

华鲁恒升(600426)

报告日期: 2023年04月26日

## 低成本煤化工龙头，双基地并进迈新程

——煤化工行业系列报告之一

### 投资要点

#### □ 公司概况：低成本优势煤化工龙头，穿越周期业绩波动向上

华鲁恒升成立于 2000 年，实际控制人为山东省国资委，公司依托低成本煤气化技术不断延伸产业链，打造多业联产的新型煤化工企业，现已形成新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及其衍生物四大业务板块。公司近十年营收和业绩呈波动向上态势，盈利能力底部持续抬升，2012-2022 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 16%和 30%，2013、2016 和 2020 年三个周期底部 ROE 分别为 8.6%、11.3%和 12.1%。

#### □ 传统化工品：公司基本盘成本优势明显，项目投产打开发展空间

**尿素：**新增产能有限，供需紧平衡促使产品价格坚挺，公司尿素毛利率长期高于行业整体水平，产能扩张有望助力业绩高增长。**醋酸：**国内产能放量促使产品价格回归合理区间，荆州项目投产后公司产能跻身国内第一梯队。**DMF：**公司国内产能居首市场占有率高，后续随着供给端竞争加剧产品价格承压，预计 DMF 业务营收和利润有所下滑。

#### □ 本地高端化：新材料延伸迈向高端化，打造本部第二成长曲线

公司基于自身合成气平台，不断延伸产业链并切入新能源和新材料赛道，产品附加值显著提升。**新能源材料：**受下游电解液市场带动，电池级 DMC 需求快速增长。公司自主研发煤制乙二醇联产工艺，30 万吨电池级 DMC 投产抢占市场先机，此外公司将进一步延伸 DEC 和 EMC 高端溶剂。**尼龙新材料：**公司发挥煤气化平台的成本优势，建设尼龙 6 和尼龙 66 产线，打造尼龙新材料产品集群，未来随着下游需求复苏，产品价格有望回升带动行业盈利提升。

#### □ 异地谋新篇：荆州基地打破发展天花板，公司昂首迈入新阶段

双碳背景下山东煤指标受限，公司计划建设荆州基地项目突破发展瓶颈，中部崛起战略推动跨区域发展，湖北荆州和公司珠联璧合。荆州基地地理位置得天独厚，一方面有望成功复制本部的成本优势，另一方面预计辐射长江经济带的广阔消费市场。公司荆州基地规划总共分为三个阶段，建成后营收利润体量可观，未来有望再造一个华鲁。

#### □ 盈利预测与估值

公司是国内煤化工行业龙头，低成本护城河显著，随着产业链延伸和荆州基地投产，公司业绩有望稳步增长。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 317、377、411 亿元，同比增速分别为 5%、19%、9%，归母净利润分别为 55、72、79 亿元，同比增速分别为 -13%、31%、10%，对应当前股价 PE 分别为 12、9、8 倍。参照可比公司估值以及公司历史估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

原材料价格上涨超预期、新项目进展不及预期、下游需求不及预期

### 投资评级：买入(首次)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

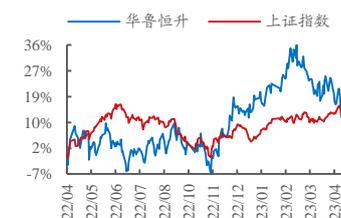
研究助理：陈海波

chenhaibo@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 31.05
总市值(百万元)	65,929.09
总股本(百万股)	2,123.32

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,245	31,743	37,713	41,058
(+/-) (%)	13.09%	4.95%	18.81%	8.87%
归母净利润	6,289	5,489	7,213	7,945
(+/-) (%)	-13.50%	-12.73%	31.41%	10.14%
每股收益(元)	2.96	2.59	3.40	3.74
P/E	10.53	12.07	9.18	8.34

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 首次覆盖并给予“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 317、377、411 亿元, 同比增速分别为 5%、19%、9%, 归母净利润分别为 55、52、79 亿元, 同比增速分别为 -13%、31%、10%。

2) **估值指标:** 我们选取从事煤化工业务的宝丰能源、鲁西化工, 以及国内化工行业龙头万华化学作为可比公司, 2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 11、9、7 倍。此外, 公司是国内煤化工行业龙头, 既有低成本优势的护城河, 又有荆州基地成为新的业绩增长点, 公司近十年平均 PE 估值保持在 15 倍以上水平。因此, 综合行业平均情况和公司的历史估值水平, 给予公司 2023 年 15 倍 PE。

3) **目标价格:** 38.78 元, 对应当前股价有 25% 的空间。

4) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 关键假设

1) **原材料价格假设:** 煤等化工原料价格逐步回落

2) **项目建设假设:** 荆州基地项目顺利建设并投产

3) **产品价格假设:** 公司主要产品价格相对稳定

### ● 我们与市场的观点的差异

市场担心部分基础化工品景气度回落, 以及新能源新材料产品竞争加剧导致产品价格持续下滑, 进而影响公司业绩。我们认为: 1) 荆州基地预计今年投产将打破公司发展天花板, 且新增产能预计贡献可观的营收和利润增长; 2) 公司核心竞争力为成本优势, 即使在行业盈亏平衡点附近时公司仍能保持可观盈利; 3) 公司为柔性多业联产运营模式, 即使部分产品景气度回落, 也可对各产品线产量进行动态调节, 实现单位合成气盈利最大化。

### ● 股价上涨的催化因素

1) 主要产品景气度超预期; 2) 荆州基地项目建设进度超预期; 3) 原材料价格下降超预期

### ● 风险提示

1) **原材料价格上涨超预期。**公司经营业绩密切受到原材料煤价格波动的影响, 如果原材料市场价格大幅上涨, 公司产品售价滞后调整, 将会对公司盈利水平构成影响。2) **新项目进展不及预期。**公司现有尼龙新材料项目、碳酸二甲酯项目、荆州基地项目等多个项目处于建设过程中。若在建项目无法即使建成投产, 将会影响公司业绩增长。3) **下游需求不及预期。**公司主要产品用于农业、纺织业、新能源汽车等下游, 若下游需求受宏观经济影响不及预期, 将会影响公司营收和利润。4) **政策变动风险超预期。**公司作为煤化工企业碳排放量大。国家“双碳”政策可能会对公司发展产生约束。

## 正文目录

<b>1 公司概况：低成本优势煤化工龙头，穿越周期业绩波动向上</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程：多业联产新型煤化工企业，股权激励坚定未来发展信心	6
1.2 产品业务：深耕低成本煤气化技术，“一头多线”产品持续多元化	7
1.3 财务分析：业绩呈长期上升态势，盈利能力底部持续抬升	9
<b>2 传统化工品：公司基本盘成本优势明显，项目投产打开发展空间</b>	<b>10</b>
2.1 尿素：供需紧平衡促使价格坚挺，产能扩张有望助力业绩高增长	10
2.2 醋酸：产品价格回归合理区间，项目投产跻身国内产能第一梯队	12
2.3 DMF：产品价格有所承压，行业占有率维持高位	13
<b>3 本地高端化：新材料延伸迈向高端化，打造本部第二成长曲线</b>	<b>15</b>
3.1 产业链拓展：从 C <sub>1</sub> 到 C <sub>n</sub> 产业链不断延伸，新能源和新材料助力公司腾飞	15
3.2 新能源材料：电解液溶剂需求快速增长，电池级 DMC 龙头有望核心受益	16
3.3 尼龙新材料：下游需求复苏价格有望回升，新项目投产打造产品集群	20
<b>4 异地谋新篇：荆州基地打破发展天花板，公司昂首迈入新阶段</b>	<b>23</b>
4.1 战略意义：双碳背景下煤指标受限，新项目落户荆州突破发展瓶颈	23
4.2 荆州优势：地理位置优越发展空间广阔，本部成本优势预计成功复制	24
4.3 未来成长：多阶段规划产品门类丰富，营收利润体量预计大幅提升	26
<b>5 盈利预测和投资建议</b>	<b>27</b>
5.1 业务拆分与盈利预测	27
5.2 估值分析及投资建议	28
<b>6 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 公司依托煤气化技术不断延伸产业链, 打造多业联产的新型煤化工企业 .....	6
图 2: 股权结构清晰, 实际控制人为山东省国资委 .....	7
图 3: 公司“一头多线”产业布局打造多业联产运营模式 .....	8
图 4: 主营产品构成趋于多元化 .....	8
图 5: 历年各产品毛利占比发生转变 .....	8
图 6: 公司近十年营收年复合增速为 16% .....	9
图 7: 公司近十年营收年复合增速为 30% .....	9
图 8: 华鲁恒升人均创收位于行业前列 .....	9
图 9: 华鲁恒升人均创利位于行业前列 .....	9
图 10: 华鲁恒升盈利能力底部持续抬升 .....	10
图 11: 华鲁恒升毛利率波动上升, 期间费用率逐步降低 .....	10
图 12: 尿素下游需求农业生产占比较大 .....	10
图 13: 尿素表观消费量稳定, 出口量减少 .....	10
图 14: 尿素新增产能有限, 行业产能利用率较高 .....	11
图 15: 尿素市场均价有望继续保持坚挺 (元/吨) .....	11
图 16: 公司肥料销量再创新高 .....	11
图 17: 公司尿素营收呈稳定增长趋势 .....	11
图 18: 公司尿素毛利率大幅领先行业整体 .....	12
图 19: 公司尿素产能利用率高于同行 .....	12
图 20: 醋酸下游消费结构中 PTA 占比最大 .....	12
图 21: 醋酸表观消费量整体呈增长趋势 .....	12
图 22: 醋酸产能持续增长, 产能增长率下滑 .....	13
图 23: 醋酸价格预计继续保持在合理区间内 (单位: 元/吨) .....	13
图 24: 公司醋酸销量出现微弱下滑 .....	13
图 25: 公司醋酸营收受价格波动影响大 .....	13
图 26: DMF 下游应用市场中 PU 浆料占比过半 .....	14
图 27: DMF 需求量受经济波动影响较大 .....	14
图 28: 预计 23 年 DMF 产能大幅提升 .....	14
图 29: DMF 价格承压回落 .....	14
图 30: 2022 年公司有机胺销量略有下滑但整体依旧呈增长态势 .....	15
图 31: 公司有机胺营收和毛利率均稳步提升 .....	15
图 32: 公司 DMF 产能位居行业之首 .....	15
图 33: 公司产业链延伸至新材料和新能源领域 .....	16
图 34: 公司产品的价格及附加值随着 C 原子数目增多逐渐增长 .....	16
图 35: DMC 下游需求中电解液溶剂占比最大 .....	17
图 36: DMC 表观消费量增长迅速 .....	17
图 37: DMC 产能和产量增长迅速 .....	18
图 38: DMC 产能过剩, 价格回归合理区间 .....	18
图 39: DMC 可通过酯交换法合成 DEC 和 EMC .....	19
图 40: 尼龙 6 下游消费主要集中在尼龙纤维和工程塑料领域 .....	20
图 41: 2018-2022 年尼龙 6 年复合增长率约为 5% .....	20
图 42: 2023 年尼龙 6 产能预计大幅提升 .....	20

图 43: 尼龙 6 价格受经济形势影响较大, 行业整体盈利能力较低 .....	20
图 44: 尼龙 66 下游消费主要集中在工程塑料和工业丝领域 .....	22
图 45: 尼龙 66 表观消费量受经济波动影响明显 .....	22
图 46: 尼龙 66 国产化进程不断推进 .....	22
图 47: 尼龙 66 价格波动较大 (元/吨) .....	22
图 48: 中部崛起战略将中部地区建设为先进制造业中心 .....	24
图 49: 湖北煤炭消耗量仅为山东省的 1/4 左右 .....	24
图 50: 江陵煤电港化产业园地理位置得天独厚 .....	24
图 51: 江陵煤电港化产业园总体规划 .....	24
图 52: 荆州基地项目有望辐射长江经济带的广阔消费市场 .....	26
图 53: 长江经济带尿素产量与消费量大部分存在缺口 (万吨) .....	26
图 54: 荆州基地分三阶段建设, 总投资近 400 亿元 .....	26
图 55: 华鲁恒升近十年 PE Band .....	29
表 1: 公司实施多期股权激励计划且前两期股权激励计划完成度高 .....	7
表 2: 2022 年公司主要产品产能、营收、毛利 .....	8
表 3: 2025 年国内电池级 DMC 需求量有望达到 81.3 万吨 .....	17
表 4: 目前电池级 DMC 仅有少数企业能够生产 .....	18
表 5: 公司使用煤制乙二醇联产工艺生产 DMC .....	19
表 6: 高端溶剂项目投资与预计营收、利润情况 .....	19
表 7: 酰胺及尼龙新材料项目建设计划 .....	21
表 8: 尼龙 66 相较尼龙 6 各方面综合性能更加优良 .....	21
表 9: 尼龙 66 高端新材料项目建设计划 .....	23
表 10: “十四五”山东省煤炭指标收储使用管理情况 .....	23
表 11: 荆州基地有望继续保持公司的低成本优势 .....	25
表 12: 荆州基地未来项目规划 .....	27
表 13: 公司业务拆分 (单位: 百万元, %) .....	28
表 14: 可比公司估值表 .....	29
表附录: 三大报表预测值 .....	30

## 1 公司概况：低成本优势煤化工龙头，穿越周期业绩波动向上

### 1.1 发展历程：多业联产新型煤化工企业，股权激励坚定未来发展信心

公司依托煤气化技术不断延伸产业链，打造多业联产的新型煤化工企业。山东华鲁恒升化工股份有限公司成立于 2000 年 4 月，是山东省国资委管理的省管企业、山东华鲁恒升集团有限公司化工板块下的核心企业，并于 2002 年 6 月在上交所主板上市。公司依托洁净煤气化技术，不断延伸产业链条，打造“一头多线”循环经济柔性多业联产运营模式，逐步形成了肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品等几大产业板块。2020 年开始，公司进入新发展阶段：德州基地切入新能源新材料赛道，并打造荆州第二基地打开公司发展天花板，开启公司增长新阶段。

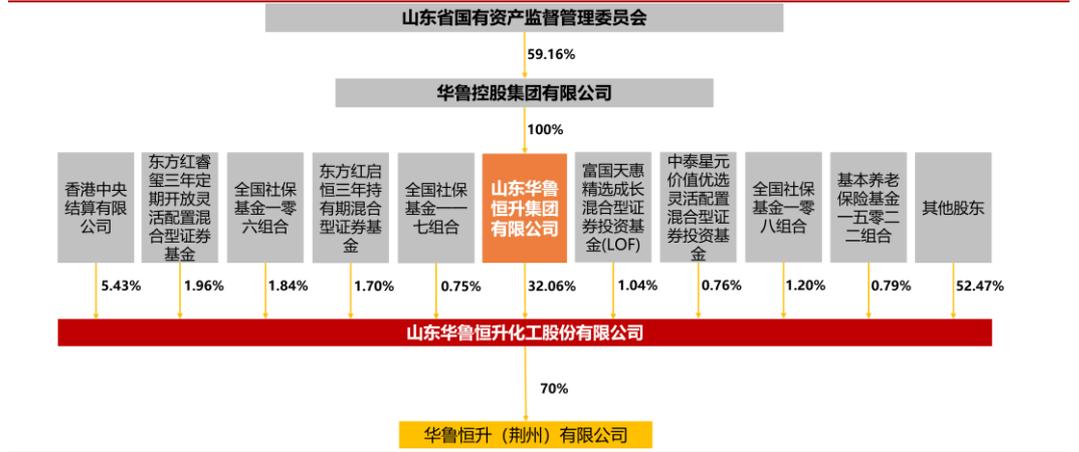
图1：公司依托煤气化技术不断延伸产业链，打造多业联产的新型煤化工企业



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

实际控制人为山东省国资委，股权激励坚定未来发展信心。公司的第一大股东为山东华鲁恒升集团有限公司，持股比例为 32.06%，实际控制人为山东省国资委，股权结构清晰稳定。公司在 2020 年决定成立控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司，公司直接持股 70%，关联法人华鲁集团有限公司和华鲁投资发展有限公司持股占比分别为 20%、10%。此外，公司与员工共享发展成果，推出了股权激励计划且前两期股权激励计划完成度极高。第三期股权激励计划以 2022-2024 年营收增速作为考核指标，目标营收值分别为 236.07、242.63、340.99 亿元。根据年报数据，2022 年公司营收 302.45 亿元，以高达 128.12%的完成度超额完成既定目标，股权激励业绩目标和多次超额完成充分彰显了公司未来高速发展的信心和实力。

图2: 股权结构清晰, 实际控制人为山东省国资委



资料来源: iFinD、公司公告、浙商证券研究所

表1: 公司实施多期股权激励计划且前两期股权激励计划完成度高

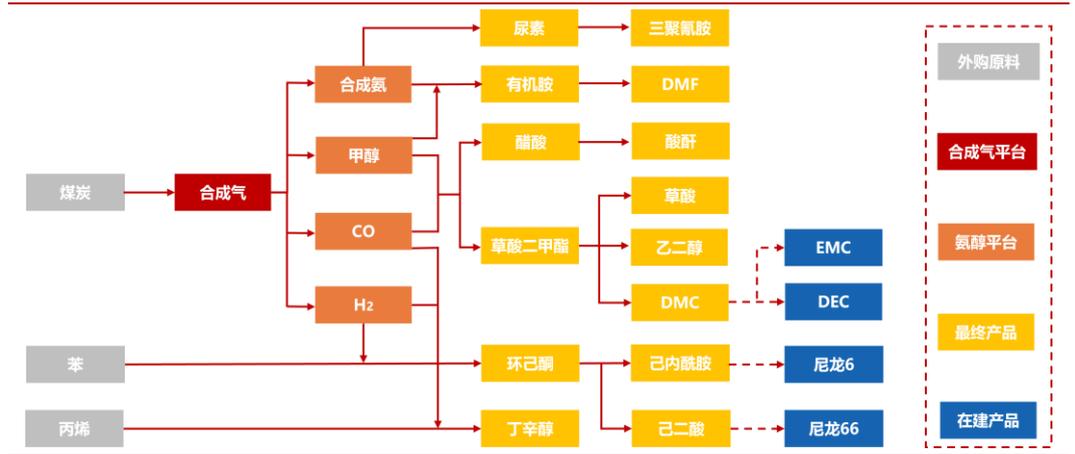
期数	授权日	激励股价 (元/股)	激励股数 (万股)	占公司 总股本	激励 人数	完成情况			
						解除限售期 时间	利润/营收目标 (亿元)	实际完成 (亿元)	完成度
第一期	2015/12/15	7.44	524	0.549%	130	2016	8.70	8.77	100.80%
						2017	9.28	12.31	132.63%
						2018	9.86	30.11	305.39%
第二期	2018/12/12	8.64	633	0.391%	160	2019	130.92	141.90	108.39%
						2020	138.62	131.15	94.61%
						2021	146.32	266.36	182.04%
第三期	2022/8/31	17.93	1320	0.625%	190	2022	236.07	302.45	128.12%
						2023	242.63		
						2024	340.99		

资料来源: iFinD、公司公告、浙商证券研究所

## 1.2 产品业务: 深耕低成本煤气化技术, “一头多线” 产品持续多元化

公司依托低成本煤气化技术, 形成“一头多线”的柔性多业联产运营模式。公司产业链以烟煤作为主要原料, 依托洁净煤气化技术, 以合成气平台为基础, 形成化肥(尿素)、有机胺、羰基合成(DMF、醋酸、醋酐)的柔性多业联产格局。公司产品线“宜氨则氨, 宜醇则醇”, 能够根据市场变化灵活调度合成气进入合成氨或者甲醇产业链, 或者作为气体原料直接进入多元醇或者苯加氢工段, 对各产品线产量进行动态调节, 使公司能够在低成本造气基础上, 实现单位合成气盈利的最大化, 有助于化解个别产品的周期波动。目前, 公司的最终产品主要分为肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品四大类。在未来, 公司会进一步拓展碳酸甲乙酯、尼龙等产品, 使产品门类更加丰富多元。

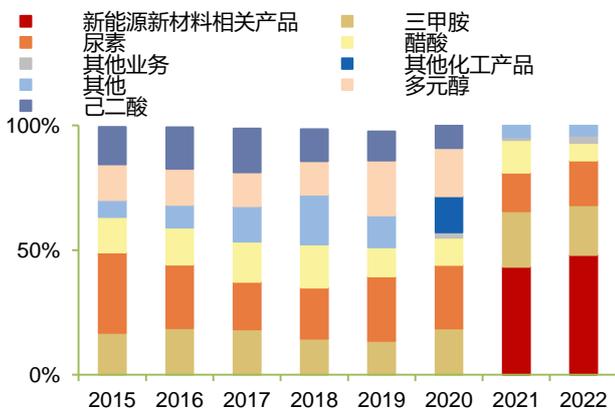
图3: 公司“一头多线”产业布局打造多业联产运营模式



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

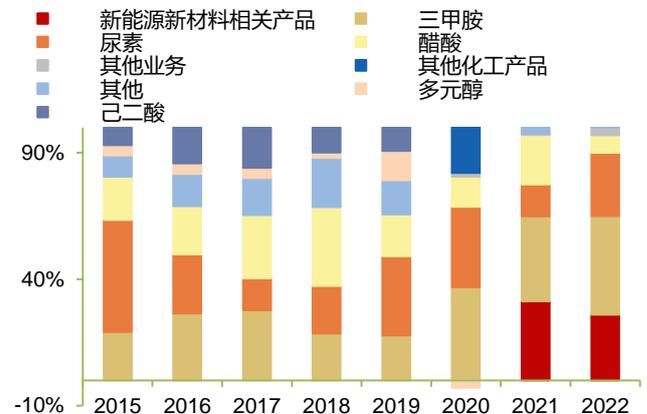
公司主营产品逐步多元化, 新材料相关产品占比持续提升。随着公司“一头多线”的产品线不断拓展, 公司传统业务肥料业务的收入占比呈下降趋势, 从2015年的32%下降至2022年的18%, 毛利占比从2015年的44%下降至2022年的25%。与之相反, 新材料相关产品的收入和毛利占比呈上升趋势, 2021年达到43%和31%, 2022年收入占比进一步提升至48%, 毛利占比则受盈利能力下滑影响降至26%。

图4: 主营产品构成趋于多元化



资料来源: Wind、浙商证券研究所  
注: 2021年开始己二酸、多元醇部分变更为新材料产品

图5: 历年各产品毛利占比发生转变



资料来源: Wind、浙商证券研究所  
注: 毛利统计口径变化与营收一致, 此处不再赘述

表2: 2022年公司主要产品产能、营收、毛利

产品分类	产量(万吨)	营收(亿元)	营收占比	毛利率	毛利占比
新能源新材料相关产品	304.31	146.53	48%	15%	26%
有机胺	44.71	59.95	20%	57%	39%
肥料	309.88	55.18	18%	39%	25%
醋酸及衍生物	58.64	21.06	7%	31%	7%
其他		10.74	4%	21%	3%

其他业务	8.98	3%	5%	1%
------	------	----	----	----

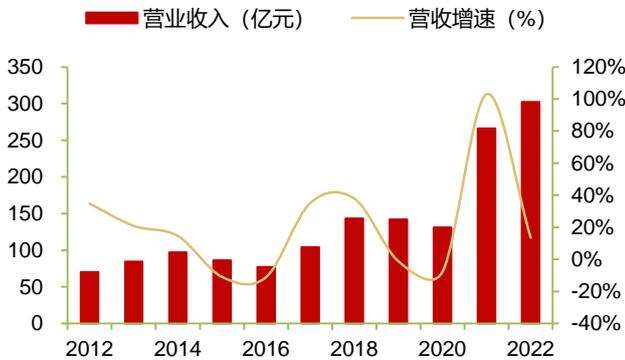
资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

### 1.3 财务分析: 业绩呈长期上升态势, 盈利能力底部持续抬升

公司近十年营收业绩呈波动向上态势。公司业绩与下游市场景气度和化工产品价格走势高度相关。在 2016 年、2020 年出现了营收增速、净利润增速回调的现象, 而在 2014 年、2018 年以及 2021 年公司净利润增速表现优异。从 2012 年至 2022 年, 公司营收从 70 亿元增长到 302 亿元, 年复合增速为 16%, 净利润从 5 亿元增长到 63 亿元, 年复合增速为 30%, 表现出较为明显的成长性, 其中 2021 年受益于国内化工行业高景气度, 公司营收和利润增速分别达到 103.1% 和 303.3%, 为近二十年来的最大增幅。2022 年, 在此前高基数基础上, 营收进一步增长, 而净利润较同期下降 13%。

图6: 公司近十年营收年复合增速为 16%

图7: 公司近十年营收年复合增速为 30%



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

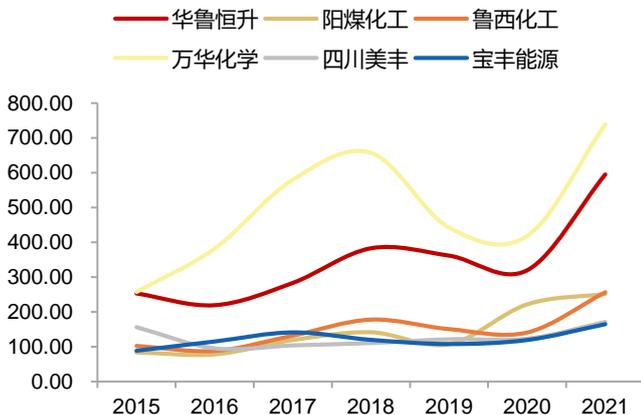


资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

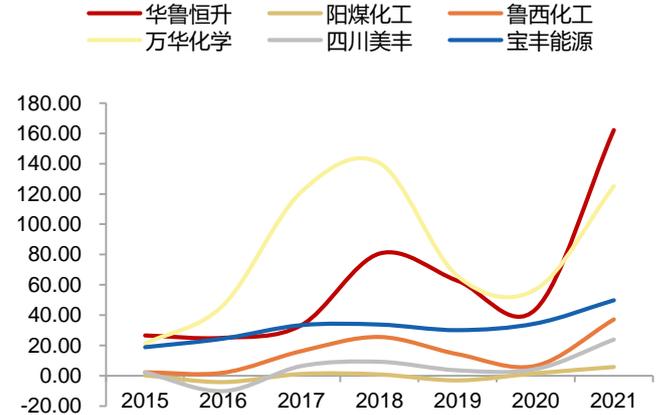
公司人均创收名列前茅, 盈利能力底部持续抬升。近十年公司 ROE 和净利率呈底部抬升、波动上升趋势, 2013、2016 和 2020 年的三个周期底部 ROE 分别为 8.6%、11.3% 和 12.1%, 对应净利率分别为 5.8%、11.4% 和 13.7%。盈利能力提升主要归于两方面: 一方面, 公司持续技术优化和降本增效, 产品毛利率提升趋势明显; 另一方面, 华鲁恒升凭借精细化的管理实现了极高的人均生产效率, 人均创收、创利水平稳坐化工行业第一梯队, 公司期间费用率持续保持低位且稳步降低。

图8: 华鲁恒升人均创收位于行业前列

图9: 华鲁恒升人均创利位于行业前列

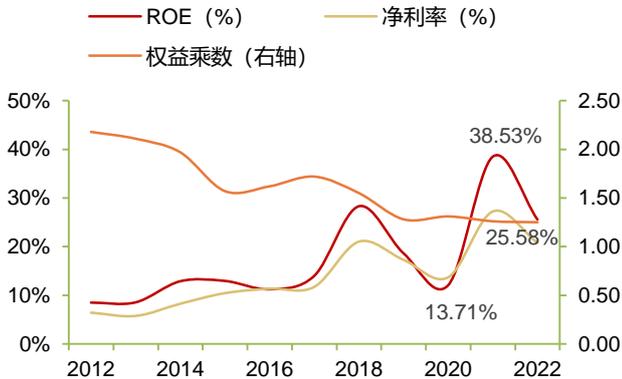


资料来源: iFinD, 浙商证券研究所



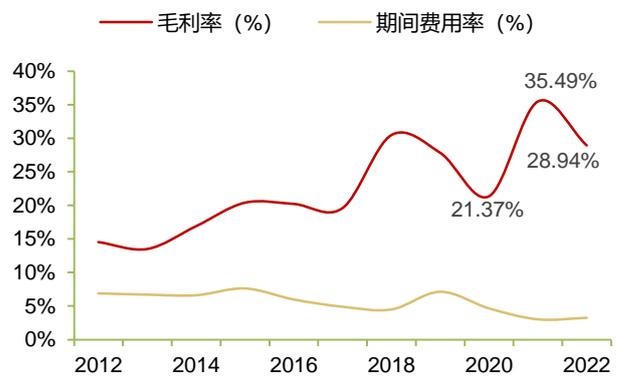
资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

图10: 华鲁恒升盈利能力底部持续抬升



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

图11: 华鲁恒升毛利率波动上升、期间费用率逐步降低



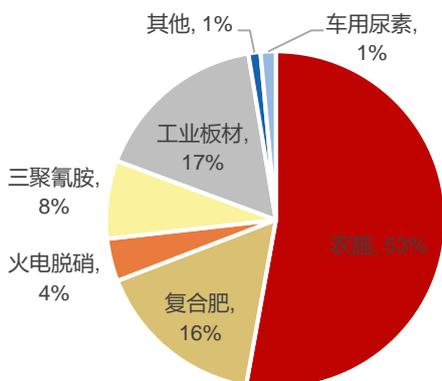
资料来源: iFinD、浙商证券研究所

## 2 传统化工品: 公司基本盘成本优势明显, 项目投产打开发展空间

### 2.1 尿素: 供需紧平衡促使价格坚挺, 产能扩张有望助力业绩高增长

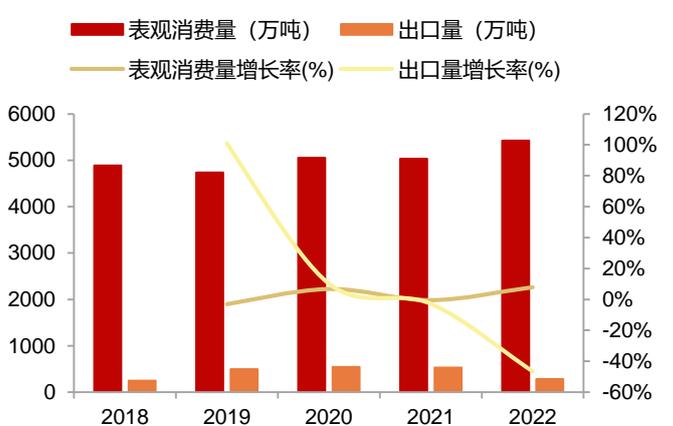
尿素下游需求相对刚性, 未来有望保持稳健增长。从尿素的需求结构来看, 尿素的下游需求可分为农业生产和工业加工, 其中 53% 的尿素直接用作化肥使用, 16% 的尿素用于生产复合肥, 农业生产共计占比 69% 左右。考虑到当前保障粮食安全的大背景下, 尿素需求相对刚性且有望稳健增长。根据百川盈孚数据, 2022 年尿素国内表观消费量为 5427 万吨, 同比增长 8%。虽然受海关总署将尿素列为 B 类监管产品的影响, 2021 年以来尿素出口管控加强, 出口量下降, 但我国尿素出口占比少, 预计未来尿素出口不会对其整体需求产生较大影响。

图12: 尿素下游需求农业生产占比较大



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

图13: 尿素表观消费量稳定, 出口量减少

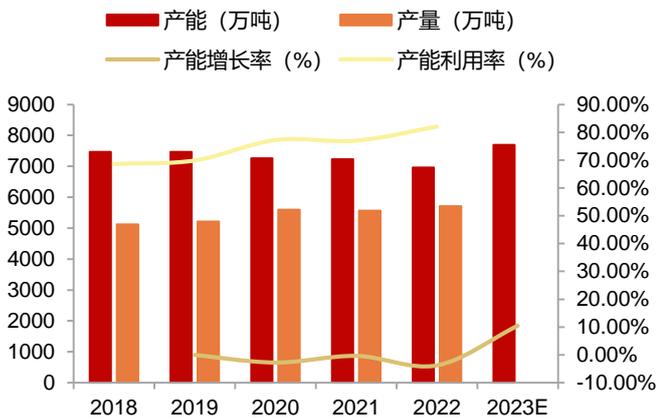


资料来源: iFinD、百川盈孚、浙商证券研究所

政策引导下尿素新增产能受限, 供需紧平衡下尿素价格有望继续坚挺。从供给端来看, 供给侧结构性改革不断深化, 2020 年-2022 年国内尿素产能持续下降, 落后产能逐渐

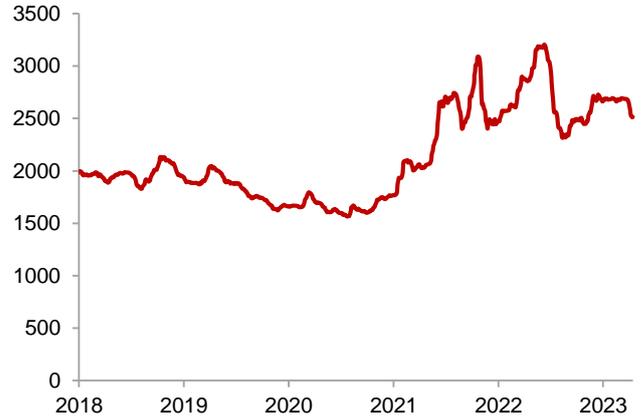
退出，与此同时产能利用率总体上呈增长趋势，2022年国内拥有尿素产能为6960万吨，尿素产量为5709.46万吨，产能利用率达到82.03%。据百川盈孚统计，2023年尿素将会有大约734万吨新增产能，但根据2021年工信部发布的《“十四五”工业绿色发展规划》，国家将严控尿素、磷铵等行业新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换，预计尿素新增产能有限。考虑到尿素下游需求稳健增长，尿素供需仍将维持紧平衡局面，假设原材料价格无大幅波动的情况下，预计未来尿素价格将保持坚挺。

图14： 尿素新增产能有限，行业产能利用率较高



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

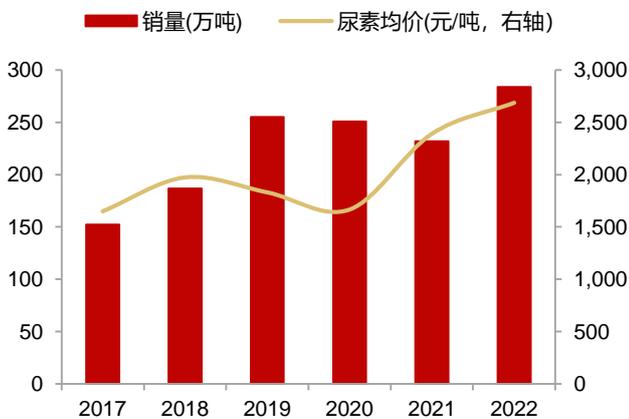
图15： 尿素市场均价有望继续保持坚挺（元/吨）



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

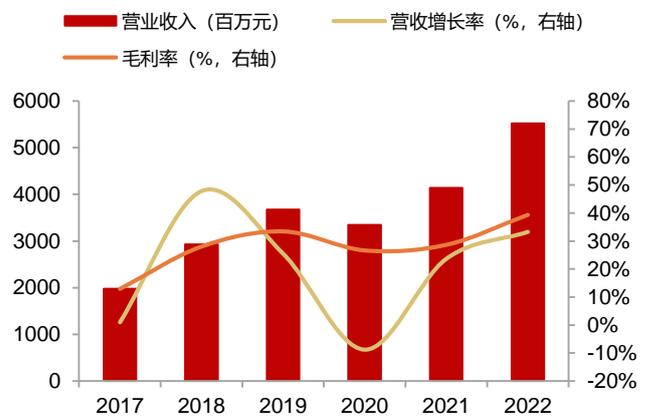
**公司肥料销量再创新高，营业收入呈稳定增长趋势。**公司肥料（主要为尿素）销量在2019年达到顶峰后略有下滑，2022年公司销量再创新高，达到了283.73万吨。除2020年外，公司肥料的营业收入在2018年-2022年逐年增加，营收增长率保持在23%以上。公司肥料的营业收入与尿素的价格高度相关，尿素价格在2019年开始出现下跌并于2020年跌至最低，同时期公司肥料的营收增长率也出现了同步下跌，但随着2021年尿素价格回升，在公司肥料销量下滑的情况下，肥料的营收增长率再次拔高且营业收入也超过了2019年达到41.41亿元。另外，自2018年以来公司肥料的毛利率始终在26%以上，盈利维持较高水平。随着尿素行业供需紧平衡态势持续，公司荆州基地产能释放将助力肥料业务营收和利润再上新台阶。

图16： 公司肥料销量再创新高



资料来源：iFinD、公司公告、浙商证券研究所

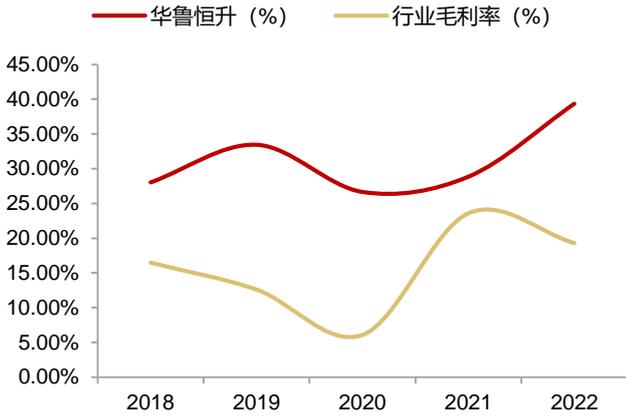
图17： 公司尿素营收呈稳定增长趋势



资料来源：iFinD、百川盈孚、浙商证券研究所

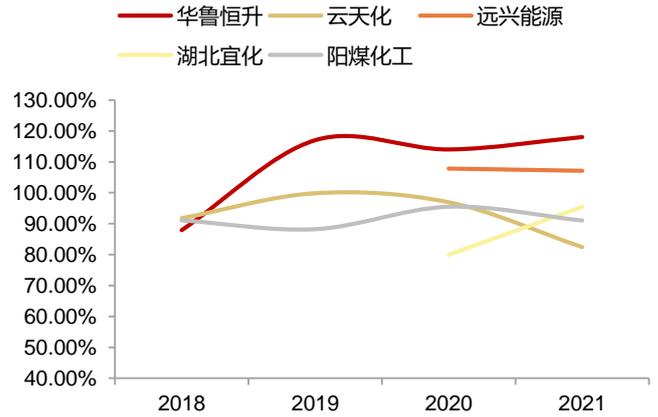
公司尿素产能利用率不断上升且毛利率长期高于行业整体水平。自 2018 年以来，尿素行业景气度较高，公司尿素产能利用率持续维持高位，为公司全年效益实现提供有力支撑。虽然尿素行业属于充分的红海市场，单一公司并不具备定价权，但华鲁恒升凭借着洁净煤气化技术和精细管理带来的成本优势在竞争激烈的市场中杀出重围，有效提升了尿素产品的毛利率。2018 年以来，凭借低成本的造气能力，公司持续挖潜降耗，实施技术改造提升，加强余热回收并降低煤耗和能耗，使公司尿素产品的毛利率一直保持在 26% 以上，2022 年更是高达 39.36%，大幅领先行业整体毛利率水平。

图18: 公司尿素毛利率大幅领先行业整体



资料来源: iFind、百川盈孚、浙商证券研究所

图19: 公司尿素产能利用率高于同行

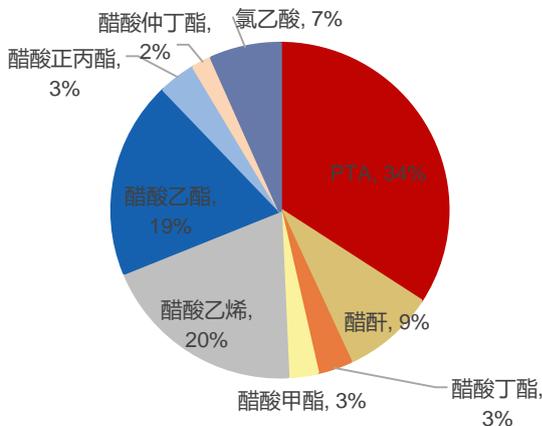


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 2.2 醋酸: 产品价格回归合理区间, 项目投产跻身国内产能第一梯队

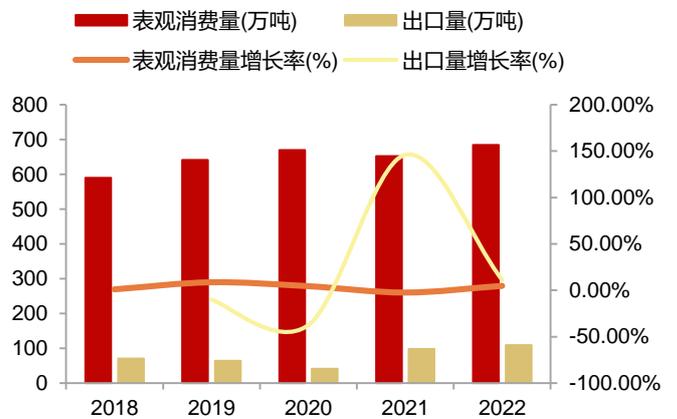
下游 PTA 扩产助力醋酸需求增长。醋酸是一种基础化工原料, 可用于制造醋酸盐、醋酸纤维素、医药、颜料、酯类、塑料、香料等。从醋酸的下游需求结构来看, 醋酸主要用于 PTA、醋酸乙烯和醋酸酯类等, 其中 PTA 是消费最多的下游商品, 占比为 34%。从醋酸的需求量来看, 2018 年-2022 年醋酸的表现消费量整体呈增长趋势, 2022 年达到 684.07 万吨。展望未来, 一方面, PTA 和醋酸乙烯等下游商品均有扩产计划预计有效拉动醋酸需求; 另一方面, 受海内外价差影响, 有望继续推动我国醋酸出口需求的增长。

图20: 醋酸下游消费结构中 PTA 占比最大



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

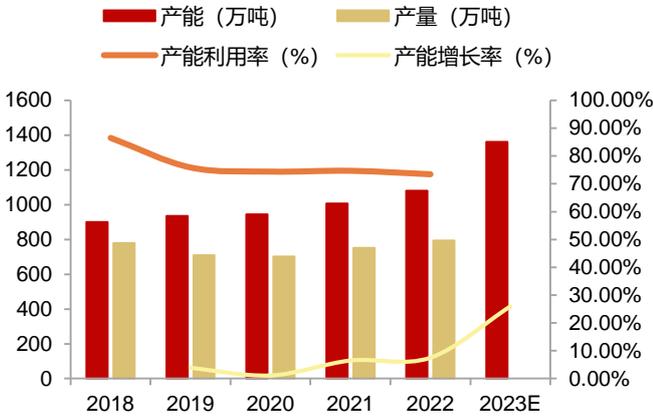
图21: 醋酸表现消费量整体呈增长趋势



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

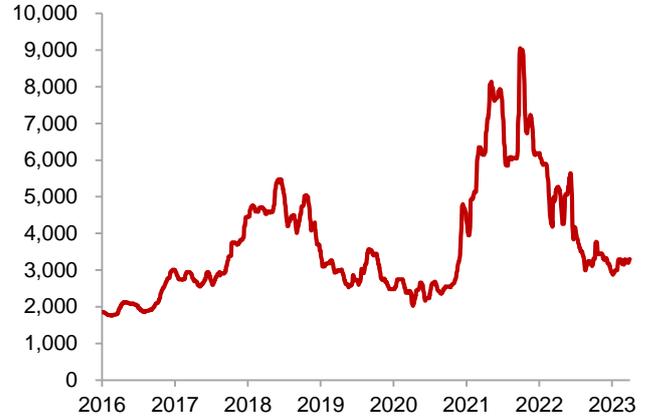
国内醋酸产能持续增长，醋酸价格回落并回归合理区间。在 PTA 等下游需求不断增长的刺激下，自 2018 年以来，醋酸产能持续增长，预计未来一年新增产能 410 万吨，2023 年醋酸总产能将达到 1361 万吨左右。随着新项目的陆续投产，短期供需紧张的态势消除，醋酸价格自 2021 年下旬开始回落，预计未来醋酸价格将继续保持在合理区间。

图 22: 醋酸产能持续增长，产能增长率下滑



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

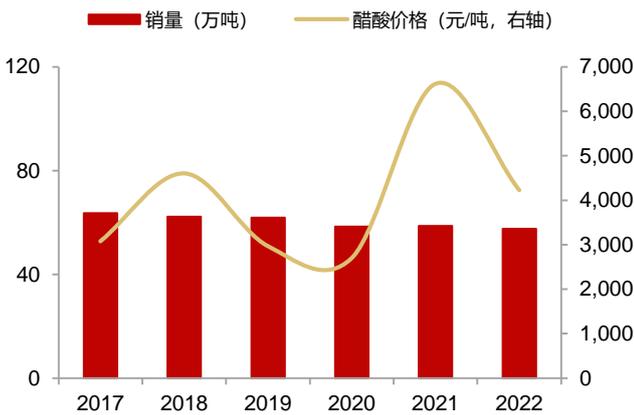
图 23: 醋酸价格预计继续保持在合理区间内 (单位: 元/吨)



资料来源: iFind、浙商证券研究所

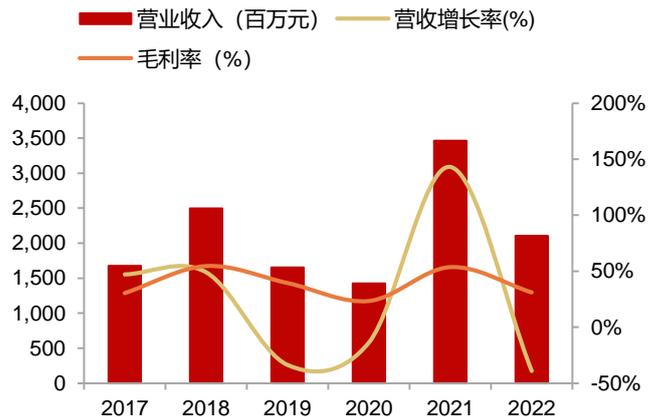
公司醋酸营业收入受价格波动影响较大，荆州项目投产后有望改善公司醋酸销量下滑局面。公司醋酸的营业收入、毛利率与醋酸的价格高度相关，2021 年由于国内外醋酸装置检修，以及国内“双控”政策等因素的影响，供给端产能受限，醋酸价格大幅上涨，公司营业收入及毛利率随之大幅提升至 34.63 亿元、53.57%。随着 2022 年醋酸价格持续回落并回归正常，2022 年公司醋酸营收和毛利率会出现一定幅度的下滑。2017 年以来，公司醋酸销量出现微弱下降趋势，但随着荆州项目的投产，公司醋酸总产能将达到 140 万吨，跻身国内醋酸产能第一梯队。

图 24: 公司醋酸销量出现微弱下滑



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

图 25: 公司醋酸营收受价格波动影响大



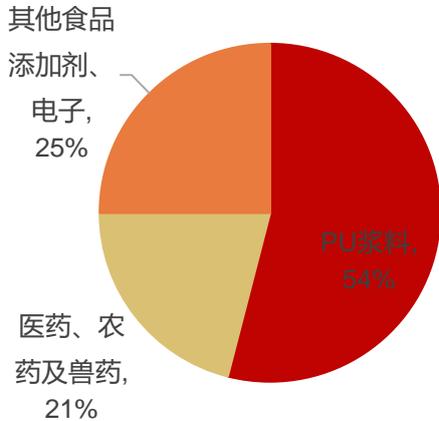
资料来源: iFind、浙商证券研究所

### 2.3 DMF: 产品价格有所承压，行业占有率维持高位

PU 浆料应用占比过半，DMF 需求相对稳定。DMF (N,N-Dimethylformamide, 二甲基甲酰胺) 是一种用途极广的化工原料和优良溶剂，广泛应用于 PU 浆料、医药农药兽药、和电子及食品添加剂等行业。从 DMF 下游行业的需求结构看，PU 浆料行业约占到总需求

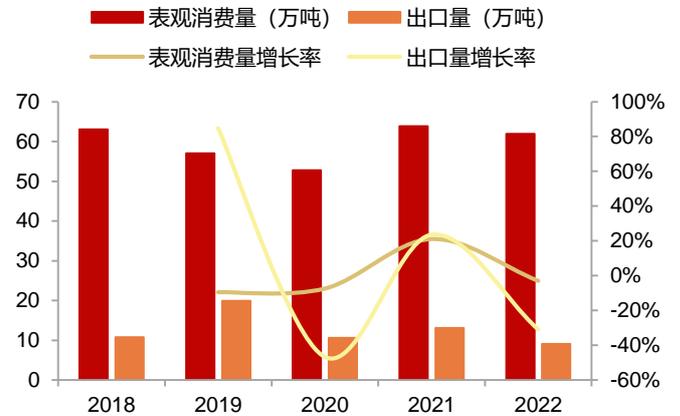
54%，医药、农药及兽药行业约占 21%，其他食品添加剂、电子行业约占 25%。自 2018 年开始，受经济下行影响，DMF 需求量下降。2021 年，国内疫情影响减弱，制造业需求恢复，DMF 需求相应增长。

图26: DMF 下游应用中 PU 浆料占比过半



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

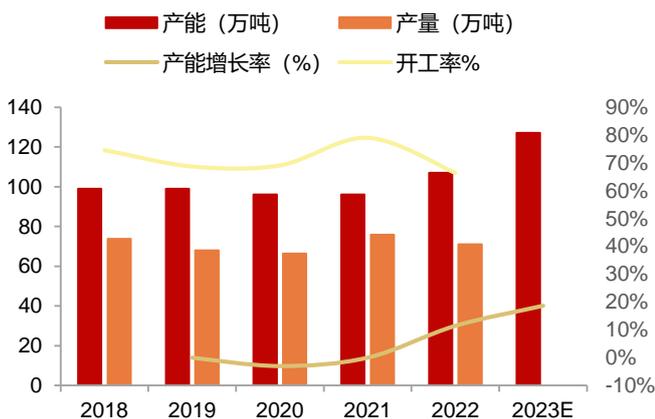
图27: DMF 需求量受经济波动影响较大



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

**DMF 供给端竞争加剧，预计 DMF 价格承压。**我国是全球最大的 DMF 市场，目前国内 DMF 生产企业有 10 家左右，主要为华鲁恒升、鲁西化工、安阳九天等。2021 年上半年，随着疫情缓解，国内外需求有所恢复，整体市场需求呈现上行态势；下半年，主要下游需求持续旺盛，受能源双控、环保督查和局部疫情影响，供应阶段性减少，整体市场阶段性供不应求局面常现，价格屡攀新高。2022 年上半年，国内疫情反复导致 DMF 下游需求减弱，叠加产能恢复供给量增加，导致 DMF 价格和行业利润率大幅度回落。随着疫情结束，下游制造业对 DMF 需求增大，但考虑到 DMF 产能相对充足，预计未来 DMF 价格难以大幅上涨。

图28: 预计 23 年 DMF 产能大幅提升



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

图29: DMF 价格承压回落

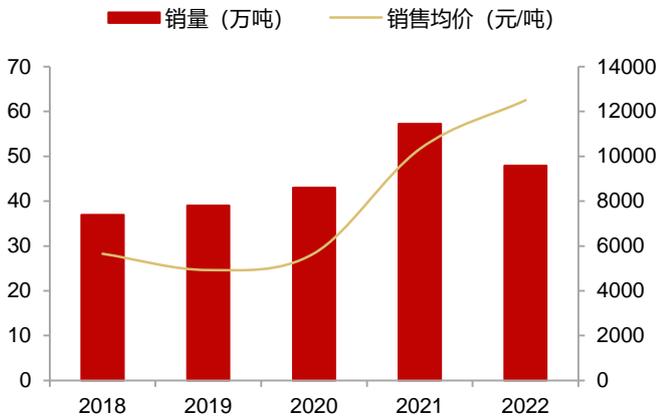


资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

**公司 DMF 产品的市场占有率高，营收、利润逐渐回落正常。**2021 年国内 DMF 产能总计 107 万吨，其中华鲁恒升以 33 万吨产能居首，市场占比高达 31%。华鲁恒升作为三胺国家标准起草单位和 DMF 行业标准修订单位，在该行业拥有较强市场话语权。得益于 2021 年 DMF 需求增加和价格上涨，公司有机胺营收在 2021 年同比增长 142%，充分享受

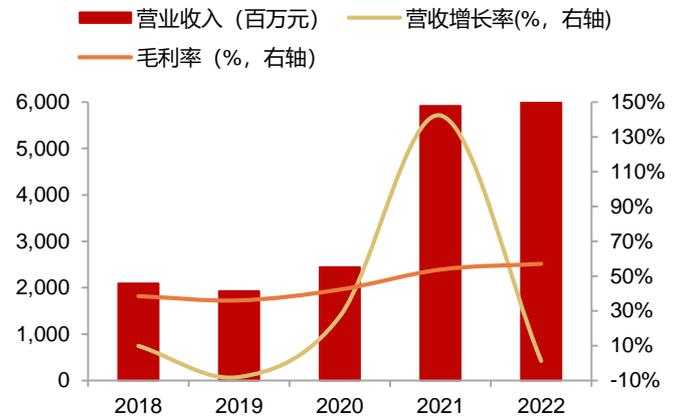
到价格上涨的红利，2022 年公司有机胺营收与 2021 年基本持平。随着后续 DMF 价格回落至正常水平，预计 DMF 业务营收和利润有所回落。

图30: 2022 年公司有机胺销量略有下滑但整体依旧呈增长态势



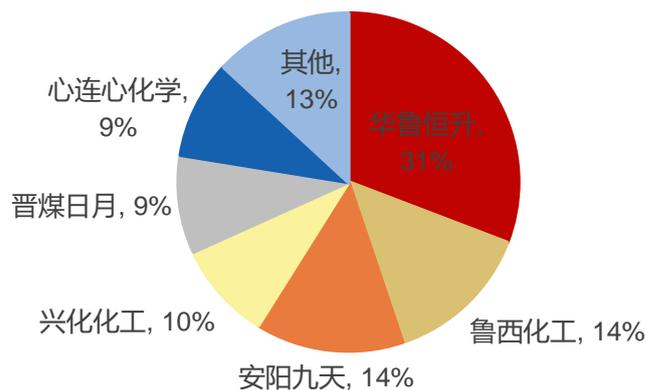
资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

图31: 公司有机胺营收和毛利率均稳步提升



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图32: 公司 DMF 产能位居行业之首



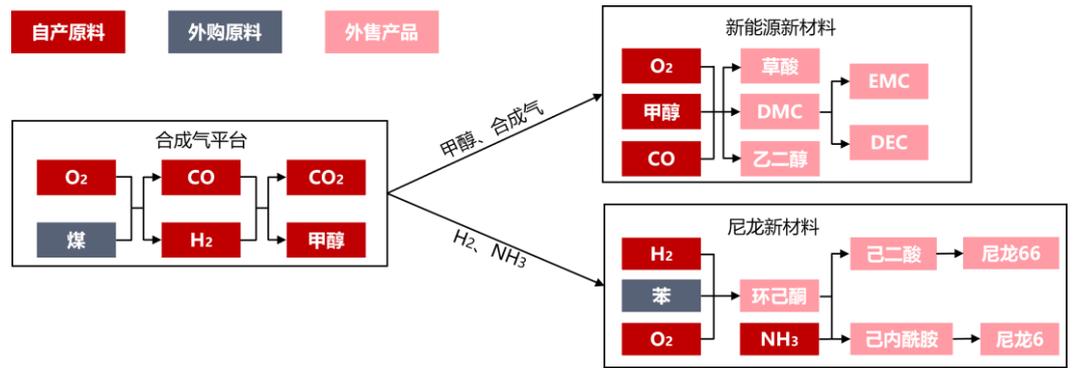
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 3 本地高端化：新材料延伸迈向高端化，打造本部第二成长曲线

#### 3.1 产业链拓展：从 C<sub>1</sub> 到 C<sub>n</sub> 产业链不断延伸，新能源和新材料助力公司腾飞

基于自身合成气平台，公司产业链不断延伸并切入新能源和新材料赛道。凭借多年深耕于煤化工领域的技术和柔性多业联产的运营模式，公司已经将产业链延伸至新材料和新能源领域。1) 着眼尼龙新材料的发展前景，构建了以苯为原料，经由环己酮、环己醇等产品发展己内酰胺、尼龙 6 产品，并且公司也正在启动尼龙 66 高端新材料项目，以此实现柔性互补、联动发展；2) 着眼新能源汽车和锂电化学品的蓬勃发展，通过乙二醇联产草酸、碳酸二甲酯，并延伸拓展至碳酸二乙酯、碳酸甲乙酯，构建形成与电解液相关的新能源溶剂材料——碳酸酯；与磷酸铁锂相配套的新能源上游材料——草酸。公司基于自身合成气平台，将产品不断做精做细，助力企业迎来新的腾飞。

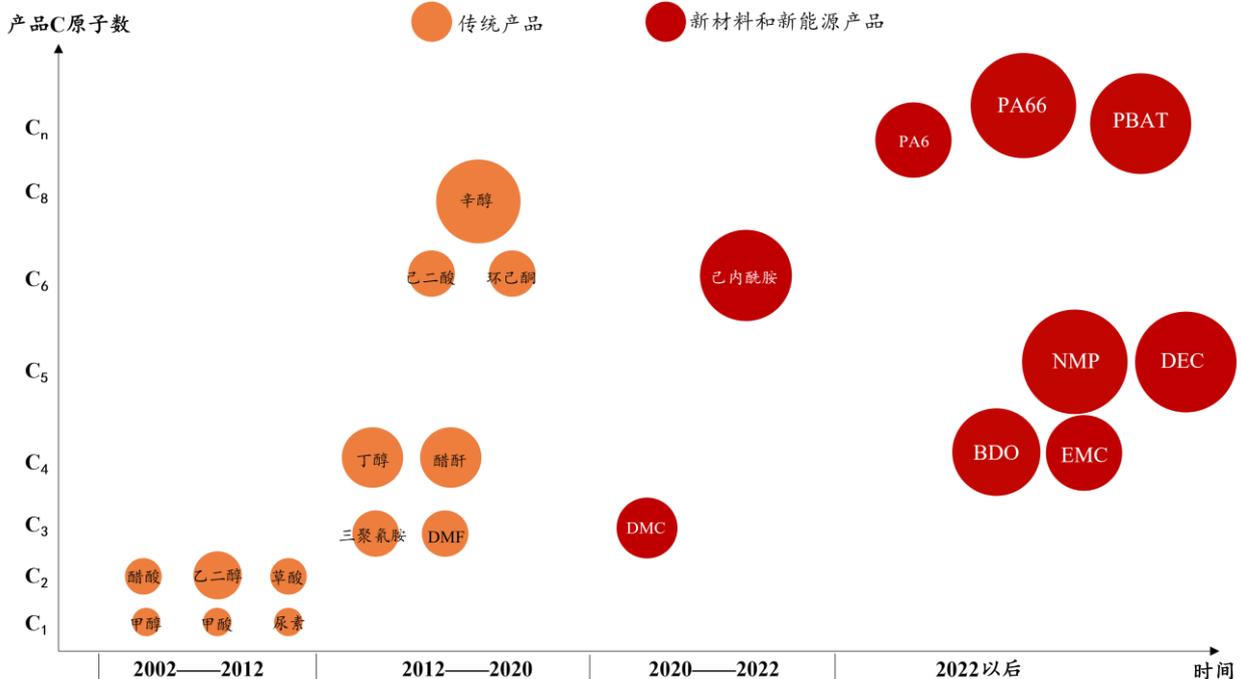
图33: 公司产业链延伸至新材料和新能源领域



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

产品附加值随着产品 C 原子数的升高而不断提升, 公司现有产业链延伸拓展和产品迭代升级扎实推进。公司以煤气化为核心, 将产业链进行高端化拓展, 从 C<sub>1</sub> 和 C<sub>2</sub> 产品出发, 逐渐向 C<sub>3</sub>、C<sub>4</sub> 以及 C 原子数更高的高分子材料延伸, 随着产品 C 原子数的提高, 产品附加值也随之不断提升。例如, 尿素和醋酸这类 C<sub>1</sub>、C<sub>2</sub> 产品的单价多维持在每吨 5000 元以内, 随着产品 C 原子数的增加, DMC 和 BDO 这类 C<sub>3</sub>、C<sub>4</sub> 产品价格可维持在每吨约 7000 元以上。此外, 公司新增投产的尼龙新材料和 EMC、DEC 等新能源电解液材料, 这些产品的单价多维持在每吨 10000 元以上, 高附加值产品将扎实推进公司产品迭代升级。

图34: 公司产品的价格及附加值随着 C 原子数目增多逐渐增长

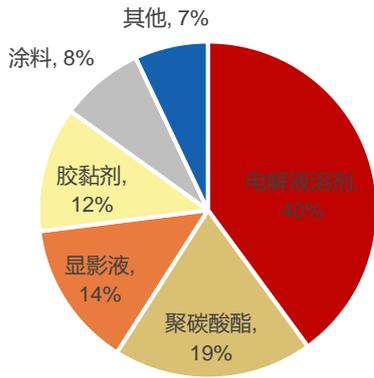


资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所 (注: 气泡大小表示产品价格的高低)

### 3.2 新能源材料: 电解液溶剂需求快速增长, 电池级 DMC 龙头有望核心受益

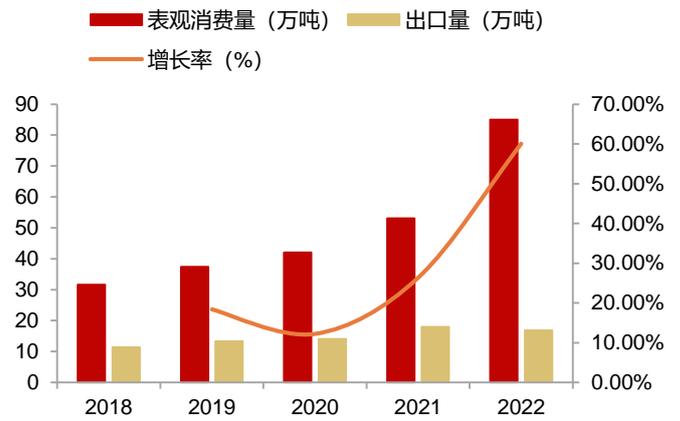
受到下游电解液市场带动，电池级 DMC 需求有望快速提升。DMC（碳酸二甲酯），是一种低毒、环保性能优异、用途广泛的化工原料，下游应用主要包括电池电解液、聚碳酸酯等，其中电解液溶剂为 DMC 应用的第一大领域，占比约 40%（电解液溶剂需要电池级 DMC，纯度要求 99.99%及以上）。DMC 属于链状碳酸酯，其粘度比环状碳酸酯低，电学稳定性更好，能够提高电解液低温性能，近年来全球新能源汽车行业兴起带动 DMC 需求快速增长。DMC 表观消费量从 2018 年的 31.62 万吨跃升至 2022 年的 84.98 万吨，其中 2022 年增长率达 60.01%。根据高工锂电预测，2025 年中国电池出货量将达到 1747GWh 左右，通过测算，2025 年中国电解液出货量有望达到 212.6 万吨，电池级 DMC 需求量将达到 81.3 万吨左右。

图35: DMC 下游需求中电解液溶剂占比最大



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

图36: DMC 表观消费量增长迅速



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

表3: 2025 年国内电池级 DMC 需求量有望达到 81.3 万吨

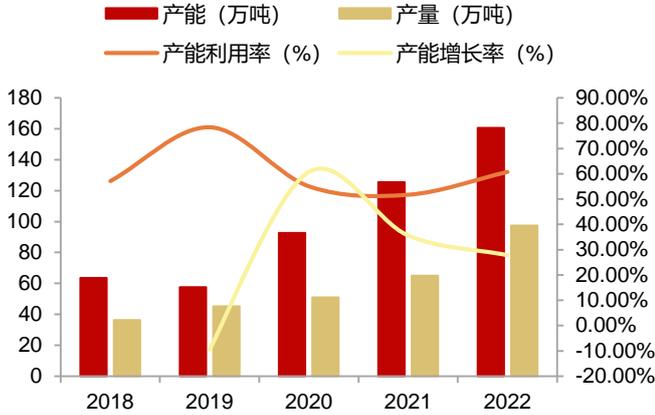
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	假设
中国电池出货量 (GWh)	327	655	1110	1368	1747	
磷酸铁锂电池出货量 (GWh)	167.5	429.7	732.6	876.9	1086.1	1GWH 磷酸铁锂电池需 1410 吨电解液
三元电池出货量 (GWh)	159.5	225.3	377.4	491.1	660.9	1GWH 三元电池需 900 吨电解液
电解液出货量 (万吨)	38.0	80.9	137.3	167.8	212.6	
电解液溶剂出货量 (万吨)	32.3	68.7	116.7	142.7	180.7	1 吨电解液需 0.85 吨溶剂
电池级 DMC 需求量 (万吨)	14.5	30.9	52.5	64.2	81.3	每吨溶剂质量的 45% 为 DMC

资料来源: iFinD、高工锂电、浙商证券研究所

目前国内工业级 DMC 产能过剩，电池级 DMC 供给有所改善，行业盈利能力处于历史低位。从 DMC 产能和产量来看，2019 年以来 DMC 产能逐年增长，2022 年 DMC 产能达到 160.6 万吨（同比增长 27.87%）。根据华经产业研究院统计，2021 年我国年 DMC 产能主要集中于工业级 DMC，占比约 88.9%，受工业级 DMC 产能过剩的影响，2020-2022 年 DMC 的整体产能利用率仅在 55% 左右浮动。受技术难度制约，目前电池级 DMC 仅有少数企业能够生产，电池级 DMC 行业集中度较高。从 DMC 价格来看，2020H2-2022Q1 期间，随着“碳达峰、碳中和”目标的提出以及新能源汽车市场渗透率的不断提升，新能源汽

车销量攀升拉动了电解液需求高涨，电池级碳酸酯供不应求，价格出现快速上涨；此后随着华鲁恒升 30 万吨电池级 DMC 顺利投产，2022Q2 开始供需关系有所缓解，价格逐渐下降并回归合理区间。目前随着多家企业电池级碳酸酯纷纷投产，行业盈利能力处于历史低位，考虑到未来国内需求端拉动仍然强劲，且随着产能出清，预计具备成本优势的企业将逐步抢占市场并最终获得相对丰厚的利润回报。

图37: DMC 产能和产量增长迅速



资料来源: 隆众资讯、浙商证券研究所

图38: DMC 产能过剩, 价格回归合理区间



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

表4: 目前电池级 DMC 仅有少数企业能够生产

企业	产能 (万吨)	产品等级	占比 (%)
华鲁恒升	30	电池级	15.74%
浙江石化	20	工业级	10.49%
江苏思派	15	工业级/电池级	7.87%
湖北三宁	15	工业级	7.87%
胜华新材	12.5	电池级	6.56%
安徽红四方	10	工业级/电池级	5.25%
利华益维远	10	工业级	5.25%
山东德普	4 (6)	工业级/电池级	5.25%
恒力石化	(10)	电池级	5.25%
其它	58.1	以工业级为主	30.48%

资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所 (括号表示预计投产产能)

煤制乙二醇联产工艺生产 DMC，走出一条与国内主流酯交换法不同的生产之路。华鲁恒升通过自身的合成气平台生产所得的 CO、甲醇、H<sub>2</sub> 等原料，自主研发了乙二醇生产线联产碳酸二甲酯的新工艺和新型催化技术，产品质量和收率大幅提升，成功降低了 DMC 生产成本并且有效提高了 DMC 的纯度。华鲁恒升 30 万吨电池级 DMC 的顺利投产为公司一举拿下 DMC 产能榜首，DMC 产能占整个市场 18% 左右，电池级 DMC 市场占有率占据市场主导权。

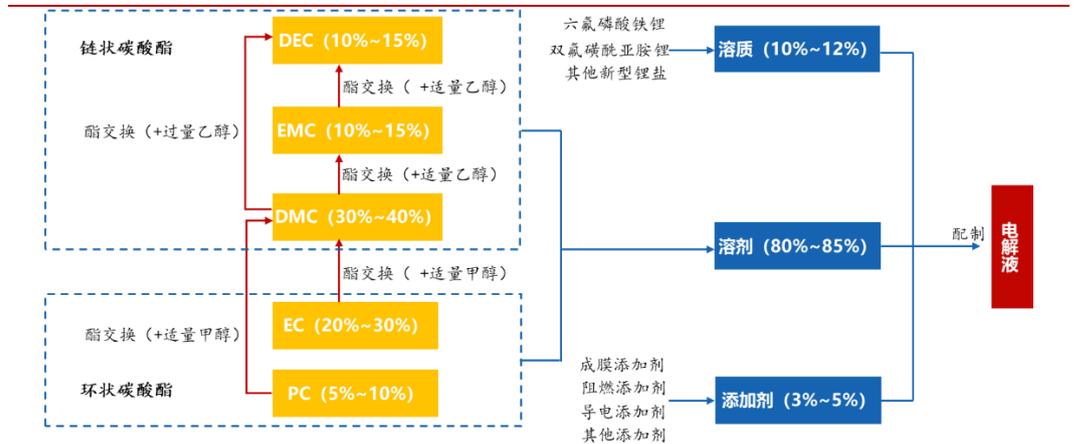
表5: 公司使用煤制乙二醇联产工艺生产 DMC

工艺	酯交换法	甲醇羰基氧化法	尿素醇解法 (尿素两步法)	煤制乙二醇联产工艺
原料	甲醇、二氧化碳、环氧乙/丙烷	甲醇、一氧化氮、氧气	甲醇、尿素、丙二醇	一氧化氮、氧气、甲醇
优点	技术成熟; 催化剂多次升级, 效率高; 生产安全性高、产品收率高; 产品纯度较高	原料易得, 成本较低; 设备投资较低	原料价廉、易得; 无腐蚀, 无污染; 产物丙二醇可以继续做原料参与循环生产	煤气化平台提供原料有效降低成本; 装置投资低; 工艺可延展生产 DEC、DMC
缺点	成本受制于环氧乙/丙烷价格, 成本较高; 副产物乙/丙二醇纯度不足, 影响最终经济效应; 投资较大	DMC 纯度较低; 使用铜化合物, 对设备有较强的腐蚀性; 亚硝酸甲酯易爆炸, 存在安全隐患	尿素分解污染产品的问题, 且催化剂成本较高, DMC 成本纯度不足, 影响其在高端领域应用	亚硝酸甲酯易爆炸, 存在安全隐患
副产品	乙/丙二醇	草酸二甲酯	合成氨	草酸二甲酯
代表企业	浙江石化/石大胜华	中盐红四方	中科惠安	华鲁恒升

资料来源: 华经产业研究院、浙商证券研究所

**创新工艺降低 DMC 生产成本, 技术突破切入 DEC 和 EMC 领域。**除了 DMC 以外, 公司采用酯交换法随之将产业链延伸拓展至 DEC 和 EMC (锂电池电解液采用“混合溶剂体系”, DMC、DEC 和 EMC 在电解液中的成分占比分别约为 30%-40%、10%-15%和 10%-15%), 并成功攻克了反应形成的共沸物分离困难, 产物中易混入醇等问题, 在中试中公司的 DEC 和 EMC 产品质量均已达到了电池级标准。酯交换法工艺相对简单且催化效率高, 预计在未来一年内实现 30 万吨 DEC 和 5 万吨 EMC 的投产, **未来电池级碳酸酯年均可实现营业收入约 45.45 亿元, 利润约 7.01 亿元。**除此之外, 该工艺还可以联产草酸 30 万吨, 帮助公司切入磷酸铁锂供应链, 为“草酸-草酸亚铁-磷酸铁锂”产业链提供上游原材料, 完善公司在磷酸铁锂电解液材料相配套的原材料生产。

图39: DMC 可通过酯交换法合成 DEC 和 EMC



资料来源: 华经产业研究院、《碳酸甲乙酯酯交换法生产工艺的研究》、《碳酸乙烯酯和甲醇均相酯交换反应过程研究》、浙商证券研究所

表6: 高端溶剂项目投资与预计营收、利润情况

项目名称	建设期	投资额 (亿元)	产品	产能 (万吨)	预计营收 (亿元)	预计利润 (亿元)
高端溶剂项目	2022-2023	10.31	碳酸二甲酯	60	45.45	7.01
			碳酸甲乙酯	30		
			碳酸二乙酯	5		

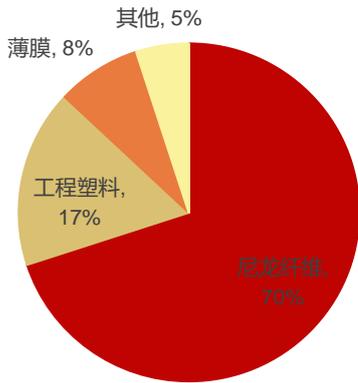
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 3.3 尼龙新材料：下游需求复苏价格有望回升，新项目投产打造产品集群

#### (一) 尼龙-6

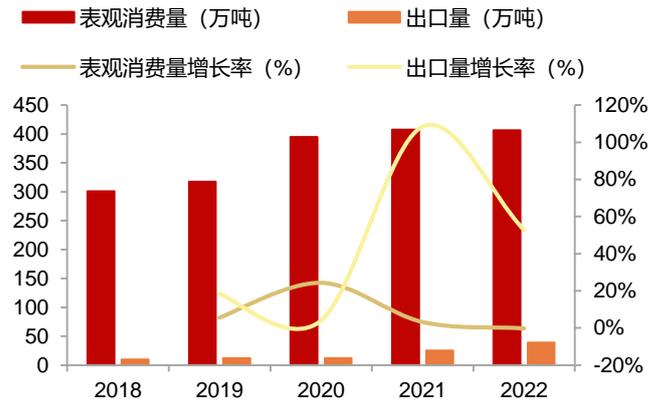
尼龙6主要用于尼龙纤维和工程塑料，2018-2022年复合增长率约为5%。从石油、煤中提炼苯进而生产己内酰胺，经过聚合反应生产尼龙6切片。下游产品主要包括尼龙纤维、工程塑料、薄膜，广泛应用于服装、汽车、产品包装等领域。其中尼龙纤维是主要化纤材料之一，分为工业丝和民用丝。我国对尼龙6的需求量巨大，2022年表观消费量达400万吨，2018-2022年复合增长率约为5%。

图40： 尼龙6下游消费主要集中在尼龙纤维和工程塑料领域



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

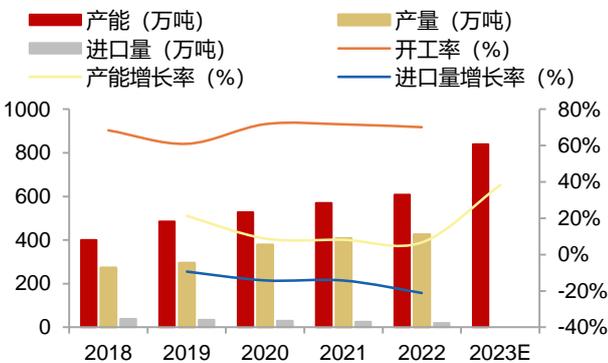
图41： 2018-2022年尼龙6年复合增长率约为5%



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

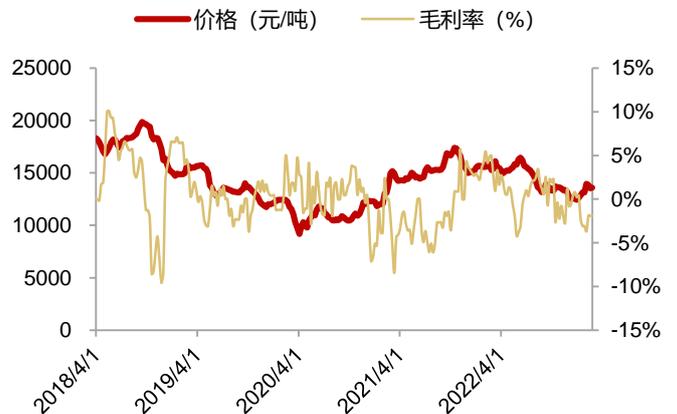
行业整体处于盈亏平衡点，需求复苏产品价格有望回升。90年代初，我国开发出具有自主知识产权的己内酰胺成套生产技术，打破了国外公司的垄断。受益于经济的高速发展，尼龙产量快速增长。2022年我国尼龙产量约450万吨，已成为全球第一大尼龙生产国。国内尼龙6切片由于需求量巨大且技术相对成熟，尼龙6的产能分布相对分散，行业的集中度和垄断性不强。目前，受下游需求影响，行业整体盈利能力低下，基本处于盈亏平衡点。未来预计随着经济复苏，尼龙6价格有望回升。

图42： 2023年尼龙6产能预计大幅提升



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

图43： 尼龙6价格受经济形势影响较大，行业整体盈利能力较低



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

公司投资建设己内酰胺及尼龙新材料项目，充分发挥煤气化平台的成本优势。项目以苯和氢气为原料，采用先进的工艺技术，主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置，配套建设双氧水、甲酸、硫酸装置。华鲁的成本优势体现在以下几个方面：原料方面，生产己内酰胺用到的氢气、液氨由公司造气平台提供，成本低；技术方面，肟化反应生成己内酰胺，能耗低、产率高；运输方面，己内酰胺为液体运输费用昂贵，自建产线节省运输成本。项目投产后，可年产己内酰胺 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。预计年均实现营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元。

表7： 酰胺及尼龙新材料项目建设计划

项目名称	建设期	投资额 (亿元)	产品	产能(万 吨)	预计营 收(亿 元)	预计利润 (亿元)
酰胺及尼龙新材料 项目	2019-2022	49.8	己内酰胺	30	56.13	4.46
			甲酸	20		
			尼龙切片	20		
			硫铵	48		

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## （二）尼龙-66

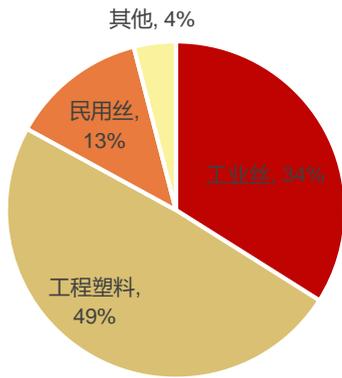
相较尼龙 6，尼龙 66 的各方面综合性能更加优良。尼龙 66 是一种由己二酸和己二胺共聚而成的高分子聚合物，具有耐热性好、抗疲劳、强度高特性，下游产品主要包括工程塑料、工业丝、民用丝等。与尼龙 6 相比，尼龙 66 的熔点和热变形温度更高，耐热性更好。力学性能较好，成型收缩率低。因此，尼龙 6 下游 70% 用于纺织领域，而尼龙 66 下游近 50% 为工程塑料领域，是电子电气、轨道交通、国防军工等领域的重要材料，也是汽车工业中良好的金属替代品。伴随经济发展，对尼龙 66 的需求量预计不断增加。

表8： 尼龙 66 相较尼龙 6 各方面综合性能更加优良

指标	尼龙 6	尼龙 66
熔点 (°C)	215	252
热变形温度 (°C)	68	75
拉伸强度 (MPa)	75	80
压缩强度 (MPa)	85	105
弯曲强度 (MPa)	120	60-100
成型收缩率	0.8-2.5	1.5-2.2

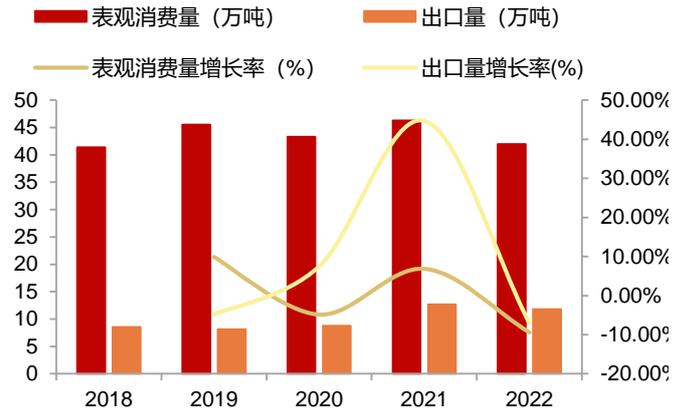
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图44: 尼龙 66 下游消费主要集中在工程塑料和工业丝领域



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

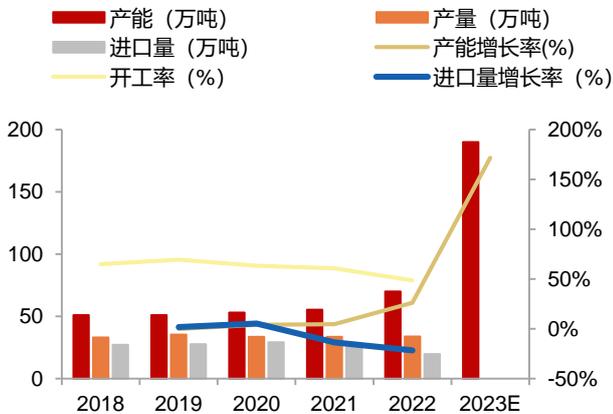
图45: 尼龙 66 表观消费量受经济波动影响明显



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

**尼龙 66 国产化进程不断推进, 价格将维持在合理区间。** 尼龙 66 由己二酸与己二胺聚合而成, 合成己二胺的关键中间体己二腈生产技术壁垒高, 己二腈产能长期被英威达、索尔维等海外企业垄断, 导致国内尼龙 66 的发展长期受到制约。伴随原料丙烯腈技术国产化突破, 尼龙 66 产能呈现出稳步上升趋势, 且进口量下降, 出口量增加, 有望迎来新一轮快速成长期。近五年尼龙 66 价格波动较大。自 2018 年受经济下行影响价格不断走低, 在 2021 年产生较大幅的反弹, 于 2022 年价格触顶后, 开始持续下滑。考虑未来需求增加且行业供给较充裕, PA66 价格将处于合理区间。

图46: 尼龙 66 国产化进程不断推进



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

图47: 尼龙 66 价格波动较大 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、浙商证券研究所

**公司投资建设尼龙 66 高端新材料项目, 打造尼龙新材料产品集群。** 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。本项目预计总投资 30.78 亿元, 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。

表9: 尼龙 66 高端新材料项目建设计划

项目名称	建设期	投资额 (亿元)	产品	产能 (万吨)	预计营收 (亿元)	预计利润 (亿元)
尼龙 66 高端新材料项目	2022-2024	30.78	尼龙 66	8	33.56	5.34
			己二酸	20		
			副产二元酸	1.35		

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 4 异地谋新篇: 荆州基地打破发展天花板, 公司昂首迈入新阶段

### 4.1 战略意义: 双碳背景下煤指标受限, 新项目落户荆州突破发展瓶颈

山东煤指标受限, “走出去” 战略打开公司发展天花板。随着我国“双碳”目标的提出, 我国将绿色发展提升到了一个新的高度。目前山东省已经成为我国的煤炭调入大省, 根据《山东省能耗指标收储使用管理办法》、《山东省建设绿色低碳高质量发展先行区三年行动计划 (2023-2025 年)》, “十四五”期间省级统筹收储能源消费指标为 2050 万吨标准煤, 其中仅 20%可用于市场竞购, 其他指标据需要申请且申请项目必须是省重大项目、列入省新旧动能转换重大项目库的优选项目等, 煤化工产业的发展受到一定的制约。“十四五”期间, 山东华鲁恒升化工股份有限公司实施“走出去”战略势在必行, 走出去寻找更适合投资建设的园区、更容易实现成本控制和创新发展。

表10: “十四五”山东省煤炭指标收储使用管理情况

能耗指标收储				能耗指标使用		
<b>煤指标</b>	能源消费指标	煤炭替代指标	煤炭消费指标	<b>使用方式及范围</b>	依申请使用: 省重大项目; 列入省新旧动能转换重大项目库的优选项目; 省“双招双引”重点项目及儒商大会等重大活动签约项目; 关系全省生产力布局和社会发展的重点项目	市场竞购: 所有符合市场竞购条件的项目
<b>含义</b>	项目因能源消费增量空间不足导致项目无法落地, 需有偿获得的能源消费量	通过减少存量煤炭消费为新上耗煤项目腾出的煤炭消费量	耗煤企业扩大生产或煤炭消费空间不足, 需有偿使用的煤炭消费量	<b>使用价格</b>	基准价: 能源消费指标为 200 元/吨, 标准煤指标为 150 元/吨; 重大项目优惠: 20%	基准价格基础上, 由项目建设单位竞价决定
<b>收储数量</b>	2050 万吨标准煤	-	-	<b>使用数量</b>	省级收储能耗指标总量 80%及其他指标	省级收储能耗指标总量 20%
<b>实施时间</b>	2022 年 9 月 1 日-2024 年 8 月 31 日					

资料来源: 山东省人民政府、浙商证券研究所

中部崛起战略推动跨区域发展, 湖北荆州和华鲁恒升珠联璧合。2016 年 12 月 17 日, 国务院批复同意《促进中部地区崛起“十三五”规划》。根据国务院批复精神, 中部地区将建设成为全国重要先进制造业中心, 其中石化和化学工业是制造业的重要组成部分, 借助浩吉铁路北煤南运战略, 湖北省具有发展建设大型煤化工基地的产业基础。相比山东省煤炭消耗量常年位于全国首位 (占全国总煤炭消耗量的 10%左右), 湖北省煤炭消耗量仅为其 1/4 左右, 可为相关煤化工企业提供充足的煤炭保障。根据荆州市 2022 年 1 月 29 日发布的《荆州市能源保障和发展“十四五”规划》, 2025 年荆州市煤炭消耗量达 914 万吨标准煤,

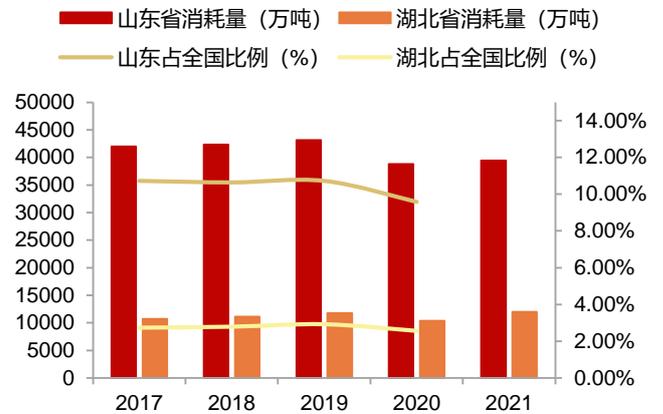
“十四五”期间，荆州热电二期、江陵电厂二期、华鲁恒升等相继投产后将新增标准煤消耗量约为 500 万吨，充足的煤炭供应和相对宽裕的煤指标将助力公司长远发展。

图48： 中部崛起战略将中部地区建设为先进制造业中心



资料来源：中华人民共和国中央人民政府、浙商证券研究所

图49： 湖北煤炭消耗量仅为山东省的 1/4 左右



资料来源：国家统计局、山东省统计局、湖北省统计局、浙商证券研究所

## 4.2 荆州优势：地理位置优越发展空间广阔，本部成本优势预计成功复制

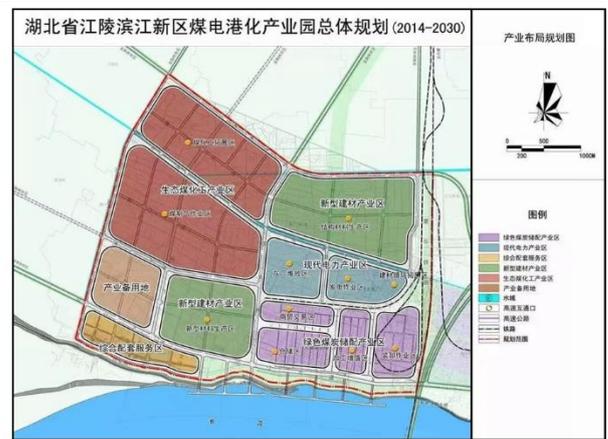
**地理位置得天独厚，荆州基地优势延续。**借助北煤南运大通道浩吉铁路与长江黄金水道在江陵交叉的历史机遇，湖北省计划建设荆州江陵绿色能源化工产业园区。产业园以路港一体化发展为出发点，以产业的循环发展为主线，以打造华中重要的煤电能源基地为落脚点，将园区的功能定位概括为“一园四基地”（煤电港化产业园；煤炭储配基地、电力能源基地、煤化工产业基地、环保建材产业基地）。目前，荆州江陵绿色能源化工产业园区建设已上升为省级战略，湖北明确支持其发展现代煤化工产业，将加快建设华中首个国家级以煤炭应急储备、配送、交易为主的区域煤炭集散中心，以煤电一体化、煤制燃料为主的“北煤南运清洁利用国家示范区”，以煤制甲醇、烯烃为主的“国家级现代煤化工基地”。华鲁恒升荆州基地落地产业园内，位于浩吉铁路和长江黄金水道的交汇处，既可以低成本本地输入煤资源，延续德州基地成本优势，也可以有效辐射华中、华东和华南等煤化工主要消费市场，拓展公司产品销售范围。

图50： 江陵煤电港化产业园地理位置得天独厚



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图51： 江陵煤电港化产业园总体规划



资料来源：水利部、浙商证券研究所

**荆州基地有望继续保持公司的低成本优势。原材料供应：**与北方煤化工基地或华鲁德州基地相比，荆州基地距离产煤区较远，原材料的运输成本相对高些，但荆州基地原料煤及燃料煤通过浩吉铁路运输至厂内煤仓，原料供应充足，煤炭采购价格有望部分弥补运输成本差距。**工业用水：**荆州地处水资源充沛的长江流域，水资源丰富，煤化工作为高耗水行业，工业用水费用成本更低。**三废处理：**一方面，荆州产业园配套环保建材产业基地，这些废渣属于一般固废，可以用作高速公路和城市建设。相比渣场堆埋，综合利用效率高；另一方面根据工业废水处理成本在荆州仅为西部的 1/10 左右。**产品运输：**荆州基地靠近长江中下游广阔的市场，可以借助长江黄金水道将化工产品高效安全地运输至下游消费市场。尽管浩吉铁路吨公里运费较高且路线较长，原料运输成本高，但综合各方面来看，荆州基地的总体成本与德州基地接近甚至更低，有望复制德州基地的低成本优势。

表11: 荆州基地有望继续保持公司的低成本优势

项目	荆州基地	相对优劣势	与德州相比成本变动
原材料供应	消耗原料煤 280.8 万 t/a，拟采用曹家滩煤矿；燃料煤 164 万 t/a，拟采用小保当煤矿。	1、荆州基地原料煤及燃料煤通过浩吉铁路运输至厂内煤仓，原料供应充足，煤炭采购价格较低； 2、从榆林到江陵约 1000 公里，运费 0.18 元/吨公里，略高于德州基地（朔黄线运费 0.12 元/吨公里，全长约 600 公里）	增加 80-120 元/吨
工业用水	煤化工是高耗水行业，煤制油、煤制烯烃和煤制天然气单位产品平均耗水量分别达 10t、27t、6t 左右	荆州地处长江流域，水资源丰富，工业用水成本约为 0.2 元/立方米，相比内陆煤化工基地，工业用水成本更低	减少 20-40 元/吨
三废处理	每吨煤化工产品平均要产生 10% 至 20% 左右的废渣；且煤化工行业作为高耗水的行业，在生产过程中会产生大量的有机废水和含盐废水。	1、荆州产业园配套环保建材产业基地，这些废渣属于一般固废，可以用作高速公路和城市建设。相比渣场堆埋，综合利用效率高； 2、工业废水处理成本在荆州仅为西部的 1/10 左右	减少 5-20 元/吨
产品运输	位于北煤南运大通道浩吉铁路与长江黄金水道，铁水联运，且公司自备铁路	煤化工产品从产业园港口装船，顺江而下运送至长三角下游市场，耗时只需 4 天至 5 天，运输时间短，成本更低、安全性更高。	减少 60-100 元/吨

资料来源：公司公告、荆州市人民政府、中国能源报、浙商证券研究所 注：原材料供应成本变动不考虑煤炭采购价格区别

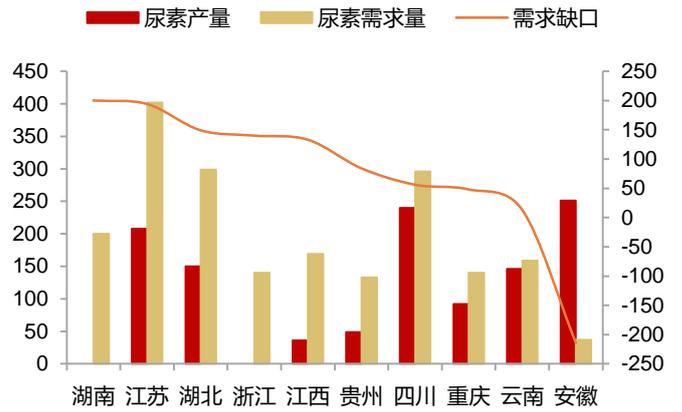
**荆州基地项目有望辐射长江经济带的广阔消费市场。**长江经济带包括 11 个省市，串联起长江三角洲城市群、长江中游城市群和成渝城市群，人口和生产总值均超过全国的 40%，拥有巨大的消费市场。荆州基地项目地处长江经济带中心位置，可以依托长江黄金水道便利的航运将产品低成本、快速地运送至下游市场。根据湖北日报报道，在荆州建造煤化工基地，化工产品顺江而下，到长三角只需 4 天至 5 天，运输时间缩减 3/4，且安全性高。另外，以荆州基地的主要产品之一尿素为例，长江经济带是我国的农业聚集区，对尿素的需求量较大但产能、产量较低，需要从山东，山西等北方煤化工基地将尿素调入。湖南、江苏、湖北等省的需求缺口超百万吨，预计总需求缺口约 800 万吨。荆州基地计划建设 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万吨 DMF 等项目，可以填补长江经济带对煤化工产品的需求缺口。

图52: 荆州基地项目有望辐射长江经济带的广阔消费市场



资料来源: 新华网、浙商证券研究所

图53: 长江经济带尿素产量与消费量大部分存在缺口 (万吨)



资料来源: 北方农资、百川盈孚、浙商证券研究所

### 4.3 未来成长: 多阶段规划产品门类丰富, 营收利润体量预计大幅提升

荆州基地总共分三个阶段, 建成后预计营收过百亿、利润超十亿元。基地建设第一阶段计划投资 115 亿元, 打造煤炭高效转化平台, 实现关键平台型产品产能达产。其中园区气体动力平台项目用于建设煤气化炉、空分装置等公用工程设施, 合成气综合利用项目用于建设尿素、醋酸、有机胺等产品的产线, 预计 2023 年建成投产。第二阶段计划投资 34 亿元, 扩大关键平台型产品规模, 继续向下游延伸, 形成丰富稳健的产品结构。主要建设绿色新能源材料项目, 主要包括 NMP、BDO、PBTA 等产品的产线, 预计 2024 年建成投产。此外, 公司还有 234 亿元的第三阶段投资建设计划, 大力推进产业链延伸, 实现终端产品高端化发展, 显著提升企业单位投资产值。主要建设己内酰胺、尼龙、聚甲醛、碳酸二甲酯、丙烯酸等 22 个项目, 以实现终端产品高端化。

图54: 荆州基地分三阶段建设, 总投资近 400 亿元



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表12: 荆州基地未来项目规划

项目名称	建设期	产品	规划产能 (万吨)	投资额 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)
园区气体动力平台项目 (一期)	2021-2023	氨醇	240	59.24	52.01	7.05
合成气综合利用项目 (一期)	2021-2023	尿素	100	56.04	59.68	6.26
		醋酸	100			
		混甲胺	15			
		DMF	15			
		三聚氰胺	5			
绿色新能源材料项目 (二期)	2022-2024	NMP	16	33.87	35.91	6.39
		BDO	20			
		PBAT	3			

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 5 盈利预测和投资建议

### 5.1 业务拆分与盈利预测

公司作为国内煤化工行业龙头, 依托低成本煤气化技术, 形成“一头多线”的柔性多业联产运营模式。公司坚定高端化布局, 加快新能源、新材料项目建设。公司聚焦异地谋发展, 全力推进荆州基地建设。我们综合行业和公司过去几年经营情况, 做出以下关键假设:

**(1) 新材料相关产品:** 该业务是公司提高产品附加值、高端化布局的主要体现, 近几年快速发展, 已成为公司核心业务。考虑到公司 22 年底投产的 20 万吨尼龙 6 切片项目逐步达产, 以及包含 30 万吨碳酸甲乙酯和 5 万吨碳酸二乙酯的高端溶剂项目、包含 8 万吨尼龙 66 和 20 万吨己二酸的尼龙 66 高端新材料项目等于 2023 年逐步投产, 公司新材料相关产品销量有望快速增长, 我们预计 2023-2025 年公司新材料相关产品业务营收分别为 170.79、204.76、221.62 亿元。此外, 预计随着原材料价格逐步下滑, 以及部分高毛利率产品的投产, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 20.3%、23.2%、23.1%。

**(2) 有机胺系列产品:** 国内 DMF 价格于 2022 初开始逐步下跌, 目前已处于合理区间, 预计未来价格相对稳定。考虑到 2023 年荆州基地 15 万吨 DMF 投产, 以及预计未来原料煤的价格逐步回落, 我们预计 2023-2025 年公司有机胺业务营收分别为 33.15、36.50、40.00 亿元, 对应毛利率分别为 23.1%、30.0%、30.0%。

**(3) 化肥:** 化肥业务关乎粮食安全和国计民生, 需求周期性弱, 且考虑到供给端受限, 未来产品价格将继续保持相对高位。考虑到 2023 年荆州基地 100 万吨尿素投产, 我们预计 2023-2025 年公司化肥业务营收分别为 63.21、66.60、72.60 亿元, 对应毛利率分别为 41.0%、36.5%、36.1%。

**(4) 醋酸及衍生品:** 由于行业供需矛盾缓解, 醋酸价格自 2021 年末开始高位回落, 我们预计 23 年逐步企稳后并保持在合理区间。考虑到 2023 年荆州基地 100 万吨醋酸投产, 我们预计 2023-2025 年公司醋酸及衍生品业务营收分别为 29.40、47.40、53.40 亿元。预计随着原料煤的价格回落, 该业务的生产成本得以降低, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 22.8%、36.7%、38.3%。

**(5) 其他产品:** 主要产品的副产物, 非公司核心业务, 预计未来几年营收规模和毛利率相对稳定。我们预计 2023-2025 年公司醋酸及衍生品业务营收分别为 11、11、11 亿元, 对应毛利率分别为 27.3%、27.3%、27.3%。

**(6) 其他业务:** 非公司核心业务, 预计未来几年营收规模和毛利率相对稳定。我们预计 2023-2025 年公司醋酸及衍生品业务营收分别为 9.88、10.87、11.95 亿元, 对应毛利率分别为 15.0%、15.0%、15.0%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 317.43、377.13、410.58 亿元, 同比增速分别为 19%、19%、9%, 毛利率分别为 25.0%、27.8%和 27.9%。

表13: 公司业务拆分 (单位: 百万元, %)

项目	2022A	2023E	2024E	2025E	
合计	营业收入	30,245	31,743	37,713	41,058
	YOY	14%	19%	19%	9%
	营业成本	21,491	23,806	27,228	29,593
	毛利率	28.9%	25.0%	27.8%	27.9%
新能源新材料相关产品	营业收入	14,653	17,079	20,476	22,162
	YOY	27%	17%	20%	8%
	营业成本	12,410	13,617	15,719	17,044
	毛利率	15.3%	20.3%	23.2%	23.1%
有机胺	营业收入	5,995	3,315	3,650	4,000
	YOY	1%	-45%	10%	10%
	营业成本	2,578	2,548	2,555	2,800
	毛利率	57.0%	23.1%	30.0%	30.0%
肥料	营业收入	5,518	6,321	6,660	7,260
	YOY	33%	15%	5%	9%
	营业成本	3,346	3,731	4,228	4,640
	毛利率	39.4%	41.0%	36.5%	36.1%
醋酸及衍生品	营业收入	2,106	2,940	4,740	5,340
	YOY	-39%	40%	61%	13%
	营业成本	1,454	2,271	3,002	3,293
	毛利率	31.0%	22.8%	36.7%	38.3%
其他产品	营业收入	1,074	1,100	1,100	1,100
	YOY	-13%	2%	0%	0%
	营业成本	848	800	800	800
	毛利率	21.0%	27.3%	27.3%	27.3%
其他业务	营业收入	898	988	1,087	1,195
	YOY	182%	10%	10%	10%
	营业成本	854	840	924	1,016
	毛利率	4.9%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 5.2 估值分析及投资建议

**首次覆盖并给予“买入”评级。**我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 317.43、377.13、410.58 亿元, 同比增速分别为 19%、19%、9%, 归母净利润分别为 54.89、72.15、79.44 亿元, 同比增速分别为 -12.73%、31.45%、10.10%, 对应当前股价 PE 分别为 12、9、8 倍。我们选取从事煤化工业务的宝丰能源、鲁西化工以及国内化工行业龙头万华化学作为可比公司, 2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 11、9、7 倍。此外, 公司是国内煤化工行业龙头, 既有低成本优势的护城河, 又有荆州基地成为新的业绩增长点, 公司近

十年平均 PE 估值保持在 15 倍以上水平。因此，综合行业平均情况和公司的历史估值水平，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应市值 823 亿元，目标价 38.78 元，对应当前股价有 25% 的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表14: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	2023/4/26	归母净利润 (亿元)					PE 估值				PB
		总市值 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
600989.SH	宝丰能源	973	63.03	83.35	113.81	163.15	15	12	9	6	2.8	
000830.SZ	鲁西化工	223	31.55	34.06	37.04	39.08	7	7	6	6	1.3	
600309.SH	万华化学	2880	162.34	205.47	251.84	290.47	18	14	11	10	3.6	
	平均值						13	11	9	7	2.5	
600426.SH	华鲁恒升	659	62.89	54.89	72.15	79.44	10	12	9	8	2.4	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图55: 华鲁恒升近十年 PE Band



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6 风险提示

**原材料价格上涨超预期。**公司经营业绩密切受到原材料煤价格波动的影响，如果原材料市场价格大幅上涨，公司产品售价滞后调整，将会对公司盈利水平构成影响。

**新项目进展不及预期。**公司现有尼龙新材料项目、碳酸二甲酯项目、荆州基地项目等多个项目处于建设过程中。若在建项目无法即使建成投产，将会影响公司业绩增长。

**下游需求不及预期。**公司主要产品用于农业、纺织业、新能源汽车等下游，若下游需求受宏观经济影响不及预期，将会影响公司营收和利润。

**政策变动风险超预期。**公司作为煤化工企业碳排放量大。国家“双碳”政策可能会对公司发展产生约束。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8,581	12,169	14,399	20,388
现金	1,849	5,228	6,473	11,810
交易性金融资产	1,406	1,306	1,506	1,406
应收账款	2,961	3,256	3,831	4,202
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	805	714	817	888
存货	1,173	1,178	1,334	1,565
其他	387	487	437	517
<b>非流动资产</b>	26,424	29,382	32,120	34,638
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15,591	18,024	20,310	22,425
无形资产	1,737	2,007	2,277	2,547
在建工程	5,026	5,268	5,438	5,556
其他	4,070	4,083	4,096	4,110
<b>资产总计</b>	35,005	41,552	46,519	55,026
<b>流动负债</b>	3,571	6,164	5,258	7,349
短期借款	0	200	300	400
应付款项	1,624	3,666	2,384	4,192
预收账款	0	0	0	0
其他	1,946	2,298	2,573	2,757
<b>非流动负债</b>	3,514	3,514	3,514	3,514
长期借款	3,257	3,257	3,257	3,257
其他	258	258	258	258
<b>负债合计</b>	7,085	9,678	8,772	10,863
少数股东权益	998	1,162	1,622	2,093
归属母公司股东权益	26,923	30,712	36,125	42,070
<b>负债和股东权益</b>	35,005	41,552	46,519	55,026

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	6,999	9,704	8,063	12,050
净利润	6,288	5,653	7,674	8,416
折旧摊销	1,784	1,862	2,082	2,302
财务费用	90	166	170	173
投资损失	(38)	(35)	(41)	(45)
营运资金变动	(1,130)	2,052	(1,822)	1,206
其它	7	6	1	(3)
<b>投资活动现金流</b>	(7,292)	(4,658)	(4,948)	(4,640)
资本支出	(6,931)	(4,793)	(4,789)	(4,785)
长期投资	0	100	(200)	100
其他	(362)	35	41	45
<b>筹资活动现金流</b>	276	(1,666)	(1,870)	(2,073)
短期借款	(10)	200	100	100
长期借款	1,551	0	0	0
其他	(1,265)	(1,866)	(1,970)	(2,173)
<b>现金净增加额</b>	(13)	3,380	1,245	5,336

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	30245	31743	37713	41058
营业成本	21491	23806	27228	29593
营业税金及附加	217	222	264	287
营业费用	52	57	60	66
管理费用	262	286	339	370
研发费用	611	635	754	821
财务费用	59	147	118	109
资产减值损失	(27)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	38	35	41	45
其他经营收益	34	32	38	41
<b>营业利润</b>	7604	6623	8997	9866
营业外收支	(193)	27	31	35
<b>利润总额</b>	7411	6650	9028	9901
所得税	1123	998	1354	1485
<b>净利润</b>	6288	5653	7674	8416
少数股东损益	(2)	164	460	471
<b>归属母公司净利润</b>	6289	5489	7213	7945
EBITDA	9423	8634	11189	12266
EPS (最新摊薄)	2.96	2.59	3.40	3.74

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.09%	4.95%	18.81%	8.87%
营业利润	-10.81%	-12.89%	35.83%	9.67%
归属母公司净利润	-13.50%	-12.73%	31.41%	10.14%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.94%	25.00%	27.80%	27.92%
净利率	20.79%	17.29%	19.13%	19.35%
ROE	23.36%	17.87%	19.97%	18.88%
ROIC	20.47%	16.07%	18.52%	17.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.24%	23.29%	18.86%	19.74%
净负债比率	25.37%	30.36%	23.24%	24.60%
流动比率	2.40	1.97	2.74	2.77
速动比率	1.74	1.59	2.25	2.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.95	0.83	0.86	0.81
应收账款周转率	525.95	527.10	532.44	527.50
应付账款周转率	11.26	9.00	9.00	9.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.96	2.59	3.40	3.74
每股经营现金	3.30	4.57	3.80	5.67
每股净资产	12.68	14.46	17.01	19.81
<b>估值比率</b>				
P/E	10.53	12.07	9.18	8.34
P/B	2.46	2.16	1.83	1.57
EV/EBITDA	7.67	7.52	5.70	4.78

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>