

## 布局荆州, 打开成长新局面

### 投资要点

- **事件:** 公司与湖北省江陵县政府、荆州市政府签订了投资建设现代化煤化工基地协议, 计划一期项目总投资不少于 100 亿元, 建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。
- **浩吉铁路开通, 荆州江陵未来将打造煤化工基地。** 浩吉铁路是我国“北煤南运”战略运输通道, 2019年9月28日开通, 北起内蒙古鄂尔多斯市境内浩勒报吉南站, 终到江西省吉安市境内吉安站, 线路全长 1813.5 公里, 设计速度 120 千米/小时(浩勒报吉南站至江陵站、坪田站至吉安站)、200 千米/小时(江陵站至坪田站), 设计年输送能力为 2 亿吨。浩吉铁路使得荆州一年落地煤炭 5000 万吨, 远期有 8000 万吨, 扣除荆州目前每年能耗 800 万吨煤, 还具备了发展煤化工的能力。荆州和西部地区相聚, 水资源得天独厚, 每年过境客水总量 4680 亿立方米, 另外荆州地处于华中地区, 煤化工产品的运输也比西部地区具有优势。目前荆州发展煤化工已经取得湖北省和荆州市的相关许可, 荆州江陵绿色能源化工产业园区总规划面积 350 平方千米, 规划建设 8000 万吨/年煤炭储备基地项目、40 亿立方米煤制天然气项目、800 万吨煤制甲醇项目、2 个煤制合成氨和尿素项目以及 5 个高端煤化工项目等。
- **公司布局荆州, 有望打开成长新局面。** 公司本次项目计划建设的主要产品和德州基地一致, 德州基地长期以来费用率显著低于同行, 根据公告, 本次一期项目用地 2300 亩, 二期预留用地 2500 亩, 当地政府还提供用煤用电、排水排污、仓储及建设铁路专用线等需求, 并提供其他相关优惠政策及服务, 公司未来有望复制德州成功经验。截至三季度末, 华鲁恒升固定资产 114.8 亿元, 在建工程 18.7 亿元, 公司在荆州的投入相当于再造一个华鲁, 打开了成长的新局面。另外, 荆州地处华中, 靠近长江, 利用长江航道有助于进一步降低运输成本。同时, 从公司目前的收入结构来看, 截至三季度末, 公司今年的收入中, 北方地区收入占比 60.3%, 南方地区收入占比 34.7%, 布局华中地区有望进一步增加南方地区收入占比。因此, 我们判断项目建成后, 公司有望在规模端、成本端和需求端进一步提升竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20.78/26.94/31.42 亿元, 对应 PE 分别为 23/18/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑; 新项目投产不及预期; 油价持续低迷。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14190.48	12264.10	15885.75	18565.85
增长率	-1.16%	-13.58%	29.53%	16.87%
归属母公司净利润(百万元)	2453.03	2078.19	2694.51	3142.18
增长率	-18.76%	-15.28%	29.66%	16.61%
每股收益 EPS(元)	1.51	1.28	1.66	1.93
净资产收益率 ROE	17.24%	13.14%	14.89%	15.18%
PE	19	23	18	15
PB	3.33	3.00	2.62	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-58251919  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 薛聪  
执业证号: S1250520070004  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuéc@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
执业证号: S1250519080005  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	16.27
流通 A 股(亿股)	16.20
52 周内股价区间(元)	14.7-29.13
总市值(亿元)	473.85
总资产(亿元)	193.26
每股净资产(元)	9.20

### 相关研究

1. 华鲁恒升(600426): 景气底部稳中有升, 在建工程大幅增长 (2020-10-28)
2. 华鲁恒升(600426): 中报业绩符合预期, 龙头低成本优势明显 (2020-08-12)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190.48	12264.10	15885.75	18565.85	净利润	2453.03	2078.19	2694.51	3142.18
营业成本	10239.50	8930.77	11549.40	13528.82	折旧与摊销	1297.72	2165.39	2493.80	2744.26
营业税金及附加	93.45	85.85	127.09	148.53	财务费用	154.47	170.96	173.47	179.98
销售费用	371.89	325.00	436.86	510.56	资产减值损失	-3.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	156.13	306.60	428.92	501.28	经营营运资本变动	723.45	1164.10	291.68	196.83
财务费用	154.47	170.96	173.47	179.98	其他	-888.72	3.82	-4.45	1.59
资产减值损失	-3.91	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3736.04</b>	<b>5582.46</b>	<b>5649.02</b>	<b>6264.83</b>
投资收益	41.73	0.00	0.00	0.00	资本支出	549.29	-2800.00	-4600.00	0.00
公允价值变动损益	13.49	0.00	0.00	0.00	其他	-2563.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2013.84</b>	<b>-2800.00</b>	<b>-4600.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2898.89</b>	<b>2444.93</b>	<b>3170.01</b>	<b>3696.68</b>	短期借款	-270.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.43	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1090.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2896.46</b>	<b>2444.93</b>	<b>3170.01</b>	<b>3696.68</b>	股权融资	10.05	0.00	0.00	0.00
所得税	443.43	366.74	475.50	554.50	支付股利	-325.33	-490.61	-415.64	-538.90
净利润	2453.03	2078.19	2694.51	3142.18	其他	-615.15	-1084.86	-173.47	-179.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2290.55</b>	<b>-1575.47</b>	<b>-589.11</b>	<b>-718.88</b>
归属母公司股东净利润	2453.03	2078.19	2694.51	3142.18	<b>现金流量净额</b>	<b>-568.85</b>	<b>1206.99</b>	<b>459.91</b>	<b>5545.95</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	714.58	1921.57	2381.48	7927.42	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	164.32	156.59	194.69	231.40	销售收入增长率	-1.16%	-13.58%	29.53%	16.87%
存货	331.62	285.08	375.00	438.03	营业利润增长率	-18.77%	-15.66%	29.66%	16.61%
其他流动资产	2280.12	1339.67	1353.30	1363.40	净利润增长率	-18.76%	-15.28%	29.66%	16.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.38%	9.89%	22.09%	13.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	12406.31	13158.45	15382.18	12755.45	毛利率	27.84%	27.18%	27.30%	27.13%
无形资产和开发支出	1070.16	957.96	845.77	733.57	三费率	4.81%	6.54%	6.54%	6.42%
其他非流动资产	1220.14	1214.81	1209.48	1204.14	净利率	17.29%	16.95%	16.96%	16.92%
<b>资产总计</b>	<b>18187.25</b>	<b>19034.13</b>	<b>21741.89</b>	<b>24653.41</b>	ROE	17.24%	13.14%	14.89%	15.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.49%	10.92%	12.39%	12.75%
应付和预收款项	1447.38	1629.85	2040.20	2334.44	ROIC	16.75%	15.30%	18.62%	21.93%
长期借款	1504.16	1504.16	1504.16	1504.16	EBITDA/销售收入	30.66%	38.99%	36.75%	35.66%
其他负债	1004.52	81.35	99.88	113.89	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3956.06</b>	<b>3215.36</b>	<b>3644.25</b>	<b>3952.49</b>	总资产周转率	0.77	0.66	0.78	0.80
股本	1626.66	1626.66	1626.66	1626.66	固定资产周转率	1.14	1.05	1.23	1.42
资本公积	2072.86	2072.86	2072.86	2072.86	应收账款周转率	490.92	382.68	481.15	463.56
留存收益	10586.36	12173.94	14452.81	17056.09	存货周转率	22.64	28.54	34.55	33.05
归属母公司股东权益	14231.19	15818.77	18097.65	20700.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.76%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14231.19</b>	<b>15818.77</b>	<b>18097.65</b>	<b>20700.93</b>	资产负债率	21.75%	16.89%	16.76%	16.03%
负债和股东权益合计	18187.25	19034.13	21741.89	24653.41	带息债务/总负债	38.02%	46.78%	41.27%	38.06%
					流动比率	1.43	2.19	2.03	4.10
					速动比率	1.30	2.02	1.85	3.92
					股利支付率	13.26%	23.61%	15.43%	17.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.51	1.28	1.66	1.93
					每股净资产	8.75	9.72	11.13	12.73
					每股经营现金	2.30	3.43	3.47	3.85
					每股股利	0.20	0.30	0.26	0.33
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	4351.08	4781.28	5837.28	6620.92					
PE	19.32	22.80	17.59	15.08					
PB	3.33	3.00	2.62	2.29					
PS	3.34	3.86	2.98	2.55					
EV/EBITDA	10.72	9.31	7.55	5.82					
股息率	0.69%	1.04%	0.88%	1.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn