

景气底部保持业绩韧性，一体化平台优势有望持续提升

核心观点

- **挖潜降本助力公司景气底部保持业绩韧性：**当前化工大宗品景气依旧维持底部震荡趋势，我们统计的公司主营化工品的价格、价差基本都处于近 10 年来 50%以下分位水平，部分产品甚至低于 10%分位。公司大多数产品价格也延续了开年以来的下跌趋势，二季度价格大多低于同期水平。尽管如此，公司单季度毛利率已连续两个季度回升达到今年二季度的 19.63%。我们认为其中一方面有原材料煤炭、纯苯、丙烯等价格下行的影响，另一方面更有公司持续挖潜降本的贡献。公司 25 年二季度实现归母净利润 8.62 亿元，同比下滑 25.62%，环比略有提升；尤其是二季度归母净利润同比降幅小于我们基于仅考虑市场价格波动测算的约 30%的降幅，公司成本优化能力支撑了其景气底部的经营韧性。
- **上游更新及下游延伸夯实煤化工一体化平台基础：**公司荆州第二基地装置的高效运行行为德州本部老系统的升级积累了经验，作为煤化工系统的核心环节，公司本部的部分煤气化装置由于服役时间较长，具有较大提效空间和必要性。公司近期公告计划投资 30.39 亿元在本部建设气化平台升级改造项项目，在原煤消耗量不变的基础上进行气化装置替代，生产规模为合成气总量 45.09 万 Nm³/h，项目建设周期 18 个月。我们测算该造气能力对应氨醇当量约 160 万吨/年左右，相对于存量造气规模替代比例较大，新装置未来投产后有望提升公司本部煤气化系统的整体效率。另一方面，荆州基地投资 33.87 亿的一体化项目，包含 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 产品，部分装置近期也已打通流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。下游新产品的投产也有望丰富公司的产品结构，提升综合盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 目前公司主要产品景气仍在持续磨底，我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.01、2.16、2.41 元，根据可比公司 25 年 17 倍市盈率，给以公司目标价 34.17 元并维持买入评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动风险；项目建设不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	35,960	40,608	41,734
同比增长(%)	-9.9%	25.6%	5.1%	12.9%	2.8%
营业利润(百万元)	4,428	5,008	5,942	6,357	7,018
同比增长(%)	-41.8%	13.1%	18.6%	7.0%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	3,576	3,903	4,266	4,589	5,121
同比增长(%)	-43.1%	9.1%	9.3%	7.6%	11.6%
每股收益(元)	1.68	1.84	2.01	2.16	2.41
毛利率(%)	20.9%	18.7%	21.3%	20.2%	21.2%
净利率(%)	13.1%	11.4%	11.9%	11.3%	12.3%
净资产收益率(%)	12.8%	13.0%	13.3%	13.3%	13.8%
市盈率	12.3	11.3	10.3	9.6	8.6
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025年08月28日)	26.75 元
目标价格	34.17 元
52 周最高价/最低价	28.01/19.3 元
总股本/流通 A 股 (万股)	212,322/211,918
A 股市值 (百万元)	56,796
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 08 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.39	11.04	30.03	26.06
相对表现%	4.29	3.11	13.67	-9.76
沪深 300%	4.1	7.93	16.36	35.82



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

盈利基本盘扎实，新材料项目贡献增长 2025-04-16
行业景气基本触底，龙头成长穿越周期 2024-03-29

表 1：可比公司估值（截至 2025/8/28）

可比公司	最新 价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
万华化学	68.13	4.16	4.36	5.36	6.24	16.36	15.62	12.71	10.91
荣盛石化	10.00	0.07	0.27	0.44	0.59	137.93	36.67	22.78	16.90
扬农化工	74.18	2.97	3.42	4.05	4.63	25.02	21.69	18.31	16.01
宝丰能源	17.20	0.86	1.64	1.86	2.03	19.90	10.49	9.27	8.46
鲁西化工	14.12	1.07	0.99	1.20	1.39	13.25	14.20	11.78	10.16
调整后平均						20.43	17.17	14.27	12.36

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,041	1,398	2,775	8,471	14,805	营业收入	27,260	34,226	35,960	40,608	41,734
应收票据、账款及款项融资	2,360	2,023	2,119	2,393	2,459	营业成本	21,576	27,821	28,302	32,400	32,882
预付账款	492	641	661	747	768	销售费用	60	89	87	92	95
存货	1,493	1,319	1,650	1,889	1,917	管理费用	336	335	315	335	344
其他	1,536	1,994	1,994	1,994	1,995	研发费用	578	661	694	784	806
流动资产合计	7,923	7,374	9,200	15,494	21,943	财务费用	68	220	408	407	355
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	36	56	11	4	(1)
固定资产	28,941	30,056	36,796	34,478	32,106	公允价值变动收益	(6)	0	0	0	0
在建工程	3,084	4,123	131	134	135	投资净收益	8	(32)	0	0	0
无形资产	1,947	2,367	2,324	2,280	2,236	其他	(180)	(4)	(202)	(229)	(236)
其他	2,157	2,737	2,684	2,632	2,580	营业利润	4,428	5,008	5,942	6,357	7,018
非流动资产合计	36,129	39,283	41,935	39,524	37,056	营业外收入	8	7	7	7	7
资产总计	44,051	46,658	51,135	55,018	59,000	营业外支出	156	1	1	1	1
短期借款	200	0	0	0	0	利润总额	4,281	5,015	5,948	6,363	7,025
应付票据及应付账款	3,807	3,149	3,203	3,667	3,722	所得税	658	836	892	954	1,054
其他	1,781	2,377	2,404	2,475	2,493	净利润	3,622	4,178	5,056	5,409	5,971
流动负债合计	5,788	5,526	5,607	6,142	6,214	少数股东损益	47	276	790	820	850
长期借款	7,348	8,224	9,576	9,758	9,940	归属于母公司净利润	3,576	3,903	4,266	4,589	5,121
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.68	1.84	2.01	2.16	2.41
其他	478	80	80	80	80						
非流动负债合计	7,826	8,305	9,656	9,838	10,020	主要财务比率					
负债合计	13,614	13,830	15,263	15,981	16,235		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,547	1,810	2,599	3,419	4,268	成长能力					
实收资本 (或股本)	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123	营业收入	-9.9%	25.6%	5.1%	12.9%	2.8%
资本公积	2,181	2,303	2,202	2,202	2,202	营业利润	-41.8%	13.1%	18.6%	7.0%	10.4%
留存收益	24,581	26,573	28,929	31,274	34,152	归属于母公司净利润	-43.1%	9.1%	9.3%	7.6%	11.6%
其他	5	19	19	19	19	获利能力					
股东权益合计	30,438	32,828	35,872	39,037	42,765	毛利率	20.9%	18.7%	21.3%	20.2%	21.2%
负债和股东权益总计	44,051	46,658	51,135	55,018	59,000	净利率	13.1%	11.4%	11.9%	11.3%	12.3%
						ROE	12.8%	13.0%	13.3%	13.3%	13.8%
						ROIC	10.9%	10.8%	12.1%	11.9%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	30.9%	29.6%	29.8%	29.0%	27.5%
净利润	3,622	4,178	5,056	5,409	5,971	净负债率	19.0%	24.4%	22.3%	6.4%	0.0%
折旧摊销	2,036	2,779	2,772	3,163	3,220	流动比率	1.37	1.33	1.64	2.52	3.53
财务费用	68	220	408	407	355	速动比率	1.11	1.09	1.34	2.21	3.22
投资损失	(8)	32	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	1,630	(1,071)	(373)	(68)	(44)	应收账款周转率	570.8	476.1	419.3	451.0	431.0
其它	(2,633)	(1,170)	11	4	(1)	存货周转率	15.9	19.4	18.7	17.9	16.9
经营活动现金流	4,715	4,968	7,873	8,914	9,502	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7
资本支出	(13,849)	(5,816)	(5,427)	(751)	(751)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.68	1.84	2.01	2.16	2.41
其他	6,570	741	0	0	0	每股经营现金流	2.22	2.34	3.71	4.20	4.48
投资活动现金流	(7,280)	(5,075)	(5,427)	(751)	(751)	每股净资产	13.61	14.61	15.67	16.78	18.13
债权融资	3,901	1,792	1,352	182	182	估值比率					
股权融资	86	122	(101)	0	0	市盈率	12.3	11.3	10.3	9.6	8.6
其他	(1,328)	(2,302)	(2,319)	(2,650)	(2,598)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	2,658	(388)	(1,068)	(2,468)	(2,416)	EV/EBITDA	8.0	6.5	5.7	5.3	4.9
汇率变动影响	7	19	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.6	10.0	8.2	7.7	7.1
现金净增加额	101	(476)	1,378	5,695	6,334						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有华鲁恒升(600426)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。