仅供内部参考，请勿外传！

低成本煤化工典范，周期底部蓄势成长

——华鲁恒升深度报告

华鲁恒升（600426. SH）
农化制品

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 09 月 27 日

评级：　买入（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email：sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email：nielei@zts.com.cn

分析师：刘梦岚

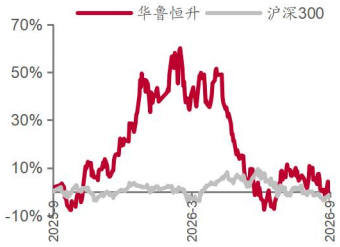
执业证书编号：S0740525100001

Email：liuml01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,749.94
流通股本(百万股)	2,749.94
市价(元)	19.71
市值(百万元)	54,201.38
流通市值(百万元)	54,201.38

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《26H1 经营稳健，在建项目稳步推进》2026-08-27

2、《Q2 业绩环比改善，看好远期成长性》2025-09-06

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	34,226	30,969	33,527	35,309	37,072
增长率 yoy%	26%	-10%	8%	5%	5%
归母净利润（百万元）	3,903	3,315	4,505	5,204	6,034
增长率 yoy%	9%	-15%	36%	16%	16%
每股收益（元）	1.84	1.56	1.64	1.89	2.19
每股现金流量	2.34	1.53	2.90	2.91	3.36
净资产收益率	12%	10%	11%	11%	12%
P/E	13.9	16.3	12.0	10.4	9.0
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

备注：股价截止自2026 年 09 月 26 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **“一头多线”柔性生产，构筑成本护城河。**公司是国内现代煤化工龙头企业，以洁净煤气化技术为核心，构建“一头多线”柔性多联产体系，产品覆盖新能源新材料、化学肥料、醋酸及衍生品、有机胺四大板块，并形成德州+荆州双基地布局。公司竞争力强：1）公司打造行业领先的煤气化平台，实现吨氨生产成本行业最低，并将成本优势同步传导至下游尿素等环节。通过推进气化工艺升级与装置技改，公司持续巩固成本领先地位，吨氨综合能耗逐年优化。25 年 8 月公司启动新一轮气化平台改造，预计完成后综合能耗进一步降低约 5%；2）构建一头多线柔性联产体系，可根据市场需求灵活调整产品结构，优化资源在不同产线间的配置，实现效益最大化；3）极致的经营效率，公司期间费用率长期处于 3%-5%的行业较低水平，人均创收与创利持续领跑行业。
- **尿素：出口驱动价格回升，公司成本优势显著。**25 年国内尿素表观消费量 6760 万吨，近 7 年 CAGR+4.7%，农需为基本盘；供给端受产能置换约束增量有限。出口方面，26 年 1-7 月我国尿素累计出口量同比+40.7%，出口量的提升有效消化国内库存，有望推动国内尿素价格上行。26 年 6 月出口指导价取消，企业可自主确定出口价格，出口价格有望修复，释放企业盈利弹性。公司拥有德州 155 万吨+荆州 152 万吨产能，德州氨合成尿素置换项目（+75 万吨）已获环评批复，预计 27H1 投产。公司成本优势显著，处在行业成本曲线左侧。
- **新能源新材料：多元布局，龙头地位进一步夯实。1）草酸：**作为公司“一气多头”产业链的延伸产品之一，受益于下游磷酸铁锂需求爆发，25 年表观消费量达 49.3 万吨，近 4 年复合增速达 28.6%。供给端未来两年新增产能约 20 万吨，增量可控，且行业高度集中，仅 6 家规模化企业。公司国内份额约 45%，稳居龙头地位。**2）己内酰胺&PA6：**需求端稳定增长，近 5 年复合增速分别为 11.5%/13.8%。供给端以大型企业为主，2025 年行业推行“反内卷”限产稳价，效果显著，26H1 己内酰胺/PA6 开工率降至 70.7%/73.5%，较 25 年分别下降 14.1pct/5.0pct，带动产量同比分别下滑 4.0%/2.0%，实际供给收缩，有望支撑价格回升。公司现有己内酰胺/PA6 产能 30/20 万吨，并推进 PA66 高端新材料项目，进一步完善产业链布局。**3）DMC：**需求受新能源及储能驱动，25 年表观消费量为 165 万吨，近 4 年复合增速高达 33.1%。供给端快速扩张，近 4 年复合增速高达 34.2%。公司是国内龙头企业，年产能 60 万吨，其中电子级产品纯度长期稳定在 99.995%以上，直供头部电解液企业。
- **醋酸：需求端稳步增长，公司市场份额位居行业第一。**25 年国内表观消费量达 974 万吨，近 7 年 CAGR 为 5.0%。下游以醋酸酯（26%）和 PTA（24%）为双主力，受益于聚酯产业链扩张及纺织服装、包装等终端消费回暖，需求具备持续增长动力。公司为国内醋酸龙头，拥有德州 50 万吨、荆州 100 万吨合计 150 万吨产能，市场份额 9.6%，位居行业第一。
- **有机胺：供需有望逐步转好，公司产能全球第一。**下游应用主要集中在浆料（48%）、医药农药（27%）和电子及其他领域（25%）。2025 年底行业产能为 182 万吨，行业开工率维持在 40%左右，未来两年暂无新增产能，开工率有望逐步提升。公司拥有德州 33 万吨+荆州 15 万吨产能，为全球最大的 DMF 制造企业。
- **盈利预测：**在新能源新材料需求持续放量、尿素景气温和回升、醋酸及有机胺供需格局改善的背景下，叠加荆州基地产能释放与德州气化平台升级，公司业绩有望稳步增长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 335.3/353.1/370.7 亿元，同比增长 8.3%/5.3%/5.0%；归母净利润分别为 45.1/52.0/60.3 亿元，同比增长 35.9%/15.5%/15.9%，对应当前 PE 分别为 12.0/10.4/9.0x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、需求不及预期风险、新增产能投放及爬坡不及预期风险、市场测算与信息来源偏差风险、研究报告使用资料更新不及时风险。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

一、低成本煤化工典范，打造多元产品矩阵 4
1.1 一头多线柔性生产为基，多元产品矩阵协同并进 4
1.2 收入结构多元，化肥和新材料业务占比较高 5
二、低成本煤气化平台+“一头多线”联产构筑成本优势 7
2.1 依托低成本煤气化平台、技术迭代与工艺改进构筑成本护城河 7
2.2 “一头多线”模式提升整体效率，实现效益最大化 9
2.3 极致的经营效率与费用控制 11
三、行业景气度回升，多数产品价格价差处于底部 12
3.1 尿素：出口驱动盈利水平提升，公司成本优势显著 12
3.2 草酸：新能源推动需求增长，公司市场份额位居行业首位 15
3.3 己内酰胺&PA6：企业协同推进“反内卷”，供需格局有望改善 17
3.4 DMC：需求端快速增长，公司产能与市占率均居全国首位 20
3.5 己二酸：产能释放趋缓，供需格局有望逐步改善 23
3.6 醋酸：需求端稳步增长，公司市场份额位居行业第一 25
3.7 DMF：需求温和复苏，公司为全球最大 DMF 制造企业 27
四、盈利预测与投资建议 29
4.1 盈利预测假设与业务拆分 29
4.2 投资建议 31
风险提示 32

图表目录

图表 1： 华鲁恒升公司历史沿革 4
图表 2： 华鲁恒升股权结构（截至 2026 年 9 月 2 日） 5
图表 3： 2018-2026H1 公司营业收入及同比增速 5
图表 4： 2018-2026H1 公司归母净利润及同比增速 5
图表 5： 2019-2026H1 公司销售毛利率和净利率 6
图表 6： 主营业务营收占比 6
图表 7： 主营业务毛利占比 6
图表 8： 2021-2025 公司分板块毛利率 7
图表 9： 煤气化商业装置的规模及特点 7
图表 10： 多喷嘴气化炉与 Texaco 水煤浆气化炉装置工艺指标比较 8
图表 11： 公司持续进行工艺改进降低生产成本 8
图表 12： 固定床与气流床吨氨制造成本对比（元/吨） 9
图表 13： 不同企业吨氨成本对比（元/吨） 9
图表 14： 单吨尿素生产成本比较（2025 年度） 9
图表 15： 德州基地产业链图示 10
图表 16： 德州基地核心产品产能情况（截至 2025 年底） 10
图表 17： 荆州基地产业链图示 11
图表 18： 荆州基地核心产品产能情况（截至 2025 年底） 11
图表 19： 公司主营产品开工率与行业开工率对比（2025 年度） 11
图表 20： 2021-2026Q1 公司费用率 12
图表 21： 华鲁恒升期间费用率为业内低水平（%） 12
图表 22： 华鲁人均创收水平较高（万元/人） 12
图表 23： 华鲁人均创利水平较高（万元/人） 12
图表 24： 2025 年国内尿素需求结构 13
图表 25： 2018-2026 年我国尿素出口量及价格 13

仅供内部参考，请勿外传！

图表 26：2018-2025 年尿素产能、产量及开工率 13
图表 27：我国尿素行业集中度（截至 2025 年底） 13
图表 28：2026-2027 年国内尿素新增产能 13
图表 29：国内尿素供需关系平衡表 14
图表 30：2017 年以来国内尿素的价格价差 14
图表 31：2025 年国内草酸下游需求结构 15
图表 32：下游磷酸铁锂需求高速增长 15
图表 33：2022-2025 草酸产能、产量及开工率 15
图表 34：国内草酸行业集中度（截至 26 年 7 月） 15
图表 35：未来两年草酸行业新增产能情况 16
图表 36：国内草酸供需关系平衡表 16
图表 37：2021 年 2 月以来草酸的价格价差 16
图表 38：己内酰胺下游消费结构（截至 26 年 6 月） 17
图表 39：PA6 下游消费结构（截至 2026 年 6 月） 17
图表 40：己内酰胺的产能、产量及产能利用率 18
图表 41：己内酰胺行业集中度（截至 26 年 7 月） 18
图表 42：2026-2027 年己内酰胺新建规划产能 18
图表 43：国内 PA6 产能、产量及产能利用率 18
图表 44：PA6 行业集中度（截至 26 年 7 月） 18
图表 45：2026-2027 年 PA6 新建规划产能 19
图表 46：己内酰胺供需关系平衡表 19
图表 47：PA6 供需关系平衡表 20
图表 48：2017 年以来己内酰胺&PA6 价格及价差 20
图表 49：碳酸二甲酯主要技术指标要求（GB/T 33107-2016） 21
图表 50：2021-2025 年 DMC 表观消费量（万吨） 21
图表 51：2025 年国内 DMC 下游消费结构 21
图表 52：国内 DMC 产能、产量、产能利用率 21
图表 53：DMC 行业集中度（截至 26 年 6 月） 21
图表 54：2026-2027 年碳酸二甲酯新增产能规划 22
图表 55：PA6 供需关系平衡表 22
图表 56：2022 年 4 月以来国内电子级 DMC 价格及价差 23
图表 57：2025 年国内己二酸下游消费结构 23
图表 58：2018-2025 年己二酸产能、产量及开工率 24
图表 59：己二酸行业集中度（截至 26 年 7 月） 24
图表 60：2026-2027 年国内己二酸新增产能情况 24
图表 61：己二酸供需关系平衡表 25
图表 62：2017 年以来国内己二酸价格价差 25
图表 63：2025 年中国醋酸下游消费结构 26
图表 64：2018-2025 年醋酸产能、产量及产能利用率 26
图表 65：2025 年我国醋酸行业集中度 26
图表 66：国内醋酸供需关系平衡表 27
图表 67：2017 年以来醋酸的价格价差 27
图表 68：2025 年国内 DMF 下游消费结构 28
图表 69：2017-2025 年 DMF 产能、产量及开工率 28
图表 70：DMF 行业集中度（截至 26 年 7 月） 28
图表 71：DMF 供需关系平衡表 29
图表 72：2017 年以来国内 DMF 价格价差 29
图表 73：华鲁恒升收入分拆及盈利预测 31
图表 74：可比公司估值对比 32

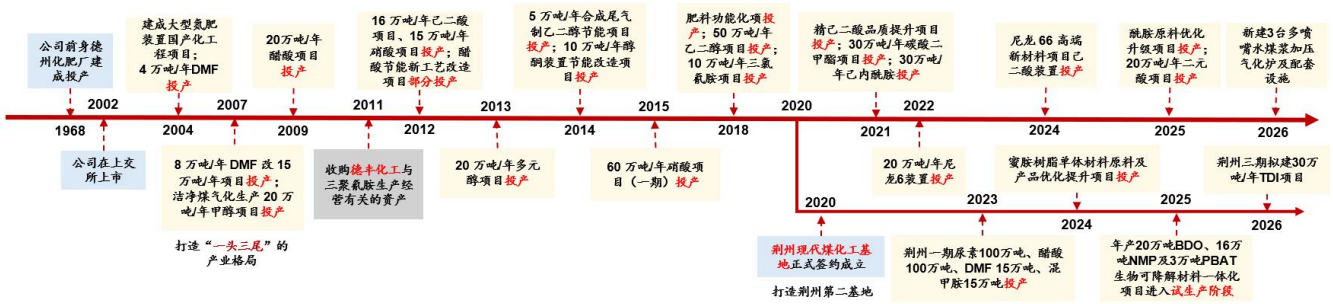
仅供内部参考，请勿外传！

一、低成本煤化工典范，打造多元产品矩阵

1.1 一头多线柔性生产为基，多元产品矩阵协同并进

- **国内传统煤化工企业，构建"一头多线"柔性生产体系。**公司前身为德州化肥厂，成立于 1968 年 12 月，2002 年 6 月于上交所挂牌上市，是以化肥及化工产品为核心的多业联产现代煤化工企业。经过二十余年发展，公司以洁净煤气化技术为核心，构建起大氮肥、碳一、羰基合成三大产业平台，形成"一头多线"柔性多联产体系，主营产品覆盖新能源新材料相关材料、化学肥料、有机胺系列、醋酸及衍生品四大板块。
- **公司自 2002 年上市以来，以德州基地为核心持续进行产业链延伸与规模扩张。**2004 年，公司建成大型氮肥装置国产化项目，并投产 4 万吨/年 DMF；2007 年公司打造“一头三尾”的产业格局，8 万吨/年 DMF 改 16 万吨/年项目及洁净煤气化制 20 万吨/年甲醇项目相继投产；2009 年，20 万吨/年醋酸项目建成投产，于 2012 年对醋酸节能新工艺进行改造，项目部分投产，同年投产 16 万吨/年己二酸项目和 15 万吨/年硝酸项目。2013 年，20 万吨/年多元醇项目投产，并于次年投产 5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目；2018 年，肥料功能化项目、50 万吨/年乙二醇项目及 10 万吨/年三氯氰胺项目相继投。
- **2020 年起，荆州现代煤化工基地正式签约成立，德州+荆州双基地布局开启。**2021 年，精己二酸品质提升项目、30 万吨/年碳酸二甲酯项目和 30 万吨/年己内酰胺项目相继投产；次年 20 万吨/年尼龙 6 装置投产。2023 年，荆州基地一期尿素 100 万吨、醋酸 100 万吨、DMF15 万吨和混甲胺 15 万吨项目投产。2024 年，德州基地尼龙 66 高端新材料项目中的己二酸装置投产，荆州基地密胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目投产。2025 年，德州基地酰胺原料优化升级项目和 20 万吨/年二元酸项目投产，荆州基地二期布局年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 和 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目，进入试生产阶段，进一步拓宽了新材料产品线。2026 年，公司在德州基地新建 3 台多喷嘴水煤浆加压气化炉及配套设施，并在荆州基地三期拟建 30 万吨/年 TDI 项目，有望进一步打开成长空间。

图表 1：华鲁恒升公司历史沿革

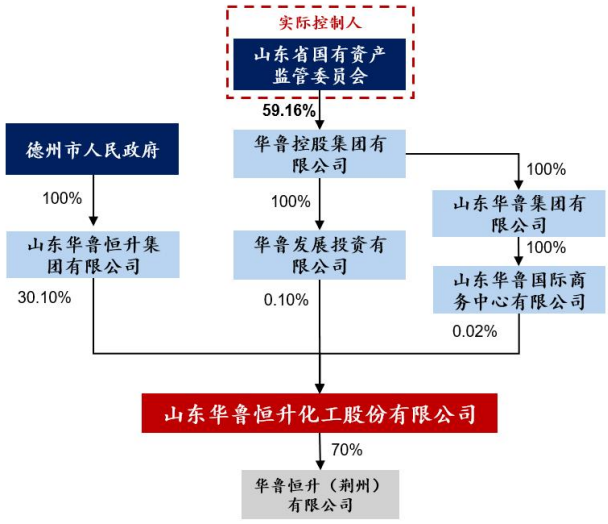


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **山东国资委为实控人，股权架构稳定。**截至 2026 年 9 月 2 日，公司的控股股东为山东华鲁恒升集团有限公司，持有公司 30.10%的股份，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。山东华鲁恒升集团为华鲁控股集团有限公司的全资子公司，后者由山东省国资委控股。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 2：华鲁恒升股权结构（截至 2026 年 9 月 2 日）

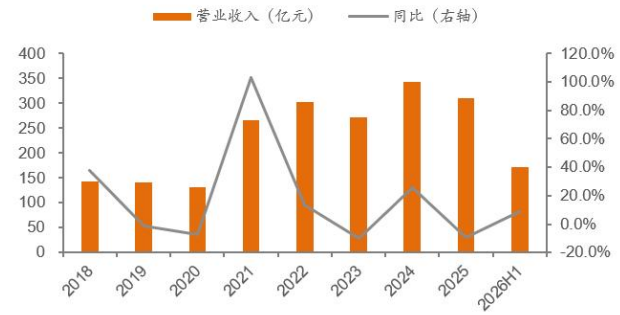


来源：iFinD，中泰证券研究所

1.2 收入结构多元，化肥和新材料业务占比较高

- **营收稳步扩张，盈利彰显韧性。**随着产业链延伸与规模扩张，2018-2025 年，公司营业收入由 143.6 亿元增长至 309.7 亿元，CAGR 达 11.6%。但受化工行业周期性波动影响，归母净利润波动幅度显著，同期 CAGR 仅为 1.3%。
- 分阶段看，2021-2022 年，国内化工行业景气度较高，公司主营产品价格上涨，叠加精己二酸品质提升项目、30 万吨己内酰胺装置等陆续投产放量，实现量价齐升，盈利高增。2023 年起行业景气度下行，下游需求收缩，产品价格低位震荡，盈利空间受到压缩。但公司凭借一头多线柔性联产体系，根据市场变化灵活调节产品结构，优先配置高盈利品种产能，最大化综合效益，使公司在价格下行期仍保持盈利。2026H1 公司盈利能力显著改善。2026H1 公司实现归母净利润 23.5 亿元，同比增长 50.0%；销售毛利率和销售净利率分别为 24.1%和 14.8%，同比增长 6.1pct 和 3.8pct。

图表 3：2018-2026H1 公司营业收入及同比增速



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 4：2018-2026H1 公司归母净利润及同比增速



来源：iFinD，中泰证券研究所

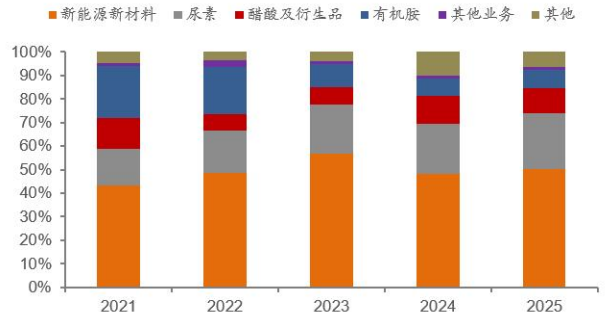
图表 5：2019-2026H1 公司销售毛利率和净利率



来源：iFinD，中泰证券研究所

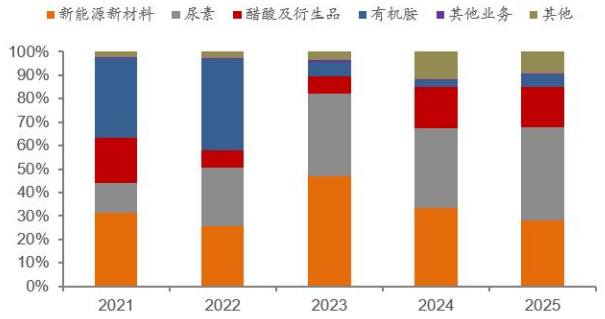
- **从收入结构来看，新能源新材料相关产品仍是公司的第一大收入来源。**2025 年，新能源新材料板块实现收入 155.6 亿元，同比下降 5.3%，占总收入的 50.2%。尿素板块表现稳健，实现收入 73.1 亿元，同比基本持平，占比提升至 23.6%，继续作为收入的重要支柱。醋酸及衍生品收入为 33.9 亿元，同比下降 16.8%，占比 10.9%，在 2024 年大幅增长后出现回落。有机胺业务延续下滑趋势，收入 23.61 亿元，同比下降 6.0%，占比 7.6%。
- **尿素、新能源新材料、醋酸为公司主要毛利贡献业务，合计占比 84.8%。**2025 年，尿素板块实现毛利 23.6 亿元，同比增长 8.2%，占总毛利的 39.8%，毛利率为 32.3%，同比提升 2.4pct，盈利能力进一步增强。新能源新材料相关产品实现毛利 16.7 亿元，同比下降 22.4%，占总毛利的 28.1%，毛利率为 10.7%，同比下降 2.4pct，盈利能力持续承压。醋酸及衍生品毛利为 10.1 亿元，同比下降 10.5%，占总毛利的 17.0%，毛利率回升至 29.7%，同比提升 2.1pct，保持在较好水平。有机胺毛利为 3.4 亿元，同比大幅增长 104.3%，占总毛利的 5.6%，毛利率回升至 14.2%，同比上涨 7.7pct，盈利状况显著改善。

图表 6：主营业务营收占比



来源：iFinD，中泰证券研究所（注：2021 起，公司营业收入结构发生变化，其中新材料产品为多元醇和己二酸及中间品）

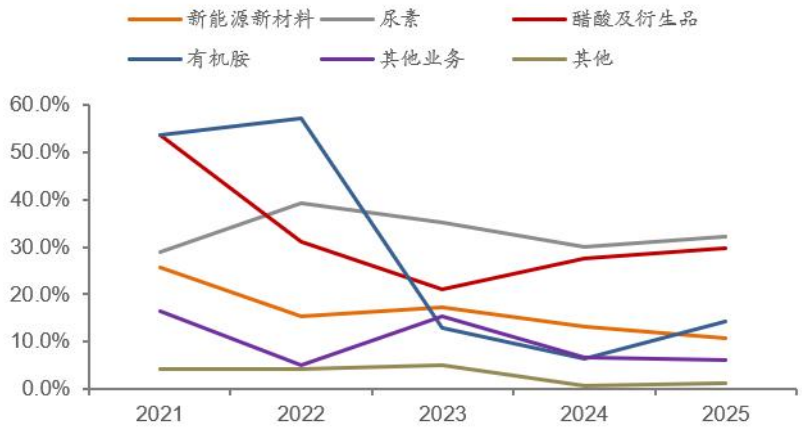
图表 7：主营业务毛利占比



来源：iFinD，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 8：2021-2025 公司分板块毛利率



来源：iFinD，中泰证券研究所

二、低成本煤气化平台+“一头多线”联产构筑成本优势

2.1 依托低成本煤气化平台、技术迭代与工艺改进构筑成本护城河

- **煤气化技术的路线选择与煤化工企业的成本竞争力紧密相关。**煤气化技术主要分为固定床、流化床与气流床三大类，其中气流床凭借高温（1300~1700℃）、高压（3.0~8.5MPa）的操作条件，在多相流动与混合强化方面具备天然优势，已成为大型化煤气化装置的必然选择。根据《大型煤气化技术的研究与发展》中各类商业装置的对比数据：固定床单炉规模仅 500 吨/日，煤种要求高、气化温度低、气体处理困难；流化床规模提升至 840 吨/日，但碳转化率仍受限；而气流床单炉规模普遍达 2000 吨/日以上，碳转化率可达 95%，在规模效应与资源利用效率上形成代际优势。公司早期即前瞻性布局气流床气化技术路线，并持续进行工艺升级与装备迭代，成功构筑了行业领先的低成本制造体系。

图表 9：煤气化商业装置的规模及特点

炉型	代表性专利商	规模（t/d）	特点
固定床	Lurgi	500	煤种要求高、气化温度低、气体处理困难
流化床	HTW	840	煤种要求高、气化温度不够高、碳转化率低
气流床	Texaco	2000	高温、高压、碳转化率比较高（95%左右）
	Shell	2000	
	Prenflo	2600	
	多喷嘴	2200	

来源：《大型煤气化技术的研究与发展》王辅臣，中泰证券研究所

- **公司采用的多喷嘴水煤浆气化炉在工艺指标、消耗指标和原料适应性上均具备显著优势。1）工艺指标层面，**在相近煤浆浓度下，多喷嘴气化炉有效气成分（$CO+H_2$）约为 85%，高于 Texaco 气化炉的约 83%；碳转化率稳定在 98%以上。这意味着在相近煤耗下，多喷嘴气化炉可产出更多高价值有效气体。**2）消耗指标层面，**多喷嘴气化炉比氧耗约为 309 $m^3O_2/[1000m^3(CO+H_2)]$，较 Texaco 的 336 低 8.7%，可显著节约空分装置电耗；比煤耗约为 535 kg 煤/$[1000m^3(CO+H_2)]$，较 Texaco 的 547 低 2.2%，有效降低了原料煤采购成本。**3）原料适应性层面，**传统固定床工艺通常需使用价格较高的无烟煤，且对灰熔点有严格限制；而多喷嘴气化炉可采用价格更低的烟煤，在保障气化效率的同时拓宽了原料采购的议价空间，进一步强化了成本优势。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 10：多喷嘴气化炉与 Texaco 水煤浆气化炉装置工艺指标比较

项目	多喷嘴对置气化炉		Texaco气化炉	
煤种	北宿精煤	神府煤	北宿精煤	神府煤
单炉生产能力（吨煤/日）	1000	750	400	500
操作压力（Mpa）	4.0	6.5	3.0	4.0
煤浆浓度（%）	约61	约60	约63	约60
有效气成分（CO+H2，%）	约85	约83	82~83	约80
碳转化率（%）	>98	>98	约95	约95
比氧耗（m^3 O2/[1000m^3（CO+H2）]）	约309	约400	约336	约412
比煤耗（kg 煤/[1000m^3（CO+H2）]）	约535	约581	约547	约631

来源：《大型煤气化技术的研究与发展》王辅臣，中泰证券研究所

- **公司持续推动气化工艺升级，以设备迭代驱动成本优化。**2015 年，公司实施气化装置改造，以 4 台新型洁净水煤浆气化炉替换并淘汰了原有的 14 台固定层间歇造气炉及 1 台老式水煤浆气化炉，实现了气化平台的整体升级。此次改造带来的成本优化体现在两个方面：**1）原料结构优化，烟煤替代有效降本。**老系统造气装置年耗无烟煤 59.3 万吨（低位发热量 28.0MJ/kg），热值虽高但采购成本昂贵；新系统采用烟煤（低位发热量 21.9MJ/kg），采购价格显著低于无烟煤。从原煤实物量看，新系统年耗煤量增加 8.0 万吨，但折合标煤耗减少 6.3 万吨/年：即在满足同等合成气产出的前提下，通过技术适配使更低成本的烟煤发挥了更高的能源转换效率，实现了原料成本与能源利用效率的双重优化。**2）能耗水平显著下降，年节约标煤超 15 万吨。**新建的水煤浆气化炉投产后，在产气总量保持 170604 m³/h 不变的情况下，单耗从 1.8kg 标煤/m³合成气降至 0.8kg 标煤/m³合成气，降幅达 55.1%；总能耗从 158.5 吨标煤/小时降至 139.2 吨标煤/小时，每小时节约标煤 19.3 吨。按年运行 8000 小时计算，年节约标煤超 15 万吨，能源成本显著降低。

图表 11：公司持续进行工艺改进降低生产成本

项目	原煤耗（万 t/a）	煤种	含硫率	固定碳	低位发热量（兆焦/kg 煤）	折标煤耗（万 t/a）
老系统造气装置	59.2528	无烟煤	0.58%	75.38%	27.986	56.6516
大氮肥装置四喷嘴造气装置	28.8	烟煤	0.67%	61.75%	21.927	21.576
拟建项目	96.07	烟煤	0.67%	61.75%	21.927	7.166
拟建项目建成后煤耗变化情况	**+8.0172**	-	-	-	-	**-6.2616**

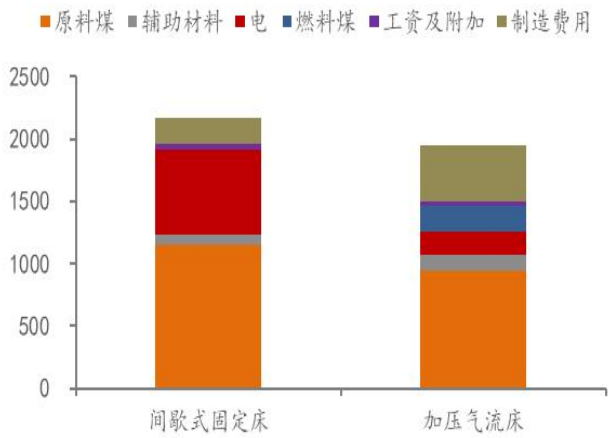
项目	单耗（kg 标煤/立方合成气）	产气量（合成气[CO+H2]）	总能耗（t 标煤/h）
老系统造气装置	0.9574	119715	114.614
大氮肥装置四喷嘴造气装置	0.8623	50889	43.884
合计	1.8197	170604	158.498
拟建项目	0.8175	170604	139.213
拟建项目建成后煤耗变化情况	老系统造气：**-0.1399** 大氮肥四喷嘴造气：**-0.0442**	-	**-19.285**

来源：2015 年环评报告，中泰证券研究所

- **2025 年 8 月，公司启动气化平台升级改造项目，新建 3 台多喷嘴水煤浆加压气化炉，以替代原有 9 台单喷嘴气化炉。**2026 年 5 月，项目整体进度已达 80%，预计将于 2026 年 8 月建成投产，较原计划提前 3 个月。从升级效果看，新气化炉单炉产气量提高 5%，渣中含碳量降低 2%，综合能耗降低约 5%。项目建成后，预计新增年销售收入 36 亿元、年利润 4 亿元，同时可为碳酯、二元酸等下游高端产品提供高质量合成气供应，进一步延伸产业链条、提高产品附加值，推动公司向高端化工与绿色低碳方向转型。
- **与间歇式固定床相比，气流床技术路线的吨氨成本优势更为突出。**根据《间歇式固定床气化技术经济分析》中对吨氨制造成本的构成拆解，固定床装置的原料煤成本占比高、电力消耗大，而气流床装置通过高温高压气化工艺，可有效降低单位产品的原料煤消耗，同时电力成本较固定床下降明显。

仅供内部参考，请勿外传！

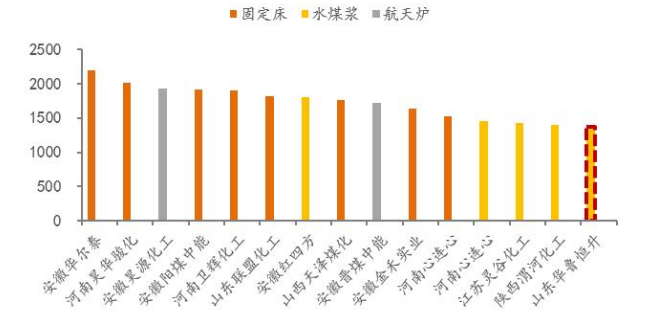
图表 12：固定床与气流床吨氨制造成本对比（元/吨）



来源：《间歇式固定床气化技术经济分析》，中泰证券研究所

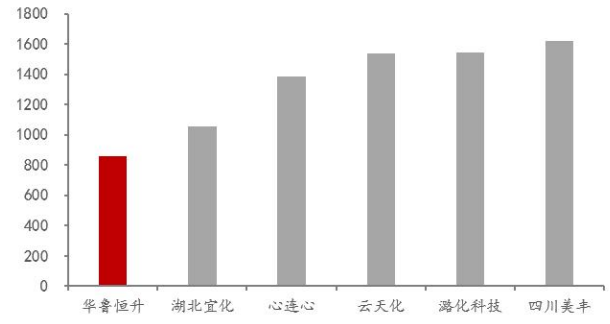
- **公司吨氨成本行业最低，仅 1365 元/吨，向下游传导至尿素产品，亦具备显著的成本优势。**根据《间歇式固定床气化技术经济分析》中对 20 家煤化工企业吨氨制造成本的统计，华鲁恒升以 1365 元/吨位列样本企业最低水平。从不同工艺路线来看，采用固定床工艺和航天炉工艺的企业吨氨成本普遍分布在 1700-2200 元/吨区间；而华鲁恒升依托气流床技术的持续改进与优化运行，将吨氨成本压降至 1365 元/吨，较其他技术路线具备明显的成本优势。凭借煤气化平台的低成本合成气供应，公司成功将这一优势向终端产品传导，我们测算 2025 年公司尿素生产成本约 860 元/吨，显著低于行业可比企业。

图表 13：不同企业吨氨成本对比（元/吨）



来源：《间歇式固定床气化技术经济分析》，中泰证券研究所（注：数据为 2016-2018 年均值）

图表 14：单吨尿素生产成本比较（2025 年度）



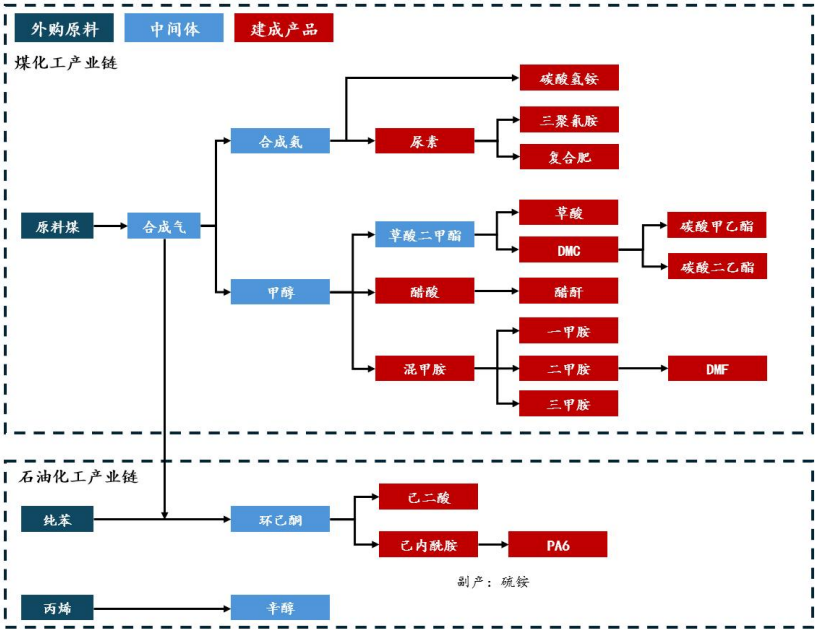
来源：公司公告，iFinD，中泰证券研究所（注：华鲁恒升数据为估算值，可能与实际数据不一致）

2.2 “一头多线”模式提升整体效率，实现效益最大化

- **“一头多线”柔性联产布局构建高度灵活的生产体系。**该模式的核心优势在于能够根据市场需求变化动态调整产品结构，并灵活调配合成气、合成氨和甲醇等核心中间品的流向，实现资源在不同产品线之间的优化配置。通过这种协同联产机制，公司得以在保持高开工率的同时，降低单位产品固定成本，从而显著提升整体盈利能力与抗周期波动能力。
- **德州基地依托煤气化技术生成合成气，以尿素、醋酸等传统化工产品为基础，形成煤头与油头两大产品矩阵：**煤头路线以合成气为原料，拓展至尿素、醋酸、DMF、DMC 等煤基化工品，覆盖化肥、精细化学品等领域；油头路线则将合成气与纯苯、丙烯等石油化工原料协同，延伸出辛醇、己内酰胺、己二酸等油基产品，切入新材料高端产业链。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 15：德州基地产业链图示



来源：公司公告，百川盈孚，中泰证券研究所

图表 16：德州基地核心产品产能情况（截至 2025 年底）

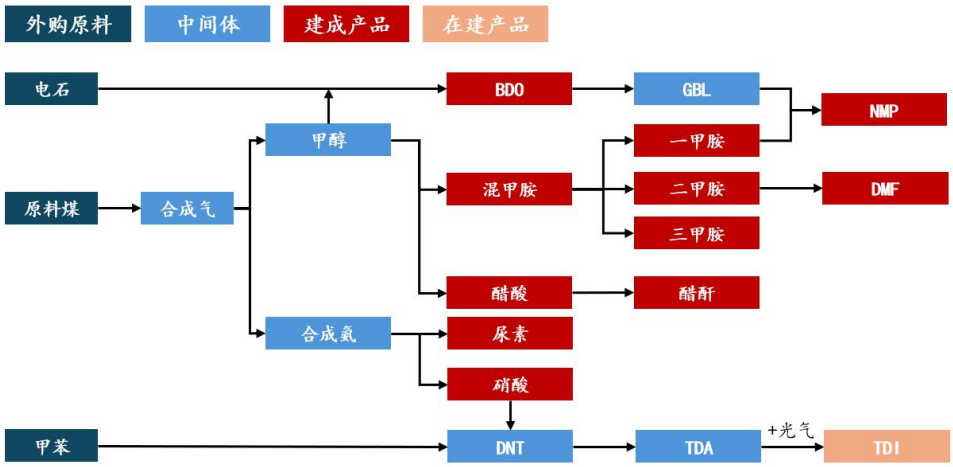
分类	产品	产能（万吨）
化肥	尿素	155
	硫酸铵	48
醋酸及衍生品	醋酸	50
	醋酐	5
新能源新材料	己内酰胺	40
	PA6	20
	PA66	8
	碳酸二甲酯（DMC）	60
	碳酸甲乙酯（EMC）	30
	草酸	70
	己二酸	52.66
有机胺	DMF	33
其他	三聚氰胺	10
	辛醇	25

来源：公司公告，百川盈孚，中泰证券研究所

- **荆州基地复刻“一头多线”联产模式，续拓展产品矩阵。**一期通过合成气平台的技术复用，已投产尿素、醋酸、DMF 等基础化工品，同步布局混甲胺等精细化学品，形成覆盖化肥、基础化工与精细化工的初步布局；二期在延续尿素产能的基础上，新增 BDO、NMP、甲酸等产品，目前部分产品已投产；三期计划建设 TDI，进一步拓展至高端聚合物领域，通过各阶段产品的梯次延伸，不断丰富从基础化工到新材料、精细化学品的品类覆盖。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 17：荆州基地产业链图示



来源：公司公告，百川盈孚，中泰证券研究所

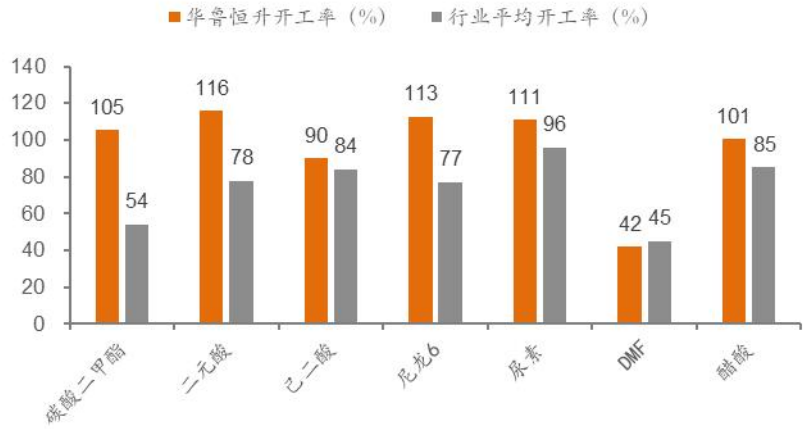
图表 18：荆州基地核心产品产能情况（截至 2025 年底）

建设阶段	产品	产能（万吨）	投产情况
一期	尿素	100	已投产
	醋酸	100	已投产
	DMF	15	已投产
	混甲胺	15	已投产
二期	尿素	52	已投产
	BDO	20	部分投产
	NMP	16	
	PBAT	3	
	甲酸	20	已投产
三期	TDI	30	未投产

来源：公司公告，百川盈孚，中泰证券研究所

- **2025 年公司核心产品开工率远超行业平均水平。**公司碳酸二甲酯、二元酸和尼龙 6 的开工率分别为 105%、116%和 113%，分别高出行业平均 51pct、38pct 和 36pct，优势突出；此外，其他核心产品如醋酸、尿素和己二酸的开工率分别为 101%、111%和 90%，较行业平均保持领先水平。

图表 19：公司主营产品开工率与行业开工率对比（2025 年度）



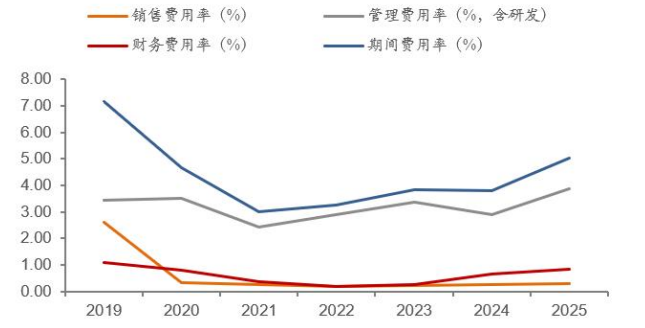
来源：公司公告，百川盈孚，中泰证券研究所

2.3 极致的经营效率与费用控制

仅供内部参考，请勿外传！

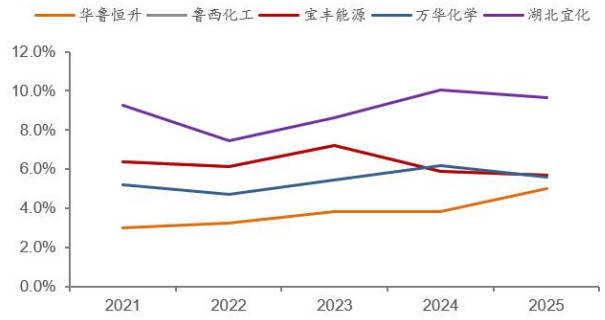
- **期间费用率持续处于行业低位，体现精益管理成效。**从费用端来看，2021-2025 年，公司期间费用率始终维持在 3%-5%，处于行业较低水平，显著优于行业可比公司。

图表 20：2021-2026Q1 公司费用率



来源：iFinD，中泰证券研究所

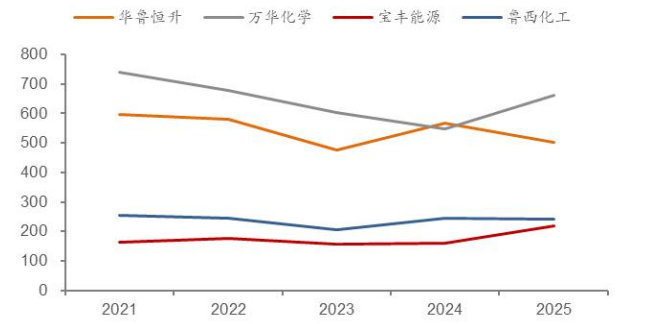
图表 21：华鲁恒升期间费用率为业内低水平（%）



来源：iFinD，中泰证券研究所

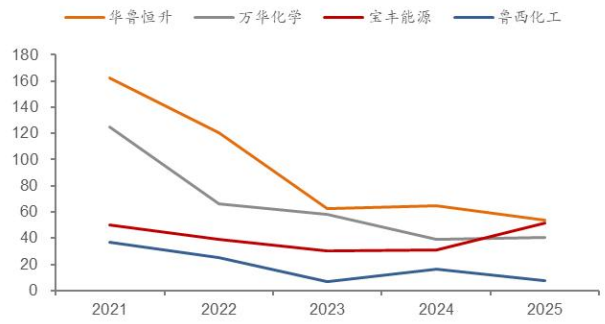
- **人均创收与创利持续领先。**2021-2025 年，公司人均创收和创利始终处于行业前列，2025 年分别达 510.6 万元和 53.7 万元，反映出其卓越的成本控制、产品结构优化及资产运营效率。

图表 22：华鲁人均创收水平较高（万元/人）



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 23：华鲁人均创利水平较高（万元/人）



来源：iFinD，中泰证券研究所

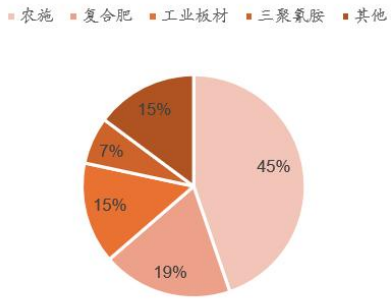
三、行业景气度回升，多数产品价格价差处于底部

3.1 尿素：出口驱动盈利水平提升，公司成本优势显著

- **农业刚需托底，消费保持稳健增长。**尿素含氮量高达 46%以上，是氮肥最主要品种，下游覆盖农业施肥、复合肥生产及工业板材等领域，占比分别为 45%、19%和 15%。2018-2025 年国内尿素表观消费量由 4889 万吨增至 6760 万吨，近 7 年复合增速为 4.7%。农业领域受益于播种面积平稳和提升单产的要求，用肥需求基础稳固，为尿素需求增长提供保障。
- **出口政策松绑释放盈利弹性。**国内尿素出口实行配额管理，出口窗口期集中于 5-9 月。从历史数据看，2018-2025 年尿素出口量波动显著，2018 年为 244.3 万吨，2019-2021 年维持在 500 万吨左右高位，2024 年骤降至 26.1 万吨，2025 年因缓解库存压力反弹至 489.4 万吨，同比大幅增长 1778%；出口均价在 0.18-0.37 万元/吨区间波动，2022 年触及 0.37 万元/吨高点后逐步回落。根据百川盈孚，2026 年 1-7 月，我国尿素累计出口 90.7 万吨，同比 2025 年同期增长 40.7%。出口量的提升有效消耗国内库存，有望推动国内尿素价格上行。此外，2026 年 6 月中国氮肥工业协会正式取消尿素出口指导价限制，企业可依据国际市场行情自主定价，出口价格有望修复，进一步释放企业盈利弹性。

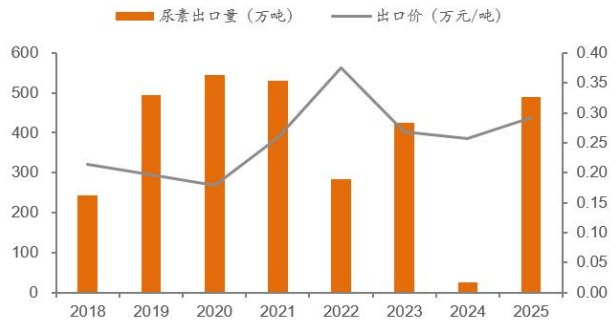
仅供内部参考，请勿外传！

图表 24：2025 年国内尿素需求结构



来源：iFinD，中泰证券研究所

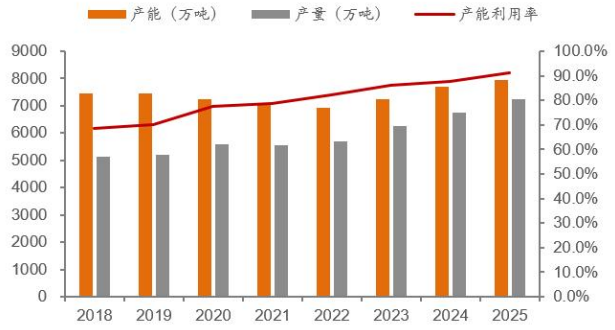
图表 25：2018-2026 年我国尿素出口量及价格



来源：海关总署，中泰证券研究所

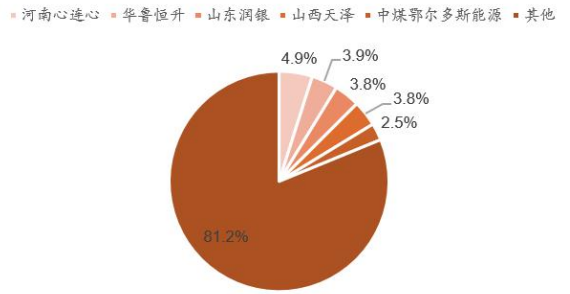
■ **供给增量受限，开工率维持高位。**2018-2025 年，国内尿素产能呈先降后升走势，近 7 年复合增速复合增速约 0.9%。受产能等量或减量置换政策约束，产能由 2018 年的 7466 万吨一度降至 2022 年的 6940 万吨；此后随着置换政策推进及新增项目落地，2025 年回升至 7956 万吨，同比增长 3.4%。据百川盈孚，2026-2027 年规划新增产能约 492 和 247 万吨。行业开工率持续提升，从 2018 年的 68.6%升至 2025 年的 91.1%，2026H1 约 88.8%，维持高位。集中度方面，截至 2025 年底 CR5 仅为 18.8%，整体较为分散。

图表 26：2018-2025 年尿素产能、产量及开工率



来源：WIND，百川盈孚，中泰证券研究所

图表 27：我国尿素行业集中度（截至 2025 年底）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

图表 28：2026-2027 年国内尿素新增产能

企业	省份	产能（万吨）	预计投产时间	实际投产时间
应城市新都化工有限责任公司	湖北省	100	2026年3月	2026年3月
河南心连心化工集团有限公司	河南省	105	2026年8月	
河北正元氢能科技有限公司	河北省	52	2026年9月	
新疆昊源化工有限公司	新疆维吾尔自治区	100	2026年10月	
新疆心连心化学工业有限公司	新疆维吾尔自治区	105	2026年10月	
河北省东光化工有限责任公司	河北省	30	2026年12月	
合计		**492**		
江苏华昌化工股份有限公司	江苏省	20	2027年2月	
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	内蒙古自治区	52	2027年3月	
鄂托克旗建元煤焦化有限责任公司	内蒙古自治区	40	2027年6月	
山东华鲁恒升化工股份有限公司	山东省	75	2027年9月	
江苏双多化工有限公司	江苏省	60	2027年12月	
合计		**247**		

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

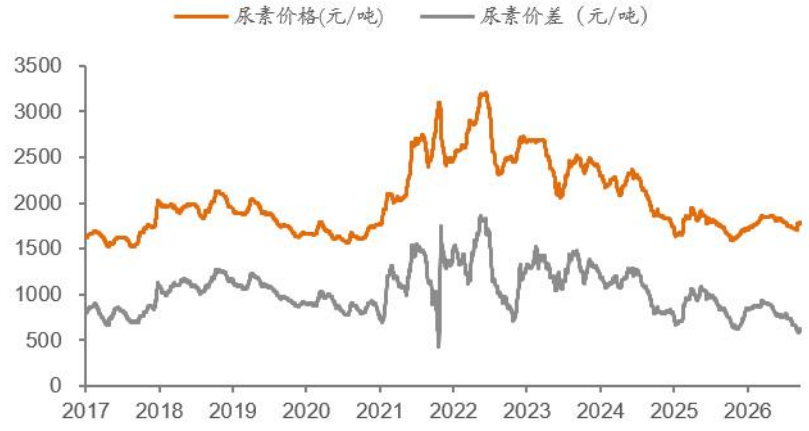
■ **供需有望趋于平衡，价差具备向上修复空间。**截至 2026 年 9 月 22 日，国内尿素价格和价差分别为 1774 元/吨和 604 元/吨，分别处于 2017 年以来的 25.3%和 0.4%分位，价差已接近历史底部，行业盈利处于低位。供给端，受产能置换政策约束，新增释放可控；需求端，农耕刚需支撑稳健。出口方面，海外地缘冲突推高国际尿素价格，国内出口配额落地叠加指导价取消，有望提升尿素行业整体盈利水平。综合来看，供需格局有望改善，尿素价格有望温和回升。

图表 29：国内尿素供需关系平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给（万吨）	**5135**	**5233**	**5602**	**5572**	**5710**	**6240**	**6754**	**7249**	**7603**	**7860**
同比增速（YOY）		*1.9%*	*7.1%*	*-0.5%*	*2.5%*	*9.3%*	*8.2%*	*7.3%*	*4.9%*	*3.4%*
产能（万吨）	7466	7446	7239	7086	6940	7250	7696	7956	8264	8515
同比增速（YOY）		*-0.3%*	*-2.8%*	*-2.1%*	*-2.1%*	*4.5%*	*6.2%*	*3.4%*	*3.9%*	*3.0%*
产量（万吨）	5119	5214	5602	5566	5709	6239	6754	7249	7603	7859
同比增速（YOY）		*1.9%*	*7.4%*	*-0.6%*	*2.6%*	*9.3%*	*8.2%*	*7.3%*	*4.9%*	*3.4%*
产能利用率	68.6%	70.0%	77.4%	78.6%	82.3%	86.1%	87.8%	91.1%	92.0%	92.3%
进口量（万吨）	16.4	18.2	0.2	5.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
总需求（万吨）	**5133**	**5232**	**5602**	**5572**	**5710**	**6239**	**6754**	**7249**	**7605**	**7860**
同比增速（YOY）		*1.9%*	*7.1%*	*-0.5%*	*2.5%*	*9.3%*	*8.3%*	*7.3%*	*4.9%*	*3.4%*
表观消费量（万吨）	4889	4738	5057	5042	5427	5814	6728	6760	7005	7260
同比增速（YOY）		-3.1%	6.7%	-0.3%	7.6%	7.1%	15.7%	0.5%	3.6%	3.6%
农业施用	2227	2158	2303	2297	2472	2648	2983	3024	3145	3271
复合肥	923	895	955	952	1025	1098	1264	1278	1329	1382
工业板材	809	784	836	834	898	962	1021	994	1034	1075
三聚氰胺	342	332	354	353	380	407	456	462	476	491
其他	588	570	608	606	652	699	1005	1001	1021	1042
出口量（万吨）	244.3	494.5	545.1	529.5	283.1	425.1	26.1	489.4	600.0	600.0
供给-需求	**2.0**	**0.2**	**0.0**	**0.1**	**0.0**	**0.4**	**0.1**	**0.1**	**-2.3**	**-0.7**

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 30：2017 年以来国内尿素的价格价差



来源：WIND，百川盈孚，中泰证券研究所

■ **尿素行业龙头，持续扩产+技改构筑规模与成本壁垒。1）产能方面，**公司现拥有德州 155 万吨和荆州 152 万吨尿素产能，国内市场份额约 3.9%，位居行业第二。公司推进德州氨合成尿素置换项目，计划新增 75 万吨产能，目前该项目已获山东省生态环境厅环评批复和工信厅产能置换公示，预计 2027 年上半年投产，届时总产能将超过 380 万吨。**2）技改方面，**2025 年 7 月公司变压吸附提氢装置开车成功，产出纯度达到 99.99%以上的合格氢气产品，相比传统工艺可降低综合能耗 15%以上。提纯后的氢气将主要用于合成氨及尿素生产，显著减少碳排放，推动化肥产业绿色化转型。2025 年

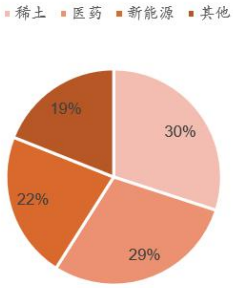
仅供内部参考，请勿外传！

8 月，公司启动气化平台升级改造项目，新建 3 台多喷嘴水煤浆加压气化炉，改造完成后预计综合能耗进一步降低约 5%。**3）成本方面，**我们估算 2025 年公司单吨尿素成本约 860 元，处在行业成本曲线左侧，优势显著。

3.2 草酸：新能源推动需求增长，公司市场份额位居行业首位

- **草酸又名乙二酸，广泛存在于植物源食品中。**它是无色的柱状晶体，易溶于水而不溶于乙醚等有机溶剂，可用作还原剂、漂白剂、助染剂、调节剂、添加剂等。
- **下游需求多元化发展，新能源材料贡献核心增量。**2022-2025 年，国内草酸需求量由 23.2 万吨增长至 49.3 万吨，近 3 年复合增速达 28.6%。从消费结构看，稀土分离、医药化工和新能源材料为前三大应用领域，占比分别为 30%、29%和 22%。其中，新能源材料已成为拉动草酸需求增长的核心引擎。磷酸铁锂是动力电池和储能电池的核心正极材料，广泛应用于电动汽车、储能电站等新能源领域。草酸是草酸亚铁法生产磷酸铁锂的关键原材料，根据《草酸亚铁法水热合成磷酸铁锂的晶化条件研究》，单吨磷酸铁锂消耗约 0.6 吨草酸。下游磷酸铁锂放量，将直接转化为上游草酸原料的需求增量。

图表 31：2025 年国内草酸下游需求结构



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

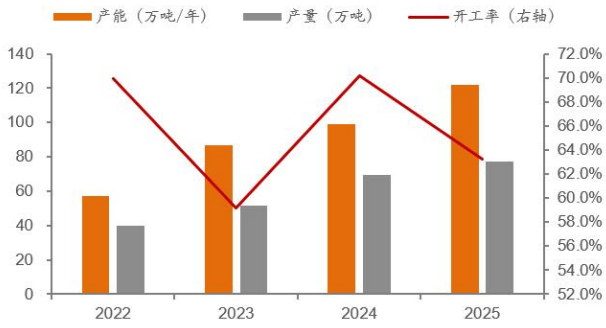
图表 32：下游磷酸铁锂需求高速增长



来源：钢联，中泰证券研究所

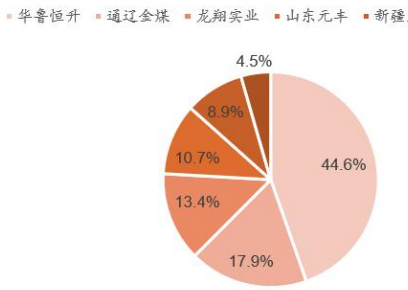
- **供给端增量可控，市场呈现高度集中的竞争格局。**我国草酸产能由 2022 年的 57 万吨扩张至 2025 年的 122 万吨，近 3 年复合增速为 28.9%，同比 2024 年增长 23.2%。受行业盈利承压影响，行业开工率波动较大，2025 年约为 63.2%。新增产能方面，2026 年行业预计新增 20 万吨草酸产能，供给端增量有限。行业集中度高，截至 2026 年 7 月，国内具备规模化生产能力的企业仅有华鲁恒升、通辽金煤、龙翔实业、山东元丰、新疆天业和阿斯德 6 家。

图表 33：2022-2025 草酸产能、产量及开工率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 34：国内草酸行业集中度（截至 26 年 7 月）



来源：百川盈孚，公司公告，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 35：未来两年草酸行业新增产能情况

企业	产能（万吨）	投产情况
通辽金煤	10	于2026年4月投产
万凯新材	10	预计26年6月底投产，但暂未投产
富临精工	40	26年1月发布投资公告，项目建设周期预计24个月

来源：公司公告，中泰证券研究所（注：表内草酸产能为不完全统计）

- **供需格局或偏宽松，价差处于底部，后续有望修复。**价格价差方面，截至 2026 年 9 月 22 日，国内草酸价格和价差分别为 3574 元/吨和-346 元/吨，分别处于 2021 年 2 月以来 28.0%和 4.3%的分位水平，价差处于历史较低区间。供给端未来两年增量可控，需求端受磷酸铁锂放量持续增长，供需有望逐步向紧平衡过渡，价格价差后续有望修复。

图表 36：国内草酸供需关系平衡表

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给（万吨）	**39.9**	**51.7**	**69.5**	**77.2**	**85.9**	**92.8**
同比增速（YOY）		*29.6%*	*34.5%*	*11.1%*	*11.3%*	*8.0%*
产能（万吨/年）	57	87	99	122	132	143
同比增速（YOY）		*52.6%*	*13.8%*	*23.2%*	*8.2%*	*8.0%*
产量（万吨）	39.8	51.5	69.5	77.1	85.8	92.7
同比增速（YOY）		*29.3%*	*34.8%*	*11.0%*	*11.2%*	*8.0%*
产能利用率	69.9%	59.2%	70.2%	63.2%	65.0%	65.0%
进口量（万吨）	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
总需求（万吨）	**39.9**	**51.5**	**69.5**	**77.2**	**84.7**	**92.2**
同比增速（YOY）		*29.3%*	*34.8%*	*11.1%*	*9.7%*	*8.9%*
表观消费量（万吨）	23.2	22.3	41.7	49.3	56.7	65.2
同比增速（YOY）		*-3.8%*	*86.6%*	*18.3%*	*15.0%*	*15.0%*
稀土	7.0	6.7	12.5	14.8	17.0	19.6
医药	6.7	6.5	12.1	14.3	16.4	18.9
新能源	5.1	4.9	9.2	10.8	12.5	14.3
其他	4.4	4.2	7.9	9.4	10.8	12.4
出口量（万吨）	16.7	29.2	27.8	27.9	28.0	27.0
供给-需求	**0.0**	**0.1**	**0.0**	**0.0**	**1.2**	**0.6**

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 37：2021 年 2 月以来草酸的价格价差



来源：WIND，中泰证券研究所

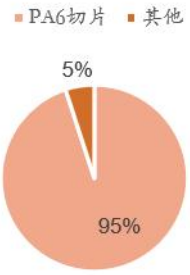
仅供内部参考，请勿外传！

- **华鲁恒升为国内草酸龙头，规模与成本优势突出。**根据公司公告，截止 2026 年 6 月底，公司拥有 50 万吨草酸产能，国内市场份额约 44.6%，位居行业第一。公司采用先进的一氧化碳偶联法工艺，依托煤气化平台实现 CO、氢气等基础原料自给，进一步降低原料与能源成本。同时，该工艺在生产草酸过程中联产碳酸二甲酯（DMC）和甲醇：碳酸二甲酯本身为公司重要化工产品，副产可直接增厚产品收入；甲醇为核心原料之一，副产回用可有效降低外购成本，双重收益进一步拉大公司的成本优势。

3.3 己内酰胺&PA6：企业协同推进“反内卷”，供需格局有望改善

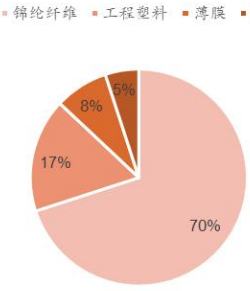
- **己内酰胺和 PA6（尼龙 6）是聚酰胺产业链中紧密相连的两大核心产品。**己内酰胺是 PA6 的关键聚合原料，约 95%的己内酰胺用于生产 PA6 切片；PA6 则进一步加工为锦纶纤维、工程塑料和薄膜等下游产品，广泛应用于纺织服装、运动户外、汽车零部件、电子电器等领域。
- **需求端，两大产品均呈现稳定增长态势。**己内酰胺下游消费高度集中于 PA6 切片，占比约 95%。己内酰胺需求量由 2020 年的 380 万吨增长至 2025 年的 654 万吨，近 5 年复合增速为 11.5%。PA6 需求量由 2020 年的 325 吨增长至 2025 年的 619 万吨，近 5 年复合增速为 13.8%。下游需求结构中，锦纶纤维为核心消费领域，占比 70%，工程塑料和薄膜分别占 17%和 8%。

图表 38：己内酰胺下游消费结构（截至 26 年 6 月）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

图表 39：PA6 下游消费结构（截至 2026 年 6 月）

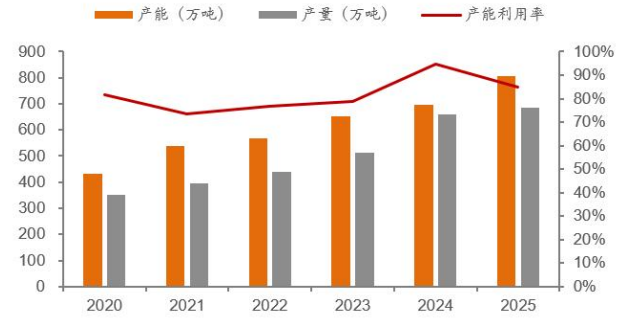


来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **己内酰胺供给端产能稳步增长，企业协同推进“反内卷”成效显著。**我国己内酰胺产能从 2020 年的 433 万吨增至 2025 年的 807 万吨，近 5 年复合增速为 13.3%。在产能持续扩张的背景下，2025 年行业“反内卷”密集推进，相关企业协同减产提价，行业开工率由高位明显回落：2025 年开工率约为 84.8%，同比下降 9.9 个百分点；2026 年上半年进一步降至 70.7%，较 2025 年再降 14.1 个百分点；己内酰胺产量约 318.6 万吨，同比 2025 年上半年下降 4.0%。开工率的持续下行有效收缩了实际供给量，尽管 2026-2027 年仍有 5 万吨和 50 万吨新增产能规划，但在“反内卷“的推动下，实际增量有限，供给过剩压力缓解，有望支撑己内酰胺价格回升。当前行业集中度较低。CR5 为 43.6%。

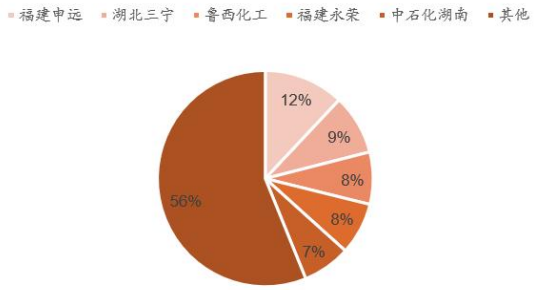
仅供内部参考，请勿外传！

图表 40：己内酰胺的产能、产量及产能利用率



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 41：己内酰胺行业集中度（截至 26 年 7 月）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

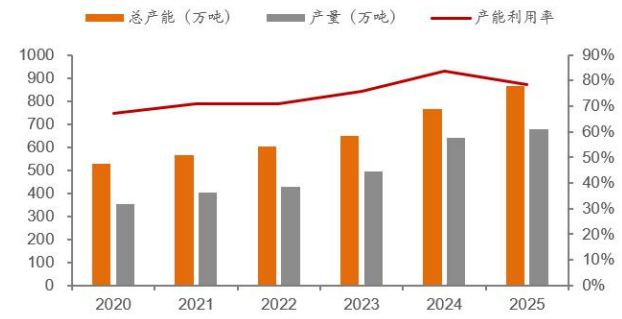
图表 42：2026-2027 年己内酰胺新建规划产能

公司	省份	产能（万吨）	预计投产时间
兖矿鲁南化工有限公司	山东省	5	2026年11月
中国平煤神马集团尼龙科技有限公司	河南省	20	2027年6月
河南心连心化学工业集团股份有限公司	河南省	30	2027年12月
2027年合计		**50**	

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

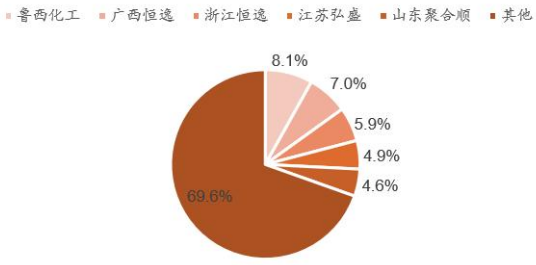
- **PA6 供给端产能稳步扩张，全球供应地位持续强化。**我国 PA6 产能维持稳步扩张态势，从 2020 年的 528 万吨增至 2025 年的 863 万吨，近 5 年复合增速达 10.3%，中国已成为全球最大的 PA6 生产国，国内对外依存度大幅下降。随着上游己内酰胺产业反内卷的推进，PA6 行业开工率同步下降以收缩产量。2025 年 PA6 行业开工率为 78.5%，同比下降 5.3 个百分点；2026 年上半年进一步降至 73.5%，较 2025 年再降 5.0 个百分点。受开工率持续下行影响，实际供给明显收缩，据百川盈孚数据，2026 年上半年 PA6 产量约 318.4 万吨，同比 2025 年上半年下降 2.0%，供给收缩有望提升 PA6 价格。当前行业集中度较低，CR5 约 30.4%。

图表 43：国内 PA6 产能、产量及产能利用率



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 44：PA6 行业集中度（截至 26 年 7 月）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 45：2026-2027 年 PA6 新建规划产能

企业	省份	产能（万吨）	预计投产时间	实际投产时间
天岳（天门）新材料科技有限公司	湖北省	7.5	2026年1月	2026年1月
		7.5	2026年2月	2026年2月
		7.5	2026年7月	2026年7月
		7.5	2026年8月	
杭州聚合顺新材料股份有限公司	浙江省	1.8	2026年12月	
2026年合计新增		**31.8**		
河南心连心化学工业集团股份有限公司	河南省	30	2027年12月	
2027年合计新增		**30**		

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **供需格局有望逐步改善，价格价差存在修复空间。**截至 2026 年 9 月 22 日，国内己内酰胺和 PA6 价格分别为 14150 元/吨和 14825 元/吨，分别处于 2017 年以来的 75.4%和 63.4%分位；二者价差为 675 元/吨，位于 8.3%分位，价差处于历史较低水平，行业盈利接近底部区间。综合来看，需求端增长稳健；供给端，行业形成反内卷共识，通过协同限产稳价，供给格局有望改善，价差存在修复空间。

图表 46：己内酰胺供需关系平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给（万吨）	**379.8**	**406.4**	**446.3**	**529.9**	**672.7**	**697.4**	**746.1**	**799.4**
同比增速（YOY）		*12%*	*10%*	*19%*	*27%*	*4%*	*7%*	*7%*
产能（万吨）	433	539	569	653	695	807	904	958
同比增速（YOY）		24.5%	5.6%	14.8%	6.4%	16.1%	12.0%	12.0%
产量（万吨）	353	396	438	515	658	684	732	785
同比增速（YOY）		*12%*	*11%*	*18%*	*28%*	*4%*	*7.0%*	*7.3%*
产能利用率	*82%*	*73%*	*77%*	*79%*	*95%*	*85%*	*81%*	*82%*
进口量（万吨）	26.8	10.6	8.6	15.4	14.7	13.4	14.0	14.0
总需求	**379.7**	**406.4**	**446.3**	**529.9**	**673.0**	**670.6**	**749.7**	**794.8**
同比增速（YOY）		*7%*	*10%*	*19%*	*27%*	*0%*	*12%*	*6%*
表观消费量（万吨）	379.7	406.1	441.5	520.5	653.0	653.8	734.7	778.8
出口量（万吨）	0.1	0.4	4.8	9.4	20.0	16.8	15.0	16.0
供给-需求	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**-0.3**	**26.8**	**-3.6**	**4.6**

来源：钢联，百川盈孚，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 47：PA6 供需关系平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给	**384.6**	**426.4**	**447.2**	**515.1**	**657.8**	**690.3**	**711.9**	**752.8**
同比增速（YOY）		*10.9%*	*4.9%*	*15.2%*	*27.7%*	*4.9%*	*3.1%*	*5.7%*
总产能（万吨）	528	567	602	649	764	863	895	925
同比增速（YOY）		*7.4%*	*6.2%*	*7.8%*	*17.7%*	*13.0%*	*3.7%*	*3.4%*
产量（万吨）	355	401	427	493	640	677	698	740
产能利用率	*67%*	*71%*	*71%*	*76%*	*84%*	*78%*	*78%*	*80%*
进口量（万吨）	29.4	25.3	19.9	22.3	17.6	13.1	14.0	13.0
总需求	**337.0**	**422.4**	**450.6**	**517.1**	**657.7**	**693.3**	**715.3**	**751.0**
同比增速（YOY）		*25.3%*	*6.7%*	*14.8%*	*27.2%*	*5.4%*	*3.2%*	*5.0%*
表观消费量（万吨）	325	397	412	469	600	619	641	676
锦纶纤维需求	227.3	277.8	288.1	328.5	420.0	433.3	448.9	473.2
工程塑料需求	55.2	67.5	70.0	79.8	102.0	105.2	109.0	114.9
其他需求	42.2	51.6	53.5	61.0	78.0	80.5	83.4	87.9
同比增速（YOY）		22%	4%	14%	28%	3%	4%	5%
出口量（万吨）	12.3	25.6	39.1	47.9	57.7	74.2	74.0	75.0
供给-需求	**47.5**	**4.0**	**-3.4**	**-2.0**	**0.1**	**-2.9**	**-3.4**	**1.9**

来源：钢联，百川盈孚，中泰证券研究所

图表 48：2017 年以来己内酰胺&PA6 价格及价差



来源：WIND，中泰证券研究所

- **推进高端新材料项目，完善产业链布局。**根据公司公告，截至 2026 年 6 月底，公司拥有己内酰胺产能 30 万吨/年、尼龙 6 切片产能 20 万吨/年，己内酰胺品质达到国内领先水平，与国内主要聚合厂家均已建立合作。20 万吨尼龙 6 装置共建有 4 条生产线，分别覆盖膜级切片、工程塑料级切片和纺丝级切片等不同应用领域，满足客户的差异化需求。公司推进 PA66 高端新材料项目，与现有的苯—环己酮—己内酰胺—尼龙 6 产业链互补，进一步拓展新材料板块产品。项目将建设两套生产规模 4 万吨/年的 PA66 装置、一套 20 万吨/年的己二酸装置及一套 4.2 万吨/年的己二胺装置；其中，20 万吨/年己二酸装置已于 2024 年 12 月打通流程、进入试生产阶段。

3.4 DMC：需求端快速增长，公司产能与市占率均居全国首位

- **碳酸二甲酯（DMC）是一种重要的绿色化工溶剂和中间体，按纯度主要分为工业级和电子级两大类。**工业级 DMC 广泛应用于聚碳酸酯（PC）生产、涂料/胶粘剂、医药农药中间体、燃油添加剂等领域；电子级（电池级）DMC 则作为锂电池电解液的核心溶剂，对纯度要求较高（≥99.99%），是新能源汽车和储能产业的关键材料。

仅供内部参考，请勿外传！

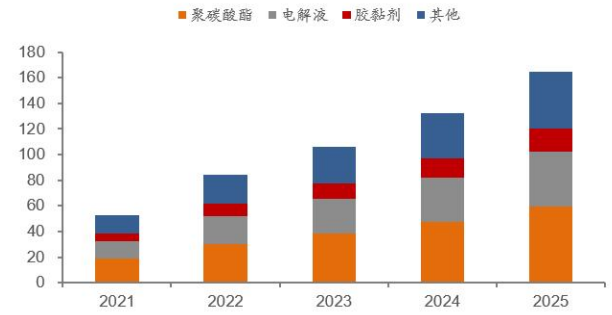
图表 49：碳酸二甲酯主要技术指标要求（GB/T 33107-2016）

项目	指标		
	电子级	优级	一级
碳酸二甲酯，w/%	≥ 99.99	≥ 99.9	≥ 99.5
甲醇，w/%	≤ 0.002	≤ 0.020	≤ 0.050
水，w/%	≤0.003	≤ 0.021	≤ 0.10
密度（ρ20）/（g/cm3）	1.071±0.005		
钠/（μg/mL）	≤1.0	/	/
钾/（μg/mL）			
铜/（μg/mL）			
铁/（μg/mL）			
铅/（μg/mL）			
锌/（μg/mL）			
铬/（μg/mL）			
镍/（μg/mL）			

来源：全国标准信息公共服务平台，中泰证券研究所

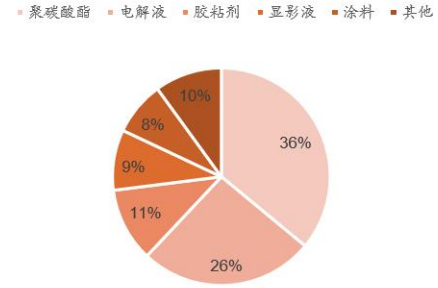
- **需求端快速增长。**我国 DMC 的表观消费量从 2021 年的 52 万吨增长至 2025 年的 165 万吨，近 4 年复合增速约 33.1%。下游消费主要为电子级与工业级两大板块。电子级 DMC 主要应用于锂电池电解液溶剂，消费占比约 26%。工业级 DMC 下游应用较为广泛，其中聚碳酸酯为核心下游，消费占比约 36%，其他应用领域涵盖胶黏剂（11%）、显影液（9%）、涂料（8%）等。

图表 50：2021-2025 年 DMC 表观消费量（万吨）



来源：WIND，中泰证券研究所

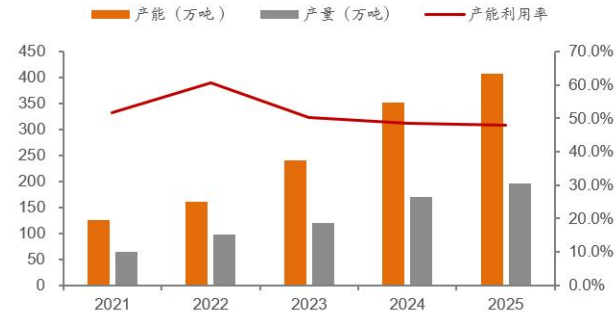
图表 51：2025 年国内 DMC 下游消费结构



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

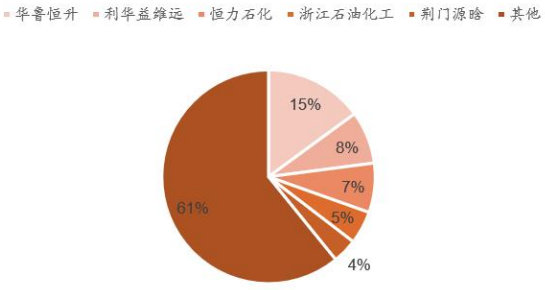
- **供给端产能快速扩张，行业集中度较低。**我国 DMC 产能由 2021 年的 126 万吨增至 2025 年的 408 万吨，近 4 年年复合增长率高达 34.2%。受产能扩张过快影响，行业开工率持续处于低位，近年维持在 50%左右。根据百川盈孚，2026-2027 年我国 DMC 预计分别新增 59 万吨和 50 万吨产能。行业集中度较低，CR5 仅为 39.1%。

图表 52：国内 DMC 产能、产量、产能利用率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 53：DMC 行业集中度（截至 26 年 6 月）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 54：2026-2027 年碳酸二甲酯新增产能规划

企业	省份	产能（万吨）	预计投产时间	实际投产时间
山东德普新材料科技股份有限公司	山东省	4	2026年2月	2026年2月
四川明昉新能源科技有限公司	四川省	5	2026年5月	2026年5月
重庆建峰兴源科技有限公司	重庆市	5	2026年9月	
铜陵金泰化工股份有限公司	安徽省	10	2026年12月	
鄂尔多斯市双欣化学工业有限责任公司	内蒙古自治区	10	2026年12月	
山东德普新材料科技股份有限公司	山东省	25	2026年12月	
合计		59		
陕煤集团榆林化学宇高新材料有限责任公司	陕西省	40	2027年1月	
榆林佰嘉瑞精细化工有限公司	陕西省	10	2027年12月	
合计		50		

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **价差处于历史低位，供需格局改善驱动价格回升。**截至 2026 年 9 月 22 日，国内电子级 DMC 市场均价和价差分别为 6950 元/吨和 3243 元/吨，位于 2022 年 4 月以来的 92.0%和 83.7%分位。受前期产能集中释放影响，DMC 市场供给过剩压力持续，但随着新能源汽车渗透率提升及储能装机放量，电子级 DMC 需求持续增长，未来供需格局有望改善，价格具备上涨动力。

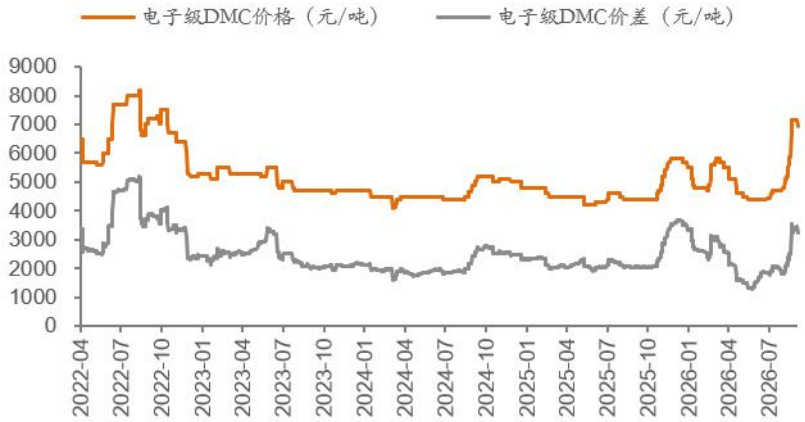
图表 55：PA6 供需关系平衡表

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给（万吨）	**71**	**102**	**124**	**171**	**196**	**234**	**285**
同比增速（YOY）		*43.8%*	*21.5%*	*38.2%*	*14.5%*	*19.2%*	*9.3%*
产能（万吨）	126	161	241	352	408	467	517
同比增速（YOY）		*27.9%*	*49.8%*	*46.1%*	*15.9%*	*14.5%*	*10.7%*
产量（万吨）	65	97	121	170	196	233	284
同比增速（YOY）		*50.1%*	*24.0%*	*40.8%*	*14.9%*	*19.3%*	*21.8%*
产能利用率	51.7%	60.7%	50.2%	48.4%	48.0%	50.0%	55.0%
进口量（万吨）	6.0	4.5	3.0	1.0	0.6	0.6	0.6
总需求（万吨）	**71**	**102**	**124**	**171**	**196**	**236**	**281**
同比增速（YOY）		*43.8%*	*21.5%*	*38.2%*	*14.5%*	*20.3%*	*19.2%*
表观消费量（万吨）	52	84	106	133	165	206	251
同比增速（YOY）		*60.5%*	*26.0%*	*24.9%*	*24.3%*	*25.0%*	*22.0%*
聚碳酸酯	19	30	38	48	59	66	74
电解液	14	22	28	34	43	54	65
胶黏剂	6	9	12	15	18	23	28
其他	14	23	29	36	45	63	84
出口量（万吨）	18	18	18	39	31	30	30
供给-需求	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**-2.2**	**3.3**

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 56：2022 年 4 月以来国内电子级 DMC 价格及价差



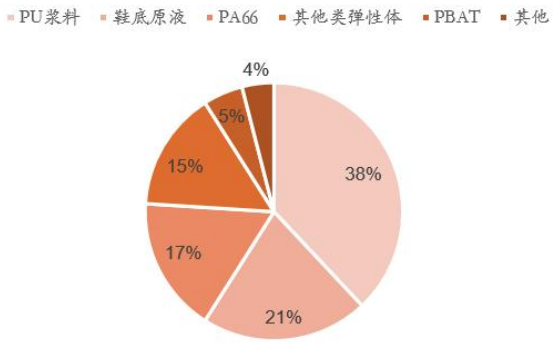
来源：WIND，钢联，中泰证券研究所

- **华鲁恒升是国内 DMC 行业龙头，拥有 60 万吨/年产能，产能与市占率均居全国首位。**在锂电池电解液所需的 5 种溶剂中，公司已实现 3 种溶剂的批量生产。公司电子级产品纯度长期稳定在 99.995%以上，直供头部电解液企业。依托煤气化平台和“一头多线”柔性联产模式，公司实现原料高度自给，成本优势显著。未来，随着新能源需求持续增长及行业供需格局改善，公司作为电子级 DMC 龙头，将率先受益于景气修复。

3.5 己二酸：产能释放趋缓，供需格局有望逐步改善

- 己二酸，又称肥酸，是一种重要的有机二元酸，能够发生成酯化、酰胺化反应等，并能与二元胺或二元醇缩聚成高分子聚合物等，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。
- **需求端稳健增长。**我国己二酸表观消费量由 2018 年的 122 万吨增长至 2025 年的 199 万吨，近 7 年复合增速为 7.3%，同比 2024 年增长 12.3%。从下游消费结构看，浆料是己二酸最大的需求领域，占比约 38%，广泛应用于纺织服装、皮革制品、家居等行业；鞋底原液为第二大需求领域，占比约 21%，主要用于生产聚氨酯鞋底；PA66 占比约 17%，是聚氨酯泡沫塑料、薄膜和管材等产品的核心原料；PBAT 占比约 5%，是可降解塑料的主要原料。

图表 57：2025 年国内己二酸下游消费结构



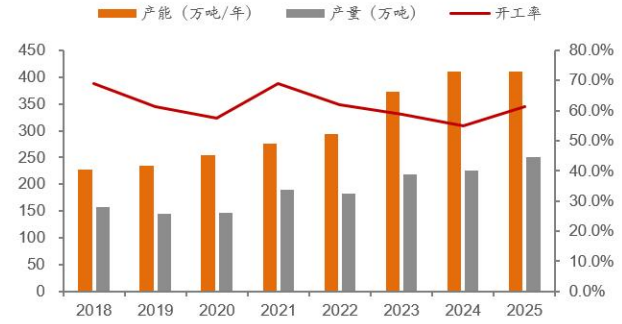
来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **产能释放趋缓，头部企业主导供给格局。**2023-2024 年扩产集中于华峰化学、华鲁恒升等头部企业，2025 年国内己二酸产能达到 410 万吨，与上年持平，产量为 251 万吨，同比增长 11.5%，开工率约 61%。行业集中度较高，CR5 达到 71.0%，头部企业主导供给格局。新增产能方面，根据百川盈孚，2026-2027 年规划新增产能 95 和 119 万吨，由于行业开工率不足和盈利承压，

仅供内部参考，请勿外传！

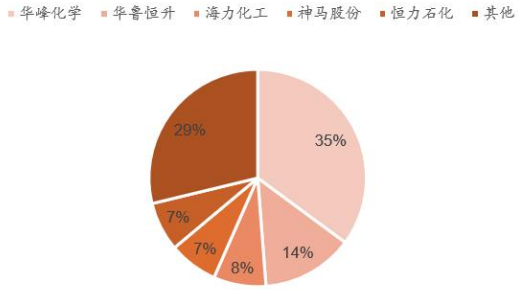
部分原计划 2026 年投产的项目已暂时搁置，实际新增产能释放节奏将慢于规划，预计未来两年供给增量相对有限。

图表 58：2018-2025 年己二酸产能、产量及开工率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 59：己二酸行业集中度（截至 26 年 7 月）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

图表 60：2026-2027 年国内己二酸新增产能情况

企业	省份	产能（万吨/年）	预计投产时间	备注
新疆天利高新石化股份有限公司	新疆	15	2026年12月	项目暂时搁置
中国平煤神马集团尼龙科技有限公司	河南	50	2026年12月	项目暂时搁置
福建福化古雷石油化工有限公司	福建	30	2026年12月	
合计		95		
河南峡光高分子材料有限公司	河南	30	2027年12月	
宁夏宝廷新材料科技股份有限公司	宁夏	20	2027年12月	
湖北三宁化工股份有限公司	湖北	24	2027年12月	
荣盛新材料(台州)有限公司	浙江	45	2027年12月	
合计		119		

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **供需格局转向紧平衡，价差有望修复。**截至 2026 年 9 月 22 日，国内己二酸价格和价差分别为 9500 元/吨和 1016 元/吨，分别位于 2017 年以来的 56.9%和 3.3%分位，价差处于历史较低水平。供给端，行业盈利承压导致新增产能释放放缓，部分原计划投产项目已延后，实际供给增量有限。需求端，PA66 项目集中投产将直接拉动己二酸消费；聚氨酯行业正处于产业升级与绿色转型期，新能源、高端制造等新兴领域的需求将持续释放；可降解塑料 PBAT 受禁塑令等环保政策驱动，具备增长潜力。在供给增量有限、需求多点开花的格局下，行业供需有望转向紧平衡，己二酸价差具备向上修复空间。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 61：己二酸供需关系平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给	158.3	145.2	147.8	190.6	183.2	219.8	226.0	252.1	261.1	282.6
产能（万吨/年）	227	235	255	275	294	372	410	410	426	440
同比增速（YOY）		*3.3%*	*8.7%*	*7.8%*	*6.9%*	*26.5%*	*10.2%*	*0.0%*	*4.0%*	*4.0%*
产量（万吨）	157	144	147	189	182	219	225	251	260	282
同比增速（YOY）		*-8.0%*	*1.9%*	*28.9%*	*-3.7%*	*20.1%*	*2.9%*	*11.5%*	*3.5%*	*8.3%*
开工率	69.0%	61.4%	57.6%	68.9%	62.0%	58.9%	54.9%	61.3%	61.0%	64.0%
进口量（万吨）	1.8	1.1	1.0	1.3	0.9	0.8	0.7	0.8	1.0	1.0
总需求	157.9	145.2	147.8	190.6	183.2	219.8	226.0	252.1	265.7	280.6
表观消费量（万吨）	122	111	117	151	143	175	177	199	213	228
同比增速（YOY）		*-9.0%*	*5.9%*	*28.5%*	*-5.2%*	*22.4%*	*1.1%*	*12.3%*	*7.0%*	*7.0%*
出口量（万吨）	36.1	34.4	30.5	39.8	40.2	44.8	49.0	53.3	53	53
供给-需求	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.6	2.0

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 62：2017 年以来国内己二酸价格价差



来源：WIND，中泰证券研究所

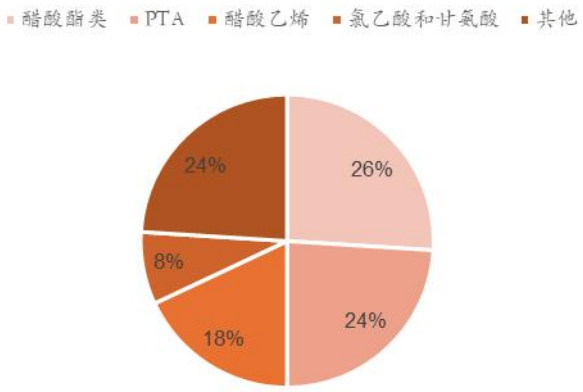
- **公司为行业龙头，持续布局聚酰胺新材料领域。**公司现有己二酸产能 52.66 万吨，国内市场份额约 12.9%，位居全国第二；2025 年公司开工率接近 90%，显著高于行业平均 61%的水平。公司依托先进的环己烯法工艺，与传统工艺相比，在产能品质和生产稳定性等方面有显著优势；同时依托煤气化平台优势，实现环己醇、液氨、氢气自给，有效降低原材料成本。公司还通过一氧化二氮回收装置将己二酸尾气资源化利用，转化为外售产品，2024 年回收笑气超 2 万吨，在减少碳排放的同时创造可观的经济效益。随着尼龙 66 项目投产，公司一体化水平将进一步提升，持续布局聚酰胺新材料领域。

3.6 醋酸：需求端稳步增长，公司市场份额位居行业第一

- **PTA+醋酸酯双轮驱动需求增长。**2018-2025 年，国内醋酸表观消费量从 693 万吨增至 974 万吨，近 7 年复合增速为 5.0%。下游消费结构中，醋酸酯是最大消费方向，占比约 26%，广泛应用于涂料、油墨、胶粘剂及医药中间体等领域；PTA 占比约 24%，作为聚酯产业链的关键中间体，PTA 下游主要用于生产涤纶纤维、饮料瓶片及包装膜等。其他应用领域包括醋酸乙烯（18%）、氯乙酸和甘氨酸（8%）等。受益于聚酯产业链扩张及 PTA 扩产，醋酸需求量稳步增长。

仅供内部参考，请勿外传！

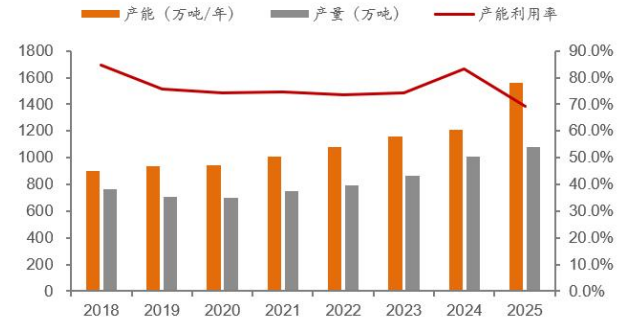
图表 63：2025 年中国醋酸下游消费结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

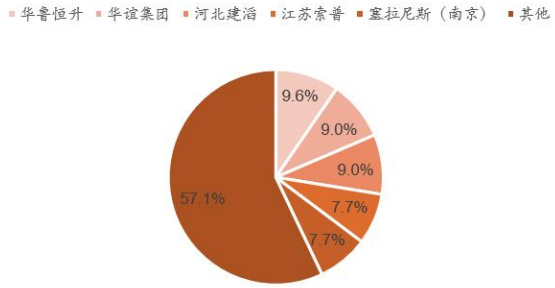
- **供给端产能释放放缓。**2025 年醋酸的产能和产量分别为 1561 和 1083 万吨，同比增速分别为 28.9%和 7.3%，行业产能利用率为 69.4%，较过往有所下降。根据百川盈孚，未来两年预计新增 265 万吨醋酸产能，但产能释放节奏放缓，对应增速约 17.0%。行业集中度较低，CR5 为 42.9%。

图表 64：2018-2025 年醋酸产能、产量及产能利用率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 65：2025 年我国醋酸行业集中度



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **供需格局维持紧平衡，价格价差具备修复空间。**截至 2026 年 9 月 22 日，国内醋酸价格和价差分别为 4475 元/吨和 2621 元/吨，分别位于 2017 年以来的 79.9%和 72.3%分位。供给端，未来两年产能释放增速放缓；需求端，下游 PTA、醋酸酯等受纺织服装等终端需求回暖支撑，有望稳步增长。在供给增速放缓、需求改善的预期下，醋酸价格价差具备向上修复空间。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 66：国内醋酸供需关系平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给（万吨）	764.1	709.8	708.6	751.1	793.5	866.5	1012.9	1086.6	1149.4	1218.6
同比增速（YOY）		-7.1%	-0.2%	6.0%	5.6%	9.2%	16.9%	7.3%	5.8%	6.0%
产能（万吨/年）	900	935	945	1006	1081	1161	1211	1561	1686	1762
同比增速（YOY）		3.9%	1.1%	6.5%	7.5%	7.4%	4.3%	28.9%	8.0%	4.5%
产量（万吨）	763	709	703	751	793	862	1010	1083	1146	1216
同比增速（YOY）		-7.0%	-0.9%	6.9%	5.6%	8.6%	17.2%	7.3%	5.8%	6.0%
产能利用率	84.7%	75.9%	74.4%	74.7%	73.4%	74.2%	83.4%	69.4%	68.0%	69.0%
进口量（万吨）	1.4	0.6	5.8	0.0	0.0	4.8	3.3	3.2	3.0	3.0
总需求（万吨）	764.1	709.8	708.6	751.1	793.5	866.5	1012.9	1086.6	1150.5	1218.2
同比增速（YOY）		-7.1%	-0.2%	6.0%	5.6%	9.2%	16.9%	7.3%	5.9%	5.9%
消费量（万吨）	693	646	669	653	684	783	901	974	1038	1105
醋酸酯类	201	187	187	183	192	196	234	253	274	295
PTA	173	187	201	196	205	203	243	234	253	273
醋酸乙烯	125	116	120	117	123	149	153	175	184	193
氯乙酸和甘氨酸	62	45	53	52	55	63	72	78	82	86
其他	132	110	107	104	109	172	198	234	245	258
出口量（万吨）	71.0	63.8	40.0	98.3	109.4	83.8	112.3	112.4	113.0	113.0
供给-需求	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.1	0.4

来源：WIND，百川盈孚，中泰证券研究所

图表 67：2017 年以来醋酸的价格价差



来源：WIND，中泰证券研究所

- **醋酸行业龙头，技改能力与“一头多线”联产模式构筑竞争壁垒。1）规模方面，**公司拥有德州 50 万吨、荆州 100 万吨醋酸产能，合计 150 万吨，国内市场份额约 9.6%，位居国内第一。**2）技术与能效方面，**公司醋酸项目多次获评工信部能效“领跑者”，通过持续优化合成工序，在主设备尺寸不变的情况下将单套装置产能由 20 万吨提升至 55 万吨，技改能力突出。**3）生产方面，**依托“一头多线”柔性联产模式，公司可根据甲醇价格变化灵活调节生产比例，在甲醇高价时多产醋酸、低价时外购低成本甲醇，实现灵活降本。

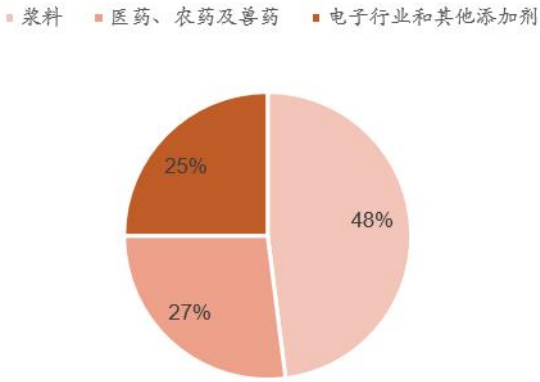
3.7 DMF：需求温和复苏，公司为全球最大 DMF 制造企业

- **DMF（二甲基甲酰胺）是一种高沸点极性非质子溶剂，主要通过一氧化碳与二甲胺的一步反应制得。**它对聚合物具有较强的溶解性，且反应环境水分含量低，广泛应用于聚氨酯、制药和电子等领域。
- **需求端温和复苏。**2017 年国内 DMF 表观消费量约 56 万吨，2025 年增至 75 万吨，近 8 年复合增速为 3.8%。从下游消费结构看，浆料是 DMF 的主要应用场景，占比约 48%，主要应用于人造革和合成革行业，终端覆盖箱

仅供内部参考，请勿外传！

包、鞋服、家具等领域。医药、农药及兽药领域占比约 27%，DMF 作为有机反应的重要溶剂，在抗生素、抗肿瘤药、农药合成中具有重要作用。电子行业及其他添加剂领域占比约 25%，其中电子级 DMF 作为清洗剂，用于去除硅片表面的有机物和金属离子，确保芯片的清洁度。

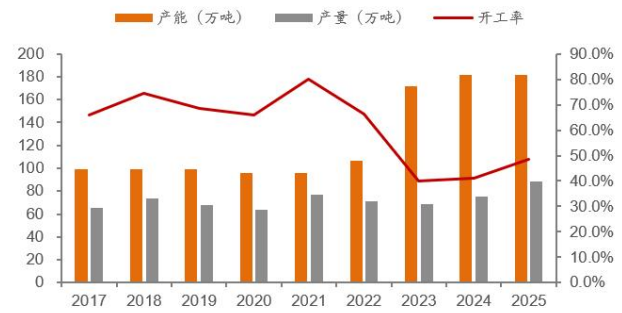
图表 68：2025 年国内 DMF 下游消费结构



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **供给端进入消化阶段，行业集中度较高。**我国 DMF 产能由 2017 年的 99 万吨增至 2025 年的 182 万吨，近 8 年复合增速为 7.9%，其中 2023 年集中扩产，产能同比大幅增长 60.7%。受盈利承压影响，行业平均开工率由高位回落，近三年维持在 40%左右。行业集中度较高，CR5 达 70.3%。根据百川盈孚，DMF 行业未来两年暂无新增产能规划，供给端进入消化阶段。

图表 69：2017-2025 年 DMF 产能、产量及开工率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 70：DMF 行业集中度（截至 26 年 7 月）



来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **供给收缩叠加需求增长，价格有望温和回升。**截至 2026 年 9 月 22 日，国内 DMF 价格和价差分别为 5617 元/吨和 278 元/吨，分别位于 2017 年以来的 55.6%和 2.2%分位，价差处于历史较低水平。供给端，开工率维持低位，过剩产能逐步消化，有效供给持续收缩。需求端，下游浆料需求稳定，电子级 DMF 在半导体制造等领域需求持续增加，需求端增长动能逐步增强，行业有望从产能过剩逐步转向平衡，推动价格价差进一步修复。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 71：DMF 供需关系平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
总供给	**65.3**	**73.8**	**68.0**	**63.4**	**77.0**	**71.0**	**69.0**	**75.0**	**88.6**	**89.3**	**94.7**
同比增速（YOY）		*13.1%*	*-7.9%*	*-6.7%*	*21.5%*	*-7.8%*	*-2.8%*	*8.8%*	*18.0%*	*0.8%*	*6.1%*
产能（万吨）	99	99	99	96	96	107	172	182	182	182	182
产量（万吨）	65.3	73.8	68.0	63.4	76.9	71.0	68.9	75.0	88.6	89.2	94.6
同比增速（YOY）		*13.1%*	*-7.9%*	*-6.8%*	*21.3%*	*-7.7%*	*-2.9%*	*8.9%*	*18.0%*	*0.7%*	*6.1%*
开工率	66.0%	74.6%	68.7%	66.0%	80.1%	66.3%	40.1%	41.2%	48.7%	49.0%	52.0%
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
总需求	**65.3**	**73.8**	**68.0**	**63.4**	**77.0**	**71.0**	**69.0**	**75.0**	**88.6**	**91.9**	**94.2**
同比增速（YOY）		*13.1%*	*-7.9%*	*-6.7%*	*21.5%*	*-7.8%*	*-2.8%*	*8.8%*	*18.0%*	*3.7%*	*2.5%*
表观消费量（万吨）	55.5	63.0	57.0	52.8	63.9	61.9	58.4	62.2	75.0	78.0	81.2
浆料	26.6	30.3	27.4	25.3	30.7	29.7	28.0	29.8	36.0	37.5	39.0
医药、农药及兽药	15.0	17.0	15.4	14.2	17.2	16.7	15.8	16.8	20.3	21.1	21.9
电子行业和其他添加剂	13.9	15.8	14.3	13.2	16.0	15.5	14.6	15.5	18.8	19.5	20.3
出口量	9.8	10.8	10.9	10.6	13.1	9.1	10.6	12.9	13.6	13.8	13.0
供给-需求	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**-2.6**	**0.6**

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 72：2017 年以来国内 DMF 价格价差



来源：WIND，中泰证券研究所

- **公司为行业龙头，凭借规模和成本优势维持稳健经营。**目前公司是全球最大的 DMF 制造企业，拥有德州本部 33 万吨和 15 万吨 DMF 产能，合计 48 万吨，2025 年产量约 20 万吨。依托先进的煤气化平台和“一头多线”柔性多联产模式，公司可灵活调节醋酸、尿素的生产比例，实现效益最大化。在行业产能过剩、盈利承压的背景下，公司凭借规模壁垒、柔性联产能力和成本控制优势，2025 年有机胺板块整体毛利率约 14.2%，维持稳健经营。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

- **公司作为国内煤化工行业龙头企业，以洁净煤气化技术为核心，构建“一头多线”柔性多联产体系，产品覆盖新能源新材料、化学肥料、醋酸及衍生品、有机胺四大板块。当前行业景气逐步回升，叠加公司荆州基地产能释放与德州基地气化平台升级，我们对核心业务做出如下假设：**
- **新能源新材料：**该板块主要涵盖 DMC、草酸、己二酸、己内酰胺等产品。草酸在磷酸铁锂正极材料的拉动下需求快速释放，成为板块重要增长极，我们假设 26-28 年草酸价格增速为 7%/5%/3%。受益于新能源汽车与储能产业高速增长，电子级 DMC 需求持续旺盛，公司作为国内电子级 DMC 龙头充分受益，我们假设 26-28 年 DMC 价格增速为 10%/4%/3%。此外，荆州

仅供内部参考，请勿外传！

基地 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 一体化项目已逐步投产，有望贡献新的利润增量。预计 2026-2028 年新能源新材料板块收入分别为 164.4/172.4/183.6 亿元，成本分别为 142.2/144.6/148.6 亿元，毛利率分别为 13.5%/16.1%/19.1%。

- **尿素：**农业需求刚性叠加出口政策逐步放松，为尿素价格提供底部支撑；供给端受产能置换政策约束，新增产能节奏放缓，供需格局有望进一步改善，我们假设 26-28 年尿素销量增速为 0%/1%/2%，价格增速为 3%/2%/1%。公司凭借先进的煤气化平台，吨尿素生产成本稳居行业成本曲线左侧，预计继续维持较高的毛利率。预计 2026-2028 年尿素板块收入分别为 80.5/82.9/85.4 亿元，成本分别为 54.0/55.2/56.0 亿元，毛利率分别为 32.9%/33.4%/34.4%。
- **醋酸及衍生品：**2025 年行业产能集中释放导致价格与盈利承压，但下游 PTA、醋酸酯等需求具备修复弹性，后续新增产能逐步减少，供需格局有望改善，醋酸价格存在修复空间。我们假设 26-28 年醋酸销量增速为 3%/4%/4%，价格增速为 6%/3%/1%。预计 2026-2028 年醋酸及衍生品板块收入分别为 40.6/43.6/45.7 亿元，成本分别为 28.7/30.5/31.9 亿元，毛利率分别为 29.2%/30.0%/30.1%。
- **有机胺：**DMF 需求温和复苏，供给端暂无新增产能规划，供给过剩压力预计逐步环节，供需格局有望改善，产品价格与盈利具备修复空间，我们假设 26-28 年 DMF 价格增速为 4%/3%/2%。预计 2026-2028 年有机胺板块收入分别为 25.1/28.3/28.8 亿元，成本分别为 19.9/22.3/22.3 亿元，毛利率分别为 20.5%/21.1%/22.7%。
- **其他业务：**该板块主要包括多元醇等产品，受益于荆州基地产能释放，收入增长稳健。预计 2026-2028 年该板块收入分别为 24.8/26.0/27.3 亿元，成本分别为 18.3/18.7/19.0 亿元，毛利率分别为 26.1%/28.2%/30.3%。
- 综上所述，预计公司 2026-2028 年合计营业收入分别为 335.3/353.1/370.7 亿元，综合毛利率分别为 21.5%/23.2%/25.1%。对应归母净利润分别为 45.1/52.0/60.3 亿元，公司业绩有望随景气回升与新产能释放实现稳步增长。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 73：华鲁恒升收入分拆及盈利预测

业务板块	项目	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
新能源新材料	营业收入（亿元）	115.6	146.5	154.8	164.3	155.6	164.4	172.4	183.6
	同比增速（YOY）		26.8%	5.6%	6.2%	-5.3%	5.6%	4.9%	6.5%
	营业成本（亿元）	86.0	124.1	128.1	142.9	138.9	142.2	144.6	148.6
	毛利（亿元）	29.5	22.4	26.7	21.5	16.7	22.1	27.8	35.0
	毛利率	25.6%	15.3%	17.2%	13.1%	10.7%	13.5%	16.1%	19.1%
尿素	营业收入（亿元）	41.4	55.2	56.8	73.0	73.1	80.5	82.9	85.4
	同比增速（YOY）		33.3%	2.9%	28.6%	0.1%	10.2%	3.0%	3.0%
	营业成本（亿元）	29.5	33.5	36.9	51.2	49.5	54.0	55.2	56.0
	毛利（亿元）	12.0	21.7	19.9	21.8	23.6	26.5	27.7	29.3
	毛利率	28.9%	39.4%	35.1%	29.9%	32.3%	32.9%	33.4%	34.4%
醋酸及衍生品	营业收入（亿元）	34.6	21.1	20.5	40.7	33.9	40.6	43.6	45.7
	同比增速（YOY）		-39.2%	-2.6%	98.3%	-16.8%	19.7%	7.4%	4.8%
	营业成本（亿元）	16.1	14.5	16.2	29.5	23.8	28.7	30.5	31.9
	毛利（亿元）	18.5	6.5	4.3	11.2	10.1	11.9	13.1	13.7
	毛利率	53.6%	31.0%	20.9%	27.6%	29.7%	29.2%	30.0%	30.1%
有机胺	营业收入（亿元）	59.2	60.0	26.7	25.1	23.6	25.1	28.3	28.8
	同比增速（YOY）		1.3%	-55.4%	-6.1%	-6.0%	6.3%	12.6%	2.0%
	营业成本（亿元）	27.4	25.8	23.3	23.5	20.3	19.9	22.3	22.3
	毛利（亿元）	31.8	34.2	3.4	1.6	3.4	5.2	6.0	6.5
	毛利率	53.7%	57.0%	12.9%	6.5%	14.2%	20.5%	21.1%	22.7%
其他	营业收入（亿元）	15.6	19.7	13.8	39.2	23.6	24.8	26.0	27.3
	同比增速（YOY）		26.5%	-30.0%	183.4%	-39.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本（亿元）	12.9	17.0	11.3	31.3	17.9	18.3	18.7	19.0
	毛利（亿元）	2.7	2.7	2.5	7.9	5.6	6.5	7.3	8.3
	毛利率	17.4%	13.7%	18.2%	20.1%	23.9%	26.1%	28.2%	30.3%
合计	**营业收入（亿元）**	**266.4**	**302.5**	**272.6**	**342.3**	**309.7**	**335.3**	**353.1**	**370.7**
	同比增速（YOY）		13.6%	-9.9%	25.6%	-9.5%	8.3%	5.3%	5.0%
	营业成本（亿元）	171.8	214.9	215.8	278.2	250.4	263.1	271.3	277.8
	毛利（亿元）	**94.5**	**87.5**	**56.8**	**64.1**	**59.3**	**72.1**	**81.8**	**92.9**
	毛利率	**35.5%**	**28.9%**	**20.9%**	**18.7%**	**19.2%**	**21.5%**	**23.2%**	**25.1%**
	归母净利润（亿元）	**72.5**	**62.9**	**35.8**	**39.0**	**33.2**	**45.1**	**52.0**	**60.3**
	同比增速（YOY）		-13.3%	-43.1%	9.1%	-15.0%	35.9%	15.5%	15.9%

来源：iFinD，中泰证券研究所

4.2 投资建议

- **估值分析及投资建议：**我们选取在煤化工及化肥业务布局的宝丰能源、鲁西化工、湖北宜化，以及化工龙头万华化学作为可比公司。可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 12.1x/10.1x/9.0x。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 45.1/52.0/60.3 亿元，对应当前股价（2026 年 9 月 24 日）PE 分别为 12.0x/10.4x/9.0x。公司作为国内现代煤化工龙头企业，依托行业领先的煤气化平台，持续推动气化工艺升级，构筑成本护城河；同时通过“一头多线”柔性多联产体系，灵活调节产品结构，实现效益最大化。公司优势突出，维持“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 74：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	PE		
				2026E	2027E	2028E
600426.SH	**华鲁恒升**	**19.71**	**542**	**12.0**	**10.4**	**9.0**
600309.SH	宝丰能源	69.45	2,174	11.5	10.1	8.9
000422.SZ	鲁西化工	11.79	128	14.7	11.7	9.8
000830.SZ	湖北宜化	11.57	220	11.7	9.4	8.5
600989.SH	万华化学	22.33	1,638	9.8	9.3	8.7
可比公司平均				**12.1**	**10.1**	**9.0**

来源：iFinD，中泰证券研究所（注：股价取自 2026/09/24，可比公司盈利预测取自 iFinD 一致盈利预期）

风险提示

- **原材料成本涨幅超预期。**若原材料价格大幅上升，可能存在产品提价难以覆盖成本上升压力风险，进而对公司盈利水平产生压力。
- **需求景气不及预期。**若下游景气不达预期，公司产品销量或有不及预期的风险，导致对收入与业绩的高估预判。
- **新增产能投放及爬坡不及预期风险。**若新增产能投放滞后或产能爬坡速度慢于预期，此前预计会贡献利润增量的项目，无法按时贡献业绩，可能导致对公司收入和利润的预测存在高估风险。
- **市场空间测算偏差风险：**本报告涉及的市场空间测算均基于一定前提假设，存在一定的测算偏差风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**研究报告部分资料来源于公司定期报告，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,085	4,586	5,577	7,245
应收票据	18	34	35	37
应收账款	31	34	35	37
预付账款	865	921	949	972
存货	1,493	1,560	1,608	1,647
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,392	5,331	7,027	8,489
流动资产合计	8,885	12,465	15,232	18,429
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	32,994	34,033	34,569	35,202
在建工程	2,340	2,883	5,276	7,813
无形资产	2,857	2,991	3,171	3,335
其他非流动资产	2,102	2,175	2,263	2,260
非流动资产合计	40,292	42,082	45,278	48,610
资产合计	**49,177**	**54,547**	**60,510**	**67,039**
短期借款	776	816	923	956
应付票据	290	316	326	333
应付账款	1,325	1,395	1,438	1,473
预收款项	0	0	0	0
合同负债	769	838	883	927
其他应付款	115	170	195	182
一年内到期的非流动负债	1,997	922	974	1,075
其他流动负债	494	568	555	569
流动负债合计	5,765	5,024	5,294	5,514
长期借款	8,139	9,139	9,639	9,839
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	122	63	69	75
非流动负债合计	8,262	9,203	9,708	9,914
负债合计	**14,027**	**14,227**	**15,002**	**15,428**
归属母公司所有者权益	33,080	37,788	42,442	47,926
少数股东权益	2,070	2,532	3,066	3,685
所有者权益合计	**35,150**	**40,320**	**45,508**	**51,611**
负债和股东权益	**49,177**	**54,547**	**60,510**	**67,039**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**4,198**	**7,984**	**8,000**	**9,234**
现金收益	7,231	8,774	9,673	10,683
存货影响	-174	-67	-48	-39
经营性应收影响	-165	-97	-57	-52
经营性应付影响	-1,595	151	78	29
其他影响	-1,098	-776	-1,646	-1,387
投资活动现金流	**-3,646**	**-5,376**	**-6,912**	**-7,135**
资本支出	-4,869	-5,308	-6,831	-7,146
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,223	-68	-81	11
融资活动现金流	**80**	**-107**	**-98**	**-430**
借款增加	1,491	-35	659	333
股利及利息支付	-1,505	-939	-1,054	-1,192
股东融资	0	0	0	0
其他影响	94	867	297	429

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**30,969**	**33,527**	**35,309**	**37,072**
营业成本	25,037	26,314	27,128	27,785
税金及附加	219	237	250	263
销售费用	93	94	106	111
管理费用	310	335	353	371
研发费用	886	764	812	816
财务费用	263	214	213	219
信用减值损失	18	18	19	20
资产减值损失	25	24	25	26
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-20	5	7	8
其他收益	153	163	178	182
营业利润	**4,337**	**5,778**	**6,676**	**7,743**
营业外收入	13	13	14	13
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	**4,348**	**5,789**	**6,688**	**7,754**
所得税	607	822	950	1,101
净利润	**3,741**	**4,967**	**5,738**	**6,653**
少数股东损益	340	462	534	619
归属母公司净利润	**3,315**	**4,505**	**5,204**	**6,034**
NOPLAT	3,968	5,151	5,920	6,841
EPS（摊薄）	1.56	1.64	1.89	2.19

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-9.5%	8.3%	5.3%	5.0%
EBIT 增长率	-13.8%	30.2%	14.9%	15.6%
归母公司净利润增长率	-15.0%	35.9%	15.5%	15.9%
获利能力				
毛利率	19.2%	21.5%	23.2%	25.1%
净利率	12.1%	14.8%	16.3%	17.9%
ROE	9.7%	11.2%	11.4%	11.7%
ROIC	10.4%	12.1%	12.5%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	28.5%	26.1%	24.8%	23.0%
债务权益比	31.4%	27.1%	25.5%	23.1%
流动比率	1.5	2.5	2.9	3.3
速动比率	1.3	2.2	2.6	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	0	0	0
应付账款周转天数	26	19	19	19
存货周转天数	20	21	21	21
每股指标（元）				
每股收益	1.56	1.64	1.89	2.19
每股经营现金流	1.98	2.90	2.91	3.36
每股净资产	15.58	13.74	15.43	17.43
估值比率				
P/E	16	12	10	9
P/B	2	1	1	1

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。