76	278.21	308.38	325.60	325.41
	毛利 (亿元)	94.53	87.54	56.84	64.05	67.98	71.96	80.33
	毛利率	35.5%	28.9%	20.9%	18.7%	18.1%	18.1%	19.8%

资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所测算

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 41.92、45.66、51.43 亿元，同比+7.4%、+8.9%、+12.6%，对应 EPS 分别为 1.97、2.15、2.42 元。我们选取万华化学、宝丰能源、鲁西化工作为可比公司，以 2025/4/23 收盘价计算，2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 9.72、8.30、7.66 倍，公司 PE 分别为 10.54、9.67、8.59 倍，整体估值较可比公司相近。考虑到公司作为国内煤化工领军企业，成本优势显著，伴随在建项目投产，业绩有望持续向上，看好公司长期发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 17: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 4 月 23 日)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E	
600309.SH	万华化学	1,728.43	130.33	156.16	186.64	190.58	17.19	11.07	9.26	9.07	1.76
600989.SH	宝丰能源	1,173.34	63.38	143.05	169.72	187.54	19.49	8.20	6.91	6.26	2.58
000830.SZ	鲁西化工	217.38	19.25	22.00	24.87		11.60	9.88	8.74		1.19
	平均						16.09	9.72	8.30	7.66	1.84
600426.SH	华鲁恒升	441.63	39.03	41.92	45.66	51.43	11.76	10.54	9.67	8.59	1.42

资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所 (注: 万华化学、鲁西化工盈利预测取自 Wind 一致预期, 宝丰能源及华鲁恒升为德邦预测; 除鲁西化工 2024 年归母净利润为 Wind 一致预期值外, 万华化学、宝丰能源、华鲁恒升均为实际值)

5. 风险提示

原料价格大幅波动。公司以煤为核心原料，若煤价出现大幅波动，将对公司经营的稳定性和毛利水平产生影响。

下游需求不及预期。公司主要产品包括尿素、醋酸、DMF等，终端需求涵盖农业、纺织、地产等领域，若下游需求表现不及预期，或导致产品价格下滑，进而压缩盈利空间。

产能投放进度不及预期。荆州二期等项目在建中，若项目建设进度不及预期，将对公司业绩产生影响。

行业竞争加剧。公司部分主营产品仍处于行业扩能阶段，若新增产能持续释放，或导致行业竞争加剧，进而导致产品景气度下滑。

安全生产风险。公司煤气化等生产环节存在一定的危险性，若发生安全事故，或对公司经营产生影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	1.84	1.97	2.15	2.42
每股净资产	14.61	15.95	17.40	19.03
每股经营现金流	2.34	3.41	3.73	4.13
每股股利	0.60	0.64	0.70	0.79
价值评估(倍)				
P/E	11.74	10.54	9.67	8.59
P/B	1.48	1.30	1.20	1.09
P/S	1.34	1.17	1.11	1.09
EV/EBITDA	6.68	6.25	5.75	5.09
股息率%	2.8%	3.1%	3.4%	3.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.7%	18.1%	18.1%	19.8%
净利润率	12.2%	11.5%	11.8%	13.1%
净资产收益率	12.6%	12.4%	12.4%	12.7%
资产回报率	8.4%	8.3%	8.4%	8.8%
投资回报率	10.4%	9.9%	10.0%	10.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	25.6%	10.0%	5.6%	2.1%
EBIT 增长率	17.0%	2.9%	7.5%	12.7%
净利润增长率	9.1%	7.4%	8.9%	12.6%
偿债能力指标				
资产负债率	29.6%	29.1%	28.4%	27.2%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.8
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9
现金比率	0.3	0.3	0.4	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.7	0.8	0.6	0.6
存货周转天数	18.2	16.1	16.1	16.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.0

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,903	4,192	4,566	5,143
少数股东损益	276	130	141	159
非现金支出	2,868	3,046	3,331	3,616
非经营收益	234	273	269	286
营运资金变动	-2,312	-406	-390	-437
经营活动现金流	4,968	7,234	7,917	8,767
资产	-5,075	-5,998	-5,998	-5,998
投资	0	0	0	0
其他	0	29	50	51
投资活动现金流	-5,075	-5,970	-5,949	-5,948
债权募资	1,577	495	495	495
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,965	-1,668	-1,806	-2,012
融资活动现金流	-388	-1,173	-1,311	-1,517
现金净流量	-476	111	657	1,302

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34,226	37,636	39,757	40,574
营业成本	27,821	30,838	32,560	32,541
毛利率%	18.7%	18.1%	18.1%	19.8%
营业税金及附加	201	222	235	239
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	89	98	103	105
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	335	376	390	406
管理费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	661	790	815	893
研发费用率%	1.9%	2.1%	2.1%	2.2%
EBIT	5,260	5,415	5,824	6,565
财务费用	220	270	285	290
财务费用率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-28	-25	-25	-25
投资收益	-32	19	40	41
营业利润	5,008	5,138	5,532	6,268
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	5,015	5,145	5,538	6,275
EBITDA	8,073	8,426	9,119	10,145
所得税	836	823	831	973
有效所得税率%	16.7%	16.0%	15.0%	15.5%
少数股东损益	276	130	141	159
归属母公司所有者净利润	3,903	4,192	4,566	5,143

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,398	1,509	2,166	3,468
应收账款及应收票据	134	128	126	119
存货	1,319	1,431	1,488	1,462
其它流动资产	4,524	5,173	5,729	6,174
流动资产合计	7,374	8,241	9,509	11,222
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	30,056	34,517	37,984	40,813
在建工程	4,831	3,416	2,708	2,354
无形资产	2,367	2,317	2,267	2,217
非流动资产合计	39,283	42,268	44,967	47,382
资产总计	46,658	50,509	54,476	58,604
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,149	3,426	3,618	3,616
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,377	2,484	2,548	2,560
流动负债合计	5,526	5,910	6,166	6,175
长期借款	8,224	8,724	9,224	9,724
其它长期负债	80	75	70	65
非流动负债合计	8,305	8,800	9,295	9,790
负债总计	13,830	14,710	15,460	15,965
实收资本	2,123	2,123	2,123	2,123
普通股股东权益	31,018	33,860	36,935	40,400
少数股东权益	1,810	1,939	2,080	2,239
负债和所有者权益合计	46,658	50,509	54,476	58,604

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。