

2020年11月23日

华鲁恒升 (600426.SH)

## 荆州基地天时地利,有望再造一个华鲁

本文从政策、成本、市场三个角度比较公司荆州新基地和德州本部,我们认为荆州基地独具天时地利,并和德州形成市场空间互补,成本有望不高于本部

■**天时: 指标政策和浩吉铁路线开通为新基地保驾护航。**为削减疫情影响,政策上湖北2020年新建并于“十四五”时期投产的重大项目可不受能耗总量指标约束,这意味着新基地投建后公司能够摆脱山东煤指标困局,解决了煤化工的“口粮瓶颈”,打开发展天花板。煤炭运输上,荆州江陵绿色能源化工产业园区邻近浩吉铁路,该铁路将蒙陕甘宁能源“金三角”地区与湘鄂赣能源紧张地区连接起来,规划年运煤2亿吨以上,去年正式开通,随着上下游集疏运端建设完备,未来新基地煤运成本有望从海进江近300元/吨大幅降至195元/吨以下,克服湖北地区煤运贵短板。

■**地利: 与本部相比荆州基地有综合成本优势。**新基地具备发展煤化工的天然地理优势。荆州降水充沛,长江水流量大且水质良好,产业园依江取水可低成本解决煤化工用水和高盐废水零排放问题;由于长江禁止采砂,急需建材用于高速公路和城市建设,煤化工废渣可直接出售。在复制一个完全体本部并延续华鲁低成本优势前提下,荆州基地在工业用水、高盐废水、废渣处理方面相比德州-35、-34、-7元/吨<sub>标煤</sub>;叠加煤运后总成本371元/吨<sub>标煤</sub>,相比德州-16元/吨<sub>标煤</sub>,具备成本端综合优势。

■**市场方面,荆州基地辐射长江经济带,与德州基地形成空间上的互补。**煤化工产品需求端普遍分布在华东沿海地区,国内现有的大型煤化基地与市场的空间错配往往造成“产销分离”的局面,而荆州基地凭借铁水联运物流优势可辐射长江经济带,实现“近水楼台先得月”。需求上看,长江经济带也是我国纺织业与农业的聚集区,且由于离产煤区较远,农用尿素净调入量大,与公司产品契合度较高,这给荆州基地提供了巨大的市场空间。产品运输上,荆州顺江直达较本部海进江便宜近60元/吨,因此相较于本部辐射环渤海化工聚集地,新基地遥相呼应,形成市场空间互补格局。

■**投资建议:**我们预计公司2020年-2022年的归母净利润分别为19.3亿元、30.5亿元、38.0亿元,维持买入-A投资评级。

■**风险提示:**协议进展不及预期,政策变化超预期,项目建设不及预期,环保支出数据误差

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	14,356.8	14,190.5	11,991.0	18,034.4	22,452.8
净利润	3,019.7	2,453.0	1,927.7	3,050.1	3,801.9
每股收益(元)	1.86	1.51	1.19	1.88	2.34
每股净资产(元)	7.42	8.75	9.73	11.23	13.10

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	19.6	24.1	30.7	19.4	15.5
市净率(倍)	4.9	4.2	3.7	3.2	2.8
净利润率	21.0%	17.3%	16.1%	16.9%	16.9%
净资产收益率	25.0%	17.2%	12.2%	16.7%	17.8%
股息收益率	0.6%	1.0%	0.7%	1.0%	1.3%
ROIC	25.7%	17.8%	14.5%	19.0%	22.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

氮肥

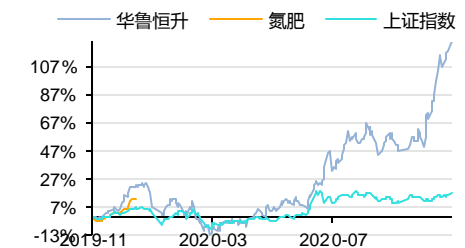
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价: **50.00元**  
股价(2020-11-23) **37.30元**

### 交易数据

总市值(百万元)	60,674.41
流通市值(百万元)	60,438.30
总股本(百万股)	1,626.66
流通股本(百万股)	1,620.33
12个月价格区间	14.70/37.30元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	42.62	46.26	108.45
绝对收益	45.7	47.26	126.79

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

### 相关报告

- 华鲁恒升: 荆州新基地落地在即, 突破发展天花板/张汪强 2020-11-03
- 华鲁恒升: Q3 短期波动, 产品量价回升看好后续业绩/张汪强 2020-10-27
- 华鲁恒升: 业绩符合预期, 销量回暖带动业绩好转/张汪强 2020-08-11
- 华鲁恒升: 极端油价折损 Q1 业绩, 但未乱发展节奏/张汪强 2020-04-30
- 华鲁恒升: 2019 年稳健收官, 低杠杆轻装前行/张汪强 2020-03-27

## 内容目录

<b>1. 荆州新基地百亿布局，再造一个华鲁可期</b> .....	<b>4</b>
1.1. 新基地布局荆州，政策、成本、市场三要素齐聚.....	4
1.2. 强强联合优势互补，有望再造一个华鲁.....	5
<b>2. 天时：煤指标政策和浩吉铁路为华鲁新基地保驾护航</b> .....	<b>6</b>
2.1. 山东煤指标受限，疫情下荆州指标政策口打开公司发展天花板.....	6
2.2. 煤运不便导致的高成本是荆州煤化工转型发展的短板.....	7
2.3. 历史性机遇！浩吉铁路开通解决荆州基地煤炭调运问题.....	9
2.4. 运量逐步提升下荆州基地煤运成本有望下降.....	11
<b>3. 地利：荆州基地发展煤化工具备地理成本优势</b> .....	<b>13</b>
3.1. 荆州水资源充沛，煤化工就地取水成本低.....	13
3.2. 荆州水资源优质，降低含盐废水处理成本.....	15
3.3. 荆州煤化工废渣可直接变废为宝.....	17
3.4. 荆州基地成本综合对比占优.....	18
<b>4. 新基地有望辐射长江经济带巨大市场</b> .....	<b>19</b>
4.1. 现有煤化工基地远离下游市场，荆州产品物流近水楼台先得月.....	19
4.2. 近水楼台其一：长江经济带集聚纺织产业集群.....	20
4.3. 近水楼台其二：长江经济带为尿素净调入区.....	21
4.4. 荆州基地具有产品运输优势，可辐射长江经济带.....	23
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：荆州江陵绿色能源化工产业园区总体布局规划图.....	4
图 2：荆州基地三要素.....	4
图 3：“煤电港”—荆州煤炭储配基地项目.....	5
图 4：“煤电港”—湖北华电江陵发电厂.....	5
图 5：公司现金流健康，负债率处于低水平.....	5
图 6：煤化工流程中主要成本及费用项（红色为本文涉及的荆州/德州基地对比项）.....	6
图 7：我国煤炭主要用于发电.....	6
图 8：十二五以来火电占比持续下降.....	6
图 9：山东煤炭消费量占比全国居首.....	7
图 10：全国煤炭调入调出图.....	8
图 11：湖北电煤调入主要来自三西地区（单位：万吨）.....	8
图 12：湖北电煤铁水联运占比保持稳定（单位：万吨）.....	8
图 13：中国主要煤运通道.....	9
图 14：湖北电煤价格较高.....	9
图 15：浩吉铁路煤运通道示意图.....	10
图 16：浩吉铁路解决湖北煤运绕远路问题.....	10
图 17：浩吉铁路服务矿区产能预测（单位：万吨）.....	11
图 18：靖神铁路连接榆林矿区，是浩吉铁路重要支线.....	11
图 19：浩吉铁路区段货流密度预测及集疏运端建设情况（单位：万吨/年，括号内为拟建成时间）.....	11

.....	12
图 20: 唐呼/瓦日煤运线运量逐步上行 (单位: 万吨) .....	12
图 21: 鄂湘赣地区煤炭消费缺口巨大 (单位: 万吨) .....	12
图 22: 煤化工工艺用水耗指标 (单位: 吨 <sub>水</sub> /吨 <sub>产品</sub> 或标方气) .....	13
图 23: 煤制气循环用水耗指标 (单位: 万吨/小时) .....	13
图 24: 煤炭资源 (黑色部分) 与水资源耦合分布情况.....	14
图 25: 全国各流域水资源总量一览 (单位: 亿立方米) .....	14
图 26: 长江区地表水居多 (内圈: 长江区; 外圈: 海河区) .....	14
图 27: 公司煤化工下游系列产品水耗估算 (单位: 吨 <sub>水</sub> /吨 <sub>产品</sub> ) .....	15
图 28: 四喷嘴煤气化装置气液固废走向 (水视角) .....	15
图 29: 中国河流矿化度一览 (红圈: 荆州; 蓝圈: 德州) .....	16
图 30: 2020 年十大流域水质类别比例 .....	16
图 31: 分盐“零排放”处理成本与进水水质曲线 .....	17
图 32: 混盐“零排放”处理成本与进水水质曲线 .....	17
图 33: 荆州基地由水质优势具有较低的废水处理成本 (“零排放”情况下) .....	17
图 34: 蒸压粉煤灰砖生产工艺流程及产污环节图.....	18
图 35: 荆州与德州基地的成本+费用比较.....	19
图 36: 2003 年化工企业点位分布地理集中度估计.....	19
图 37: 2013 年化工企业点位分布地理集中度估计.....	19
图 38: 长江经济带省市纺织业主营业务收入及占比 (单位: 亿元) .....	20
图 39: 长江经济带省市纺织产业集群试点地区数量全国占比 50%.....	21
图 40: 我国醋酸产能按区域分布 .....	21
图 41: 我国 DMF 产能按区域分布.....	21
图 42: 长江经济带省市粮食种植面积及占比 (单位: 万公顷) .....	22
图 43: 我国尿素需求以农用肥为主.....	22
图 44: 2019 年全国尿素产量分布, 长江经济带仅占 21%.....	22
图 45: 2018 年我国各省尿素调出量理论对比 (单位: 万吨) .....	23
图 46: 长江沿岸港口示意图.....	23
表 1: 山东 2020 年煤指标分类一览.....	7
表 2: 浩吉铁路上游部分主要煤炭矿区一览.....	10
表 3: 三西地区—荆州煤运: 浩吉线直达与海进江运费对比 (单位: 元/吨) .....	11
表 4: 德州与荆州基地煤运成本对比预测.....	13
表 5: 化工企业分布影响因素与指标细节.....	20
表 6: 产品物流运输费用对比 (单位: 元/吨) .....	23

## 1. 荆州新基地百亿布局，再造一个华鲁可期

### 1.1. 新基地布局荆州，政策、成本、市场三要素齐聚

据公告，近期公司拟在荆州投资第二基地，一期投资额不低于 100 亿，土地 4800 亩（含二期），建设 100 万吨功能化尿素等产品，并配套铁路专线，用电用水和动力锅炉等项目；设立公司控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司的消息紧随其后，新设公司注册资本为 30 亿元，其中公司占比 70%，关联法人香港华鲁、华鲁投资占比 30%，子公司于 11 月 19 日完成登记注册，并取得营业执照。

**新基地政策有保障、成本有优势、市场有空间，三要素完备足以与德州基地媲美。**在与德州基地的比较中，我们尝试从外部视角来分析荆州煤化工基地（位于江陵绿色能源化工产业园区）的政策、成本及市场三要素：

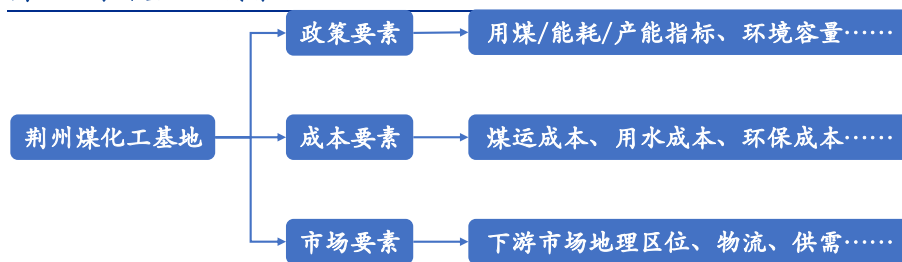
- 1) 政策方面，据公告，此次协议除了项目用煤、能耗、产品产能指标及环境容量等前置条件，还包含了用地、水电物流等保障要素，为项目顺利实施夯实了基础；
- 2) 成本方面，浩吉铁路解决煤运问题，地理上荆州降水充沛，长江水流量大且水质良好，产业园依江取水可低成本解决煤化工用水和高盐废水零排放问题；且由于长江禁止采砂，急需建材用于高速公路和城市建设，煤化工废渣可直接出售，综合来看新基地具备成本优势；
- 3) 市场方面，煤化工产品需求端普遍分布在华东沿海地区，国内现有大型煤化工基地与市场的空间错配，外加长江经济带与煤化工产品契合度高的特点给荆州基地提供了巨大的市场空间，能与德州基地形成空间上的辐射区域互补。

图 1：荆州江陵绿色能源化工产业园区总体布局规划图



资料来源：湖北省人民政府官网，安信证券研究中心

图 2：荆州基地三要素



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



## 1.2. 强强联合优势互补，有望再造一个华鲁

新基地三要素与公司内生优势相耦合，且煤电港公用配套已完备，百亿投资下未来有望复制德州基地，再造一个华鲁。作为煤化工行业领跑者，华鲁与荆州市政府合作优势互补，据湖北省政府官网消息，目前荆州市规划建设了总投资过 1500 亿元、总产值过 1500 亿元的“双千亿”现代煤化工产业园区，建成后将成为继内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东，新疆准东之后的第五大现代煤化工基地。在产业园“煤电港化”一体化布局下，如今煤炭基地、火电厂、港口都已建成，这为华鲁荆州基地发展提供了坚实基础。

图 3：“煤电港”——荆州煤炭储备基地项目



资料来源：湖北省人民政府官网，安信证券研究中心

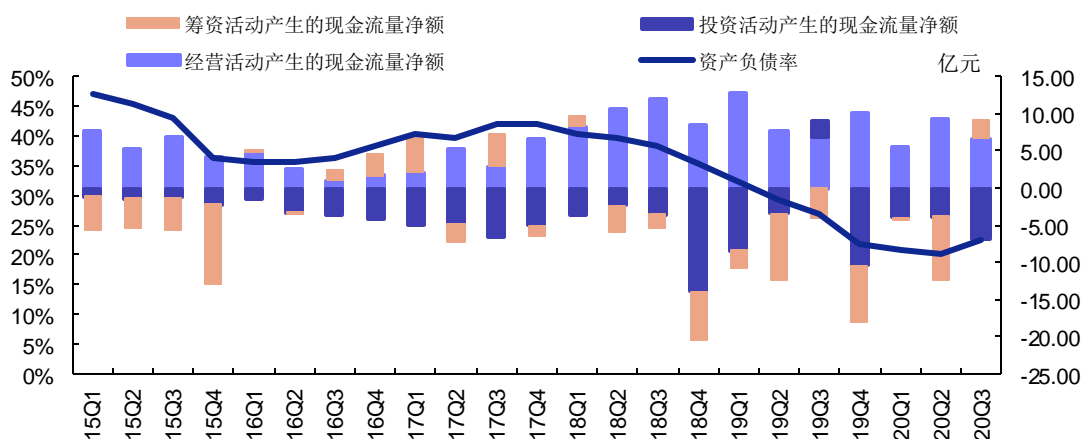
图 4：“煤电港”——湖北华电江陵发电厂



资料来源：湖北省人民政府官网，安信证券研究中心

从企业内部角度来说，一方面公司提前布局水煤浆气化技术，利用化工园区一体化和一头多线灵活切换产出的能力充分发挥了公司降本增效的优势，而稳健的财务策略也使公司在今年外部恶劣环境下仍能保持健康的现金流及低负债率，为新基地布局预留了足够的弹性空间。综上所述，新基地三要素与公司内生优势耦合之下，新基地再造一个华鲁成为可能。

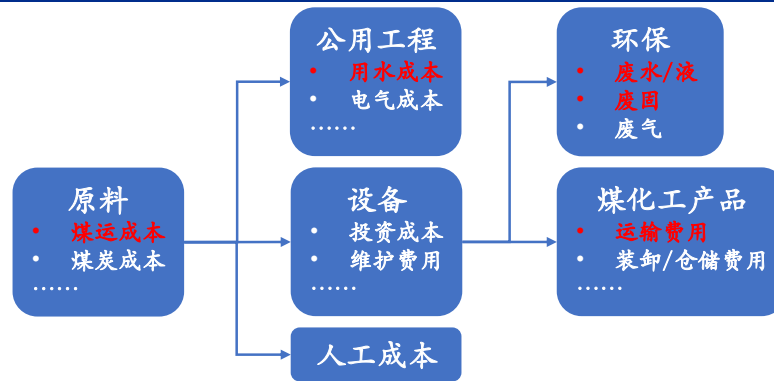
图 5：公司现金流健康，负债率处于低水平



资料来源：wind，安信证券研究中心

接下来我们围绕三要素，从现代煤化工赖以生存的基础，即用煤、用水、环保成本等方面与德州基地作对比，来剖析荆州基地的政策、成本优势所在（假设两基地设备、人工成本相同，则用煤煤种相同，可排除相应煤炭、电气成本等因素影响），并论证新基地辐射长江经济带市场，与德州基地形成空间上互补的可能性。

图 6：煤化工流程中主要成本及费用项（红色为本文涉及的荆州/德州基地对比项）



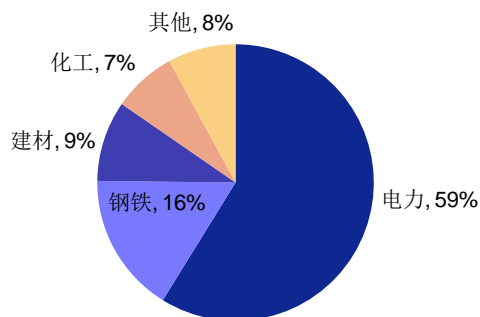
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 天时：煤指标政策和浩吉铁路为华鲁新基地保驾护航

### 2.1. 山东煤指标受限，疫情下荆州指标政策口打开公司发展天花板

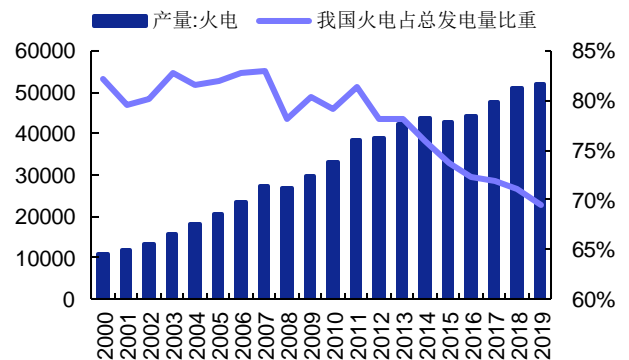
我国煤炭主要用于发电，据煤炭工业发展十三五规划，煤炭开发将继续执行“控制东部、稳定中部、发展西部”的总体要求，十二五以来，我国火电产量同比有所增长，但占总发电量比重却在逐步下滑，体现在政策面上某些省份的煤化工企业原料用煤也因此受到波及。需要注意的是，根据国家统计局及海关总署数据，我国能源对外高度依赖，70%石油依赖进口，且走印度洋航线为主（经马六甲海峡，走苏联中亚油气只占进口的30-40%），从能源安全角度考虑，煤化工占据的国家重要战略地位毋庸置疑。

图 7：我国煤炭主要用于发电



资料来源：中国煤炭工业协会，安信证券研究中心

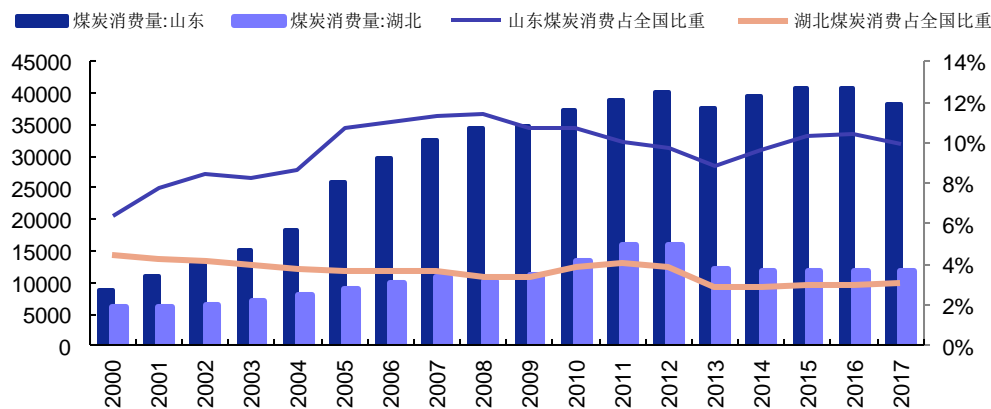
图 8：十二五以来火电占比持续下降



资料来源：wind，安信证券研究中心

相较于湖北，山东环保压力更大，新项目煤指标落地受新政策限制。据国家统计局数据，山东省每年能源消费总量居全国首位，2017年煤炭消费总量约3.8亿吨，占全国近10%，相比之下湖北省煤耗仅有山东1/3。按照国家工作部署，“十三五”期间山东省各市新上投资项目所需能源消费量，必须符合项目所在地能源消费总量控制目标，其中新上耗煤项目必须落实煤炭消费减量替代，但能耗指标不足制约新项目落地。

图 9：山东煤炭消费量占比全国居首



资料来源：wind，安信证券研究中心

山东现阶段通过收储指标发放促进重大项目的快速落地，有助于煤炭资源向行业龙头集中。2020 年山东收储总计 2400 万吨煤炭指标，包括能源消费指标、煤炭替代指标以及煤炭消费指标，对标煤化工企业新上项目的煤炭替代指标收储量仅有 1000 万吨，发放优先考虑政策鼓励的、新旧动能转换名录里的以及省重点项目等等。华鲁绿色化工新材料项目（包括在建的精己二酸、酰胺及尼龙）入选 2018 年新旧动能转换重大项目库，且烟煤体系中公司的电耗遥遥领先，多次入选石化行业能效“领跑者”榜单。煤炭收储政策重新给予优质企业扩大煤指标使用的机会，未来行业集中度将进一步提升。

表 1：山东 2020 年煤指标分类一览

煤指标	定义	发放量	获得方式	基准价	申请对标项目
能源消费指标	指项目建设单位因所在市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	1000 万吨	申请使用（80%） 和市场竞购（20%）	200 元/吨标准煤	年度省重大项目；省新旧动能转换重大项目；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
煤炭替代指标	指根据国家和省有关规定，需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	1000 万吨	申请使用（80%） 和市场竞购（20%）	150 元/吨标准煤，新兴产业项目可给予不低于 20% 的优惠	
煤炭消费指标	指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	400 万吨	申请使用		

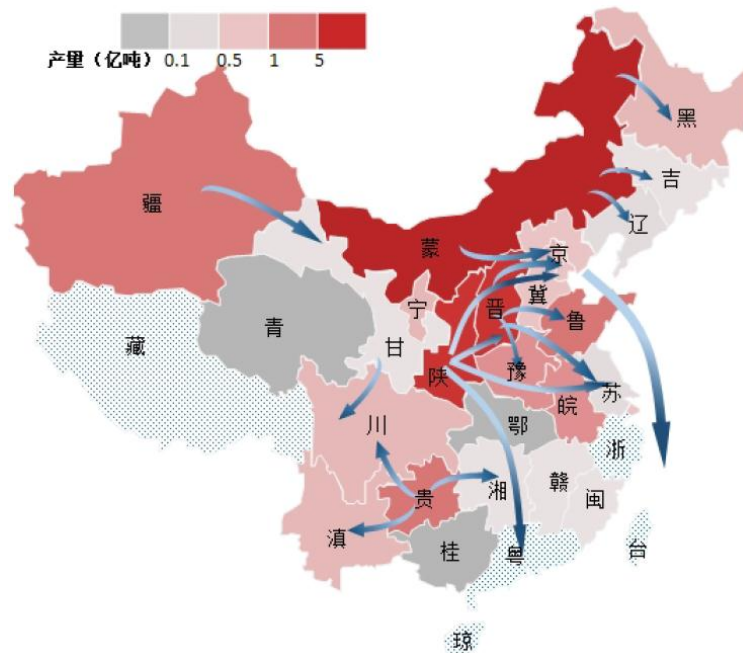
资料来源：《山东省能耗指标收储使用管理办法》，安信证券研究中心

疫情影响下荆州指标政策支持有望打破德州基地面临的山东煤指标存量竞争格局，打开发展天花板。据湖北省政府今年 4 月发布的《关于加快推进重大项目建设着力扩大有效投资的若干意见》，为力争把疫情造成的损失降到最低限度，提出优化资源配置建立“要素跟着项目走”机制，对国家和省布局建设的“十四五”重大项目，项目能耗需求在指标分解时予以优先安排；2020 年新建并于“十四五”时期投产的重大项目，按照国家产业布局规划、开工投产计划批准建设，可不受能耗总量指标约束。这意味着新基地投建后公司能够摆脱山东煤指标困局，打开发展天花板。

## 2.2. 煤运不便导致的高成本是荆州煤化工转型发展的短板

我国煤炭资源及产量集中在山西、陕西及内蒙古（蒙西）三大省份（三西地区），尽管三省同时为煤炭消费大省，但其产量均远大于消费量；与此同时，华东、华南等地区煤炭需求量较大，煤炭资源区域分布的差异性，以及由此带来的生产与消费的矛盾布局，决定了我国“西煤东运”、“北煤南运”的运输格局。中部鄂湘赣地区是我国区域经济发展的重点，但煤炭资源相对匮乏，据中国煤炭运销协会数据，湖北每年的煤炭需求量在 1 亿吨左右，其中近 9 成需要外进，主要靠三西地区调入。

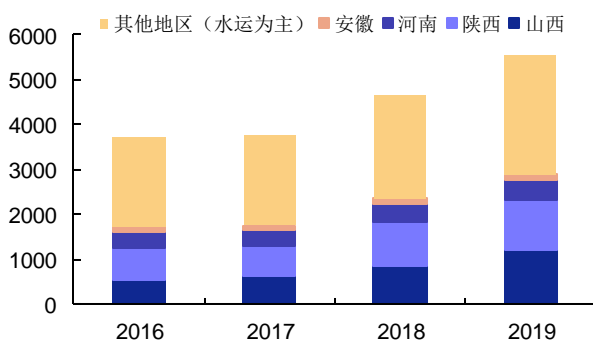
图 10: 全国煤炭调入调出图



资料来源: 中国煤炭运销协会, 安信证券研究中心

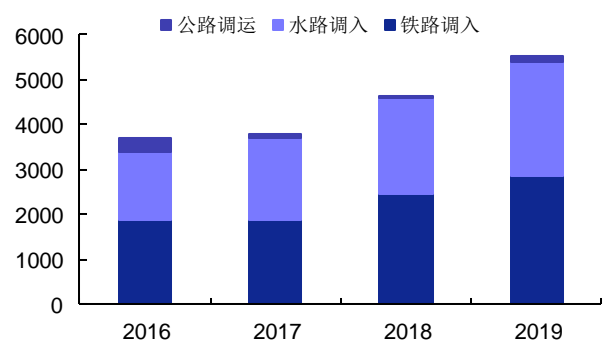
湖北省内长江水系横贯南北, 汉江水系分布在中部和北部地区, 因此湖北省煤炭运输主要以铁路运输为主, 水路运输为辅的“双轮驱动”模式。据 2016 年国家发改委、国家能源局发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》, 煤炭铁路运输将以晋陕蒙三省煤炭外运为主, 全国形成“九纵六横”的煤炭物流通道网络, 其中铁路通道包含“七纵五横”。三西地区的煤炭通过京广线、焦柳线和汉丹线运到湖北襄阳、荆门、荆州以及武汉等地; 陕西中南部以及甘青宁新的煤炭主要同过陇海线、包西线、宁西线、焦柳线或西康线、襄渝线、汉丹线到达湖北境内。水路运输线路则是以“三西”地区 (主要是神华集团和山西煤炭) 的煤炭通过大秦线和朔黄线运送到北方港口, 再通过海运的方式运送到上海港等江汉转运港, 最终沿长江逆江而上运送到湖北省内。

图 11: 湖北电煤调入主要来自三西地区 (单位: 万吨)



资料来源: 湖北省发改委官网, 安信证券研究中心

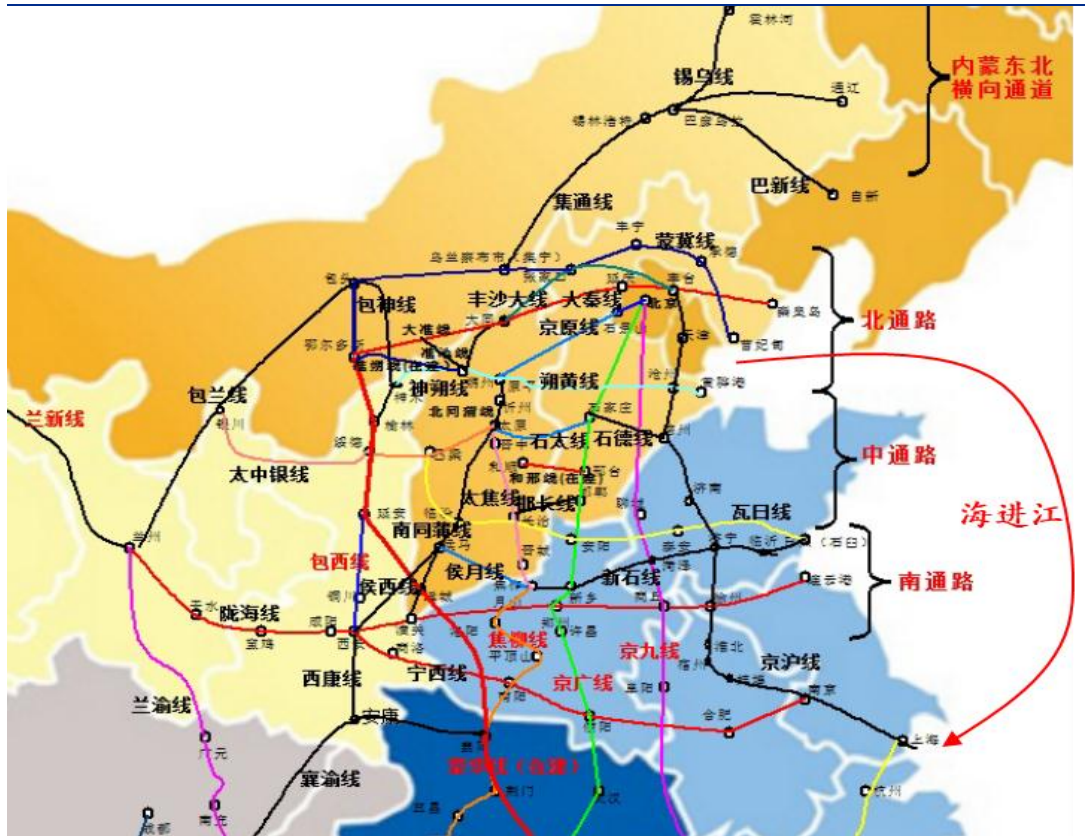
图 12: 湖北电煤铁水联运占比保持稳定 (单位: 万吨)



资料来源: 湖北省发改委官网, 安信证券研究中心



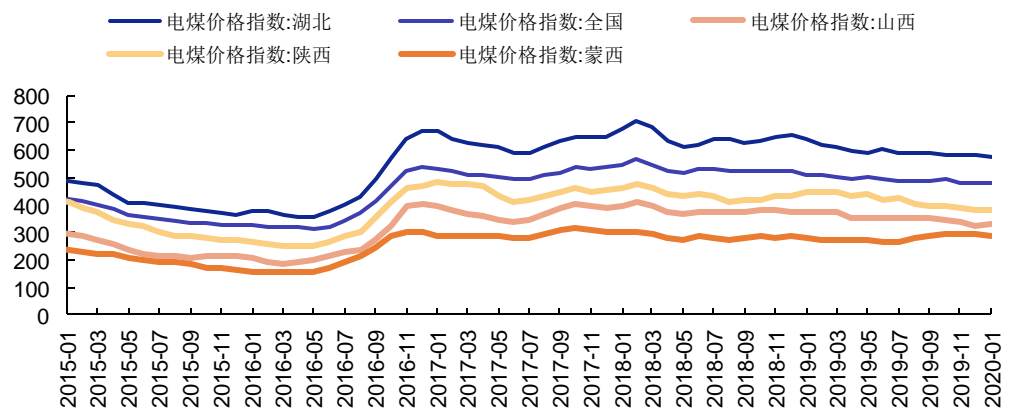
图 13: 中国主要煤运通道



资料来源: 煤炭工业发展“十三五”规划, 安信证券研究中心 (注: 2016 年规划图, 现蒙华线已建成)

远离产地叠加转运不便导致的煤炭高成本是荆州煤化工转型发展的短板。显然，湖北煤运三西地区除了部分山西煤可走焦柳线直达外，其他地区均需绕远路（陇海转焦柳，大秦、朔黄线港口下水海进江绕大圈），因此相较于中西、西北部煤产地和山东、河南等运输便捷地区，湖北煤运运距长、时效慢，成本相对更高。据 wind 数据，湖北电煤价格指数高于全国平均水平，运输成本能占到终端煤价的 20~50%（三西地区与湖北电煤价格指数差价/湖北电煤价格指数），因此，对于荆州煤化工基地而言，煤运不便导致的能源成本高昂是阻碍荆州转型煤化工的“痛点”所在。

图 14: 湖北电煤价格较高



资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 2.3. 历史性机遇！浩吉铁路开通解决荆州基地煤炭调运问题

耗时多年的浩吉铁路去年正式通车解决荆州乃至整个湖北的用煤困局。浩吉铁路（或称蒙华铁路）是一条贯穿中国南北中部地区的煤运“大动脉”，全长 1837 公里，设计输送能力 2 亿

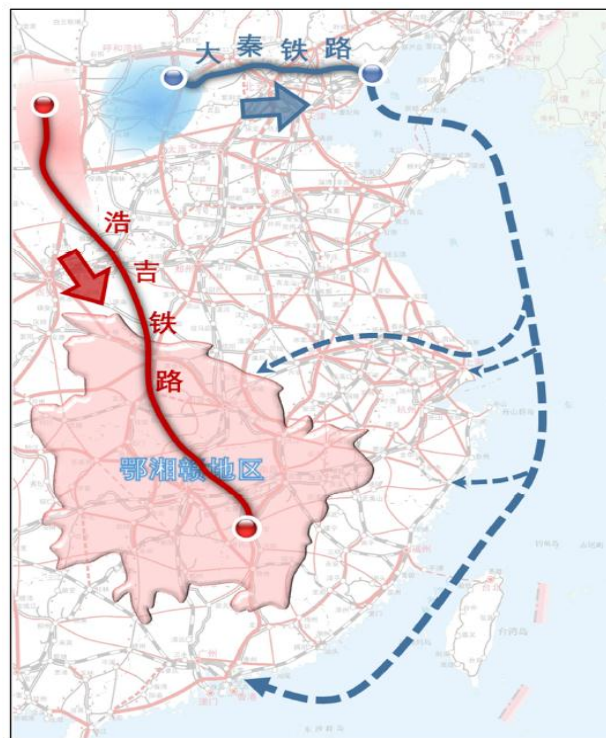
吨，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，上游辐射东胜、乌海、准格尔、包头、榆林、彬长、黄陵、蒲白等煤矿区。去年正式开通后，铁路下游经过荆州铁水联运基地煤炭疏运紧邻铁路的江陵煤化工基地口粮问题迎刃而解。在此历史性机遇下，作为“三西”地区未来仅有的中部地区运煤通道，铁路直达门对门送货到家有望解决湖北煤运成本短板。

图 15：浩吉铁路煤运通道示意图



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

图 16：浩吉铁路解决湖北煤运绕远路问题



资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，安信证券研究中心

浩吉铁路上游矿区多，产能大，煤种齐全优质，符合化工用煤需求，且集运端主力靖神铁路已建成，煤炭供给有保障。根据浩吉铁路地理位置，处于浩吉铁路沿线的矿区主要分布在鄂尔多斯、榆林等地区，主要承担鄂尔多斯地区塔然高勒、高头窑、纳林西里、呼吉尔特、纳林河、上海庙矿区，榆林地区榆横矿区的煤炭外运。各矿区煤储量充足，煤种齐全涵盖气、肥、瘦、长焰、不粘、弱粘煤等，品质优异，可覆盖下游的动力、炼焦及化工用煤需求。

表 2：浩吉铁路上游部分主要煤炭矿区一览

矿区	地点	煤地质储量 (亿吨)	煤种	热值 (大卡/千克)	用途	产能规模预测 (万吨/年)	
						2020	2030
纳林河矿区	内蒙古鄂尔多斯乌审旗无定河镇	342	长焰煤	6536	动力用煤	—	3300
塔然高勒矿区	内蒙古鄂尔多斯杭锦旗、达拉特旗和东胜区	161	不粘煤/长焰煤	5600	动力/化工用煤	2800	—
呼吉尔特矿区	内蒙古鄂尔多斯乌审旗境内	180	不粘煤/长焰煤	7000	动力/化工用煤	2900	6000
上海庙矿区	内蒙古鄂尔多斯上海庙镇	140	气煤/肥煤/长焰煤/不粘煤	—	动力/化工用煤	1280	6040
榆横矿区	陕西榆林市榆阳区和横山县境内	454	长焰煤/不粘/弱粘煤	—	发电/化工用煤	3950	12640
王家岭矿区	山西乡宁县和天津市境内	23.42 (可采 10.36)	优质瘦煤	—	炼焦配煤	600 (300 外运)	—

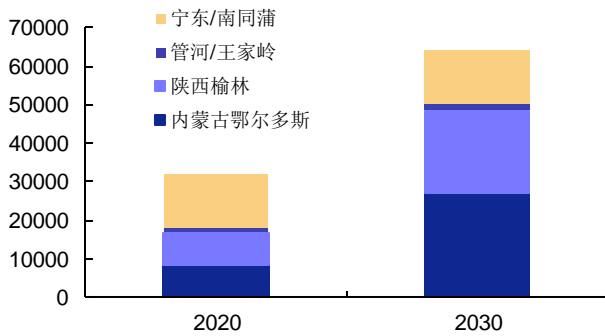
资料来源：煤炭工业协会，安信证券研究中心

据大秦铁路可研报告，各矿区 2020 年预期产能在 3.2 亿吨/年，远期在 6.4 亿吨/年，供应充足。集运端方面，主要线路有靖神铁路、南部铁路、管河铁路等，其中以靖神铁路为主。据发改委综合运输研究所数据，靖神铁路接入运量占全线煤炭运量比例初期超过 60%、远期约



50%。靖神铁路南起靖边北站，与浩吉铁路接轨，北至神木西站，全长 232.68 公里，设计运量近期 5100 万吨，远期 7200 万吨，工期 3 年，但仅耗时 27 个月便建成，足见榆林地区对该铁路的重视程度。考虑到荆州产业园区的化工用煤需求和煤运距离，未来华鲁荆州基地用煤或以榆林、蒙西煤为主。

图 17：浩吉铁路服务矿区产能预测（单位：万吨）



资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，安信证券研究中心

图 18：靖神铁路连接榆林矿区，是浩吉铁路重要支线



资料来源：中国煤炭网，安信证券研究中心

荆州煤炭铁水联运储配基地解决了化工园区用煤问题。据湖北政府官网，荆州铁水联运基地已基本建设完成，基地总投资 82 亿元，一期工程投资 38 亿元，煤炭中转能力 5000 万吨/年；主要建设煤炭物流配送中心、应急储备基地、加工选配增值中心、华中煤炭交易中心及 6 个 3000 吨级的散货进出口泊位等，可实现煤炭物流量 4000 万吨/年，码头吞吐量 2100 万吨/年，且后期二期建设完成后疏运基地物流量将达到 10000 万吨/年，码头吞吐量 5000 万吨/年，除去替代海进江的近 2000 万吨电煤，化工园区用煤问题迎刃而解，

#### 2.4. 运量逐步提升下荆州基地煤运成本有望下降

浩吉铁路建成后，陕北、蒙西地区通过浩吉铁路运至荆州基地较“海进江”运输方式不仅成本上具有一定优势，而且运距更近、运输效率更高。据铁路货运网数据，尽管浩吉线的基础运价较高，现为 0.184 元/吨公里，江陵以北路段达到 0.2024 元/吨公里，高于大秦、朔黄、瓦日线的 0.16、0.12、0.11 元/吨公里，但铁路整体运费依然低于海进江（除神木北），目前从榆横矿区出煤费用最低为 214.7 元/吨。从运输时间方面看，据中国煤炭新闻网信息，海进江模式全部运输时间可能长达 10~15 天，如果水运在冬季用煤高峰期，又恰逢长江枯水期，煤炭还要经过“大船换小船”，才能进入长江中游，遇到运力资源紧张时，时间更不可控；但如果改由浩吉铁路直接陆运至荆州储运基地，再转运至各目的地，仅需 2-3 天。因此对荆州基地而言，浩吉铁路煤运相对海进江在成本、时间效率上均占优。

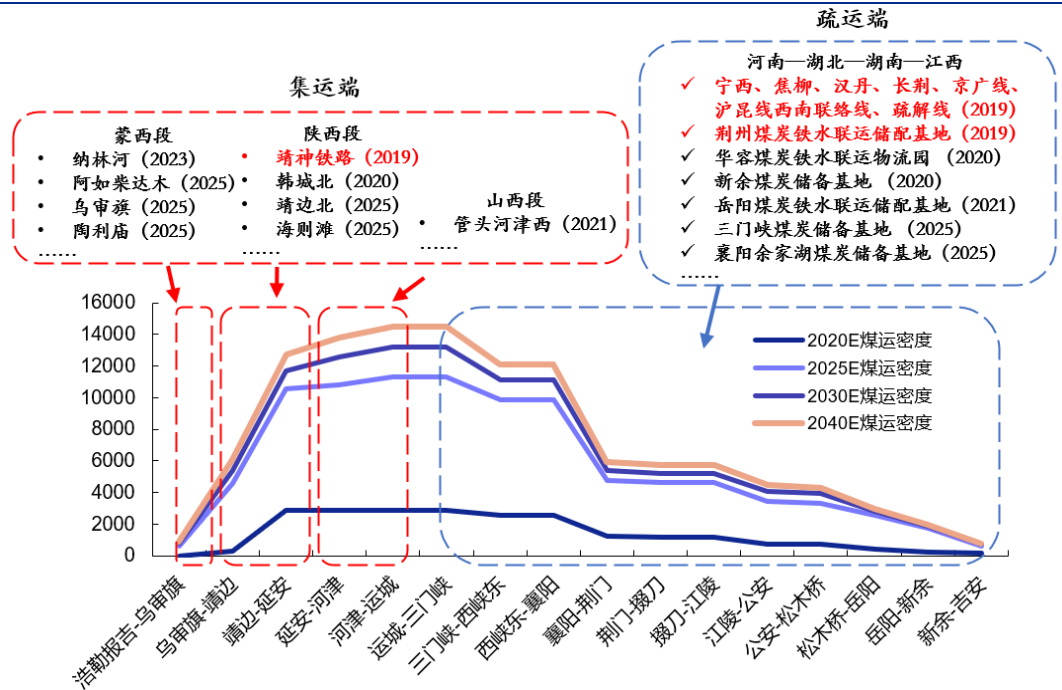
表 3：三西地区—荆州煤运：浩吉线直达与海进江运费对比（单位：元/吨）

	始发	终到	下水港	铁路径路	铁路费用	起始港港杂费	海运费	水转水费用	长江运输费用	费用合计
蒙西	巴图塔		黄骅港	神朔/朔黄	138.5	24.6	32.7	15.5	40.0	251.3
	准格尔召		曹妃甸	准东/大准/大秦	186.4	23.5	32.7	15.5	40.0	298.1
	新街		曹妃甸	包西/蒙冀	209.0	14.5	32.7	15.5	40.0	311.7
	新街		柳村南	包西/大秦	201.0	23.5	32.7	15.5	40.0	312.7
	新街		—	浩吉	245.3	—	—	—	—	245.3
	乌审旗	湖北	—	浩吉	223.2	—	—	—	—	223.2
陕西	神木北	荆州	黄骅港	神朔/朔黄	125.5	24.6	32.7	15.5	40.0	238.3
	神木北		—	浩吉	245.3	—	—	—	—	245.3
	榆横矿区		曹妃甸	包西/大秦	221.0	23.5	32.7	15.5	40.0	332.7
	榆横矿区		—	浩吉	214.7	—	—	—	—	214.7
山西	大同		柳村南	大秦	107.0	23.5	32.7	15.5	40.0	218.7
	大同		—	国铁直达	240.6	—	—	—	—	240.6

资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，铁路货运网，OCFI 指数，安信证券研究中心

随着浩吉集疏运系统建设并投入使用，且下游鄂湘赣地区煤炭消费总量的逐步提高，未来铁路运量有望逐步上升，进而降低基础运价和煤运成本。据中国能源报消息，在去年9月底浩吉铁路干线正式投运之时，其规划建设40个集运项目、46个疏运项目中具备运营条件者分别仅为10个、7个；根据区段货流密度预测分析集疏运端不难发现，集运端（浩勒报吉—运城）蒙西和山西段配套铁路线和集运站基本还没建成，陕煤一家的运量占比90%以上；疏运端（运城—吉安）部分联络、疏解铁路线已建成，而现具备大容量中转能力的铁水联运基地仅荆州一家，因此国铁集团给定的2020年浩吉铁路运量目标仅为3000万吨左右。但随着集疏运端相关项目陆续竣工投运，后期铁路货流密度、运量提升只是时间问题。

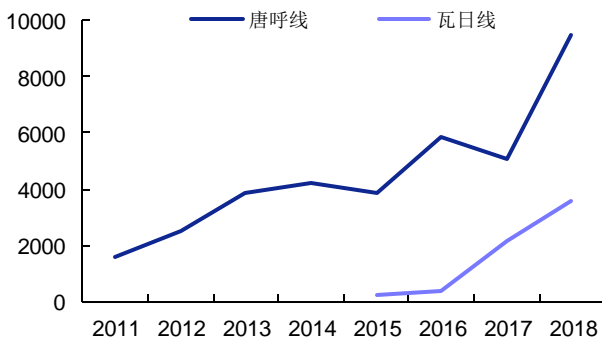
图 19：浩吉铁路区段货流密度预测及集疏运端建设情况（单位：万吨/年，括号内为拟建成时间）



资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，中国能源报，安信证券研究中心（注：2020年货流密度模拟系根据上半年各段货运发车对数估算而得）

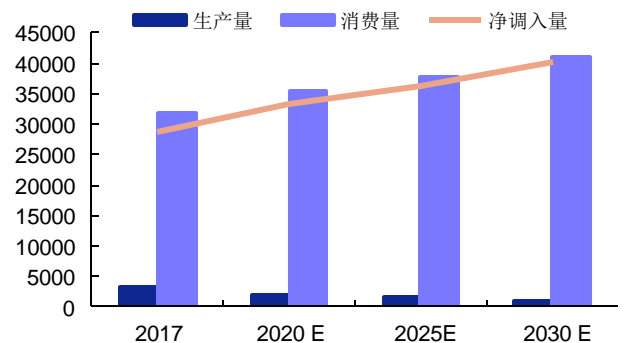
近期看，随着集疏运端陆续建成投运，浩吉铁路通道运量预计将与唐呼、瓦日通道类似，呈现逐步增长态势。远期来看，煤炭运量与鄂湘赣煤炭消费总量与浩吉铁路竞争优势相关，中部崛起是我国区域经济发展的重点，经济的快速增长势必带来华中地区能源需求增加，而煤运浩吉直达与海进江相比存在优势，长期来看对浩吉线运量提高有促进作用，而运量提高下基础运价和煤运成本有望下降，又反过来加速运量上行，从而形成正反馈循环。

图 20：唐呼/瓦日煤运线运量逐步上行（单位：万吨）



资料来源：煤炭工业协会，安信证券研究中心

图 21：鄂湘赣地区煤炭消费缺口巨大（单位：万吨）



资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，安信证券研究中心

将进一步将华鲁荆州基地煤运成本与德州基地对比，据大秦铁路可研报告数据，蒙西、陕西煤



走神朔/朔黄线到黄骅港，黄骅港离德州较近，不考虑转德州费用情况下运费近 130~140 元/吨，而浩吉铁路榆横矿区—荆州煤运费用为 214.7 元/吨，成本相比贵 75~85 元/吨，考虑到浩吉铁路去年刚开通，运量提高尚需时日，短期内若运价恢复至基准价 0.184 元/吨公里，荆州煤运成本可降至 195 元/吨，相比德州+55~65 元/吨；长期来看，随着浩吉铁路运力逐步提升，运价降到 0.16 元/吨公里（大秦线价格）甚至更低时，煤运费可降至 170 元/吨以下，荆州基地的成本优势将日益凸显。

表 4：德州与荆州基地煤运成本对比预测

时间	基地	铁路径路	基础运价(元/吨公里)	对应煤运费用(元/吨)
2020E	德州	神朔/朔黄线	0.12	130~140
	荆州	浩吉	0.2024	214.7
2025E	德州	神朔/朔黄线	0.12	130~140
	荆州	浩吉	0.184	195
2030E	德州	神朔/朔黄线	0.12	130~140
	荆州	浩吉	≤0.16	≤170

资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，安信证券研究中心

### 3. 地利：荆州基地发展煤化工具备地理成本优势

#### 3.1. 荆州水资源充沛，煤化工就地取水成本低

现代煤化工水耗大。现代煤化工反应过程中，除了煤炭自身含有的部分水，在气化、变换、部分分离、反应等单元还需要额外补充工艺水，工段过渡进行物料的热交换时还需要大量的循环冷却水和蒸汽，因此，煤化工过程实际也是水系统反应。不同的煤化工产品，以及不同的煤化工单元工艺，不同的配套公用工程配置，原料耗水量存在很大的不同，而且实际耗水量也远大于理论耗水量。另外，煤化工中大量的冷循环水在开式环境中冷却时，一部分的水会随热量蒸腾到空气中，所以循环冷却水蒸发的损失水量必须要补水。据 CNKI 数据，以一套 20 亿 Nm<sup>3</sup>/年产气量的 Shell 技术煤气化炉为例，仅工艺+循环用水单耗便超过 8.7t/kNm<sup>3</sup>。随着产业链纵向或横向延伸，反应、分离工序拉长，高端煤化工产品用水单耗或同步放大。

图 22：煤化工工艺用水耗指标（单位：吨水/吨产品或标方气）

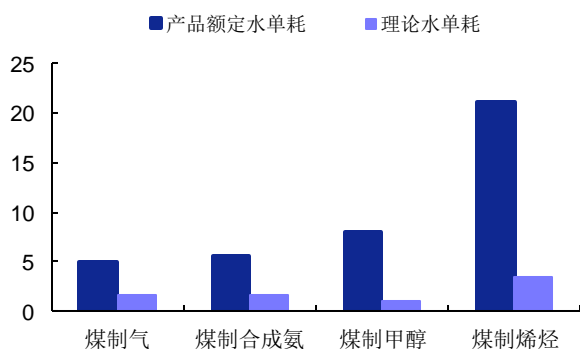
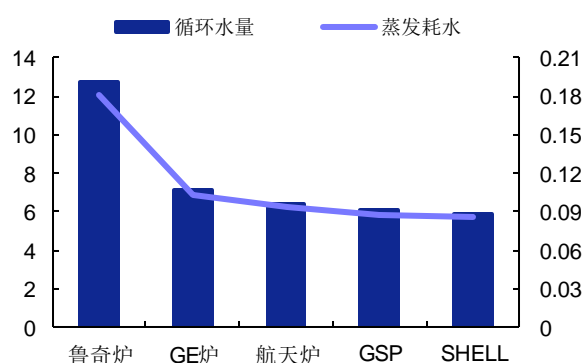


图 23：煤制气循环用水耗指标（单位：万吨/小时）



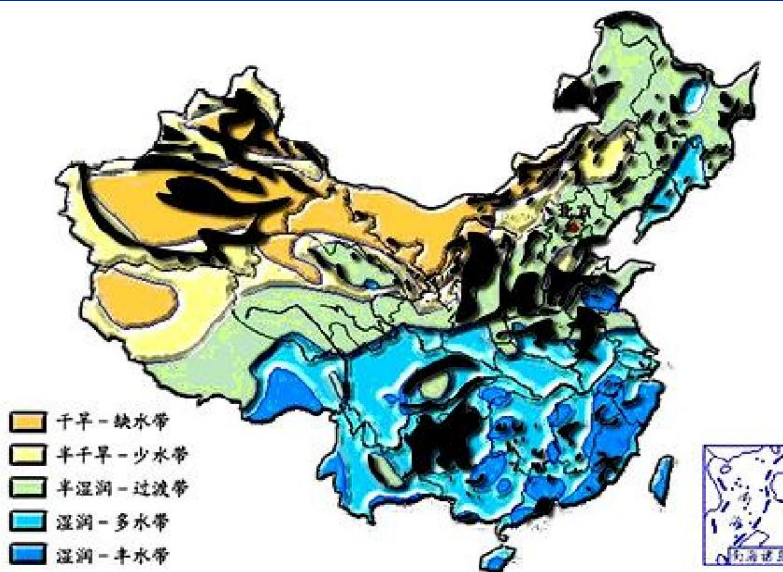
资料来源：CNKI，安信证券研究中心（注：煤制气按照 20 亿 Nm<sup>3</sup>/年、煤制烯烃按照 60 万 t/a、煤制合成氨按照 50 万 t/a 额定产能测试）

资料来源：CNKI，安信证券研究中心（注：煤制气按照 20 亿 Nm<sup>3</sup>/年测试）

我国水资源与煤炭资源空间上的逆向分布，是制约产业持续发展的关键问题。我国西北地区多为干旱半干旱地区，地形地貌复杂，为黄土高原、沙漠和丘陵山区，沟壑纵横，水资源条件差；而我国煤炭资源多分布于这些干旱和半干旱地带，据中国煤炭工业协会数据，晋陕蒙宁新 5 省区保有煤炭资源量占全国的 70.8%，2017 年五省区的煤炭产量占全国的 50.33%，国土面积占全国约 34%，但水资源总量仅占全国的 6.66%。我国南部的水资源总量普遍较多，而煤炭资源总量、质量则相对较差。北方现代煤化工等大型煤基能源基地的供水来源复杂，主要以抽取地下水、矿井水综合利用和水权置换等手段获取资源，但随着煤炭资源的大规模开发与利用，水资源供需缺口逐步加大，因此煤化工发展面临北部地区“多煤

缺水”和南部地区“多水少煤”的尴尬困局。

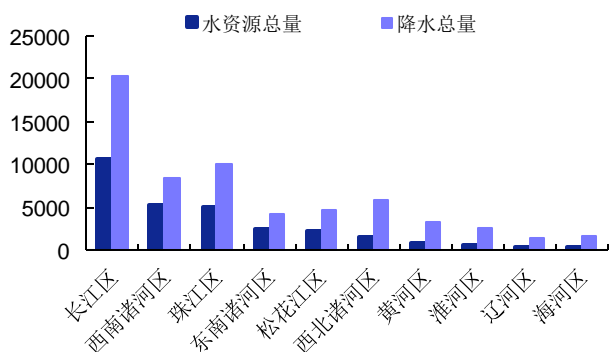
图 24：煤炭资源（黑色部分）与水资源耦合分布情况



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

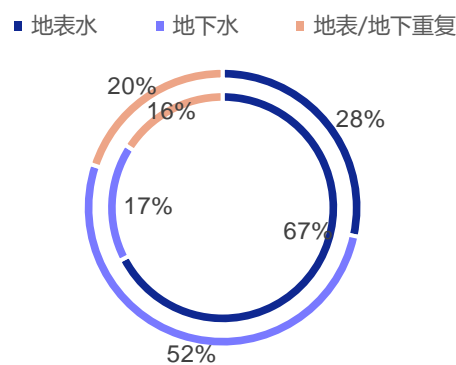
荆州工业园地处江汉平原，降水丰富且紧邻长江，浩吉线通车后成为现代煤化工用武之地。据水利局数据，在流域上，长江流域是水资源最丰富的地区，北方黄河、辽河、海河的水资源普遍匮乏，而主要流域的年降水量也与其水资源量成正比；荆州年均降水超过 1000 毫米，地表水资源相比德州基地更充沛（德州划分海河区），且工厂靠近长江，长江过境客水每年超过 4680 亿立方米，可以就地取水，伴随着浩吉铁路打通，荆州基地解决了“多水少煤”的尴尬困局，发展煤化工具有水资源优势。

图 25：全国各流域水资源总量一览（单位：亿立方米）



资料来源：水利局，安信证券研究中心

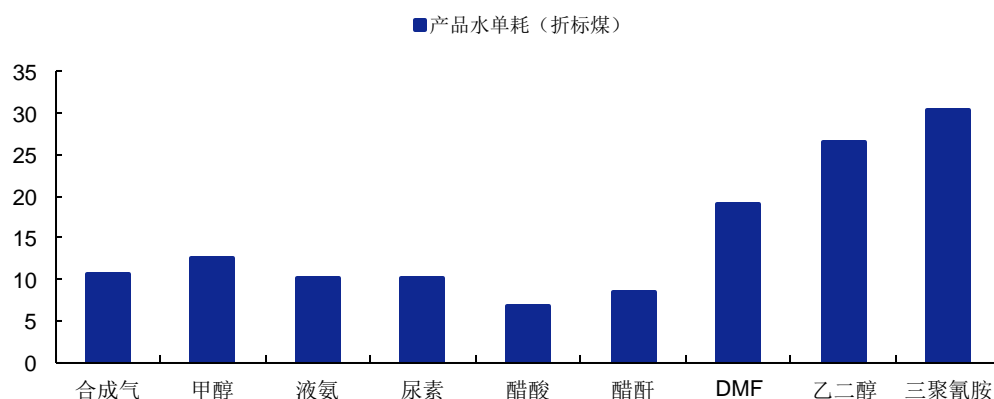
图 26：长江区地表水居多（内圈：长江区；外圈：海河区）



资料来源：水利局，安信证券研究中心

荆州基地用水成本优势突出。据中国能源报和水电费查询网数据，荆州基地吨水成本仅为 0.2 元左右，而德州基础水价 3.5 元/吨，价差明显。以煤化工工艺用水+循环用水耗指标为基准，据 CNKI 数据和公司环评，四喷嘴水煤浆技术水耗与 Shell 技术可比（随着煤气化技术更新换代，循环水耗差距缩小），可估算出相应合成气水耗为 10.6 吨/吨<sub>合成气</sub>，荆州基地用水成本仅 2.1 元/吨<sub>标煤</sub>，相比德州基地低近 35 元/吨<sub>标煤</sub>，且随着产品纵向延伸，附加值提高，水耗同步提升下用水成本优势将更加突出。

图 27：公司煤化工下游系列产品水耗估算（单位：吨水/吨产品）

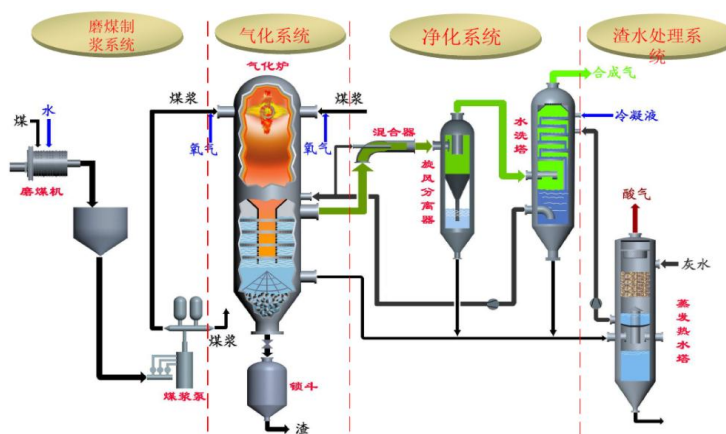


资料来源：CNKI，安信证券研究中心（注：水耗只计工艺水和合成气环节循环水耗，实际可能偏低）

### 3.2. 荆州水资源优质，降低含盐废水处理成本

现代煤化工生产额定水耗大，但理论水耗又较小，多出来的以废水的形式进行后续处理，其中含盐废水处理成本较高。化工废水常见处理方式包括生化处理、湿式催化氧化、高级氧化和高盐浓缩，相应的环保成本逐级上行，生化处理成本最低，一般优先考虑。据 CNKI 数据，煤化工废水包括有机废水和含盐废水，有机废水主要产生于煤炭转化，气化工艺所产废水占比超过 60%，具有化学需氧量和氨氮浓度高的特点，目前生化处理技术较为成熟（处理成本一般  $\geq 5$  元/吨）；含盐废水主要来源于循环水系统排污水、除盐水处理站排污水、工艺废水处理系统排水以及锅炉排水等，具有溶解性固体（TDS）和悬浮固体含量高的特点（处理成本一般  $\geq 38$  元/吨），经过一般膜浓缩处理，可实现 70% 以上的再生水回用，但占比在 20%~30% 的高盐废水如何低成本处理是当前煤化工废水处理的瓶颈。且煤化工含盐废水中盐种类较多，随着煤化工用水量的增大以及循环使用倍率的增加，含盐废水规模和盐分浓度都会逐步提高，如果不及处理，容易产生结垢堵塞、腐蚀装备等严重问题。

图 28：四喷嘴煤气化装置气液固废走向（水视角）



资料来源：灵谷化工，安信证券研究中心

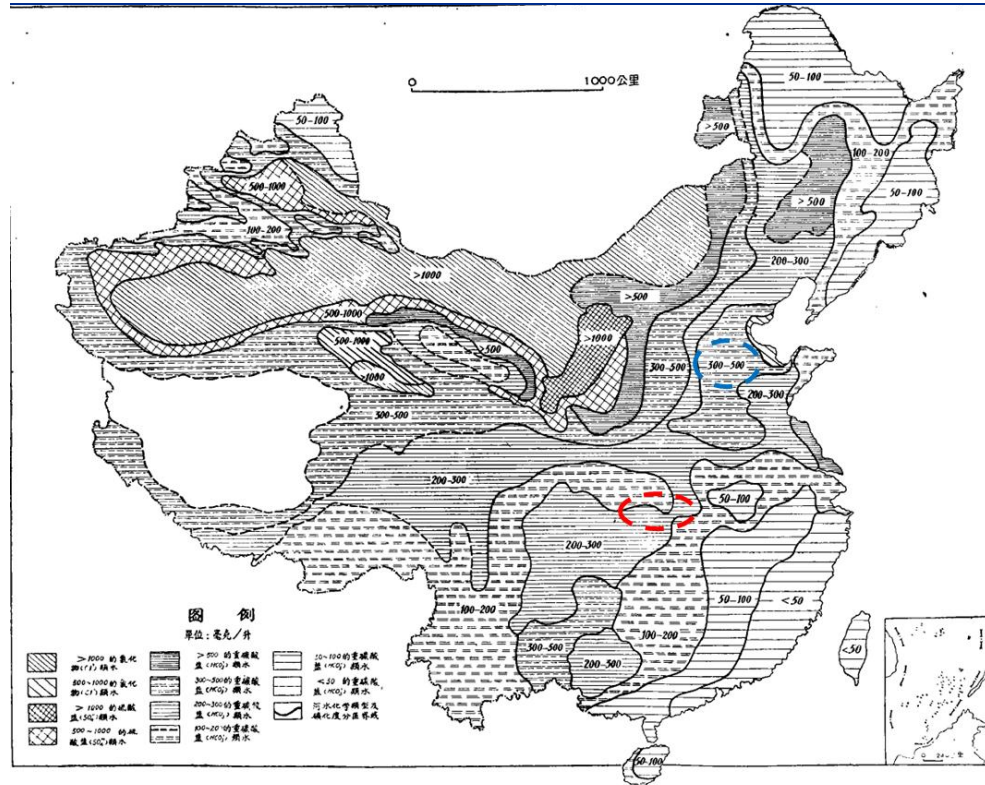
长江水盐含量较低，有利于降低荆州基地废水处理成本。据 CNKI 数据，含盐废水的盐分主要来源于两大部分，一是工业原水带入的盐，经过循环系统浓缩以及除盐水处理系统分离而实现盐分富集，其占比超过整个系统盐量的 1/2 以上；二是生产过程和水系统添加化学药剂所产生的盐（原水水质越差，需要投加药剂量也会越多），占总量的 1/3 以上。减少煤化工项目含盐废水处理规模和投资，需要在源头上控制盐分进入，选用优质水源点，减少高含盐原水使用，是煤化工项目的重要前期手段。

而水源点含盐量（或称矿化度，以 TDS 值衡量）受不同流域地理环境和人为活动等因素影



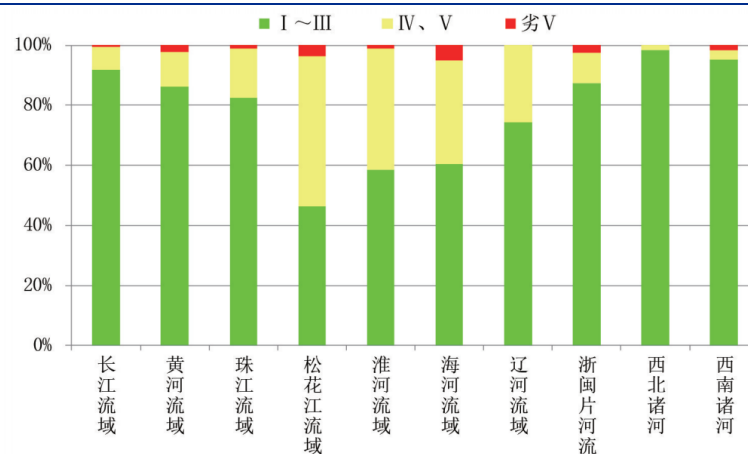
响。中国河水矿化度多年平均值的区域分布规律与降水、径流的分布规律呈相反趋势。据 OsGEO 中国数据，长江水矿化度由上游向下游明显降低，云贵高原和嘉陵江上游山区河水的 TDS 值大于 250 mg/L，武汉以下长江干流和支流的 TDS 值大多小于 150 mg/L，荆州段应在 150~250 mg/L，但相较于海河流域的 300~500 mg/L，荆州基地所在长江水域含盐量更低；另一方面，由于海河流域属于传统工业区，水源含盐量还受人为因素影响较大，相较之下长江水源水质更好。

图 29：中国河流矿化度一览（红圈：荆州；蓝圈：德州）



资料来源：CNKI，安信证券研究中心（注：该图取自 1963 年文献，现在部分河流水质受人为活动影响可能已有变化，但总体上矿化度分布规律与降水、径流的分布规律呈相反趋势是客观事实）

图 30：2020 年十大流域水质类别比例



资料来源：中国生态环境部，安信证券研究中心（据国家地下水水质标准，III 类水 TDS 在 500~1000 mg/L，IV 类水 TDS 在 1000~2000 mg/L，V 及劣 V 类 TDS>2000 mg/L）

我们参考内蒙古煤、盐化工行业高盐废水的“零排放”处理成本曲线来推算公司荆州、德州基地的废水处理成本。高盐水的“零排放”主要指通过蒸发浓缩工艺实现高盐水减量化、资源化、无害化的处理方案，从出盐类型可分为“混盐零排放”和“分盐零排放”（混盐只能



做危废处理，成本更高，分盐可出售)。据 CNKI 数据可以看到，废水处理成本与工业原水的 TDS 成正比(相关系数高);据公司环评报告,取德州、荆州基地进水 TDS 分别为 1700、200 mg/L, 可得荆州基地吨废水处理成本+环保费用较德州少 1.8~6 元(对应分、混盐),折吨煤则少 15~50 元, 显然荆州基地长江取水存在较大的环保成本优势。

图 31: 分盐“零排放”处理成本与进水水质曲线

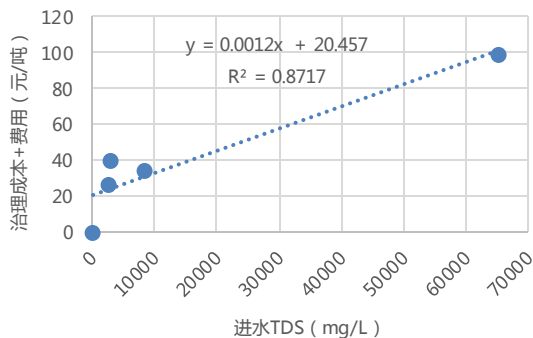
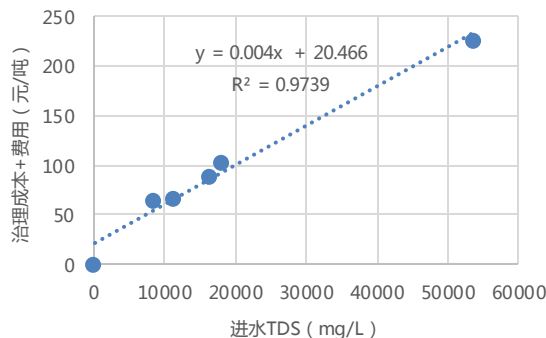


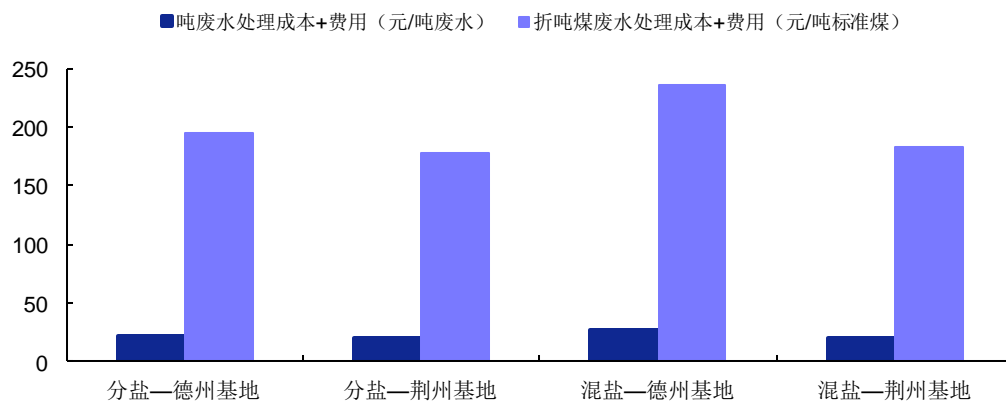
图 32: 混盐“零排放”处理成本与进水水质曲线



资料来源: CNKI, 安信证券研究中心

资料来源: CNKI, 安信证券研究中心

图 33: 荆州基地由水质优势具有较低的废水处理成本(“零排放”情况下)

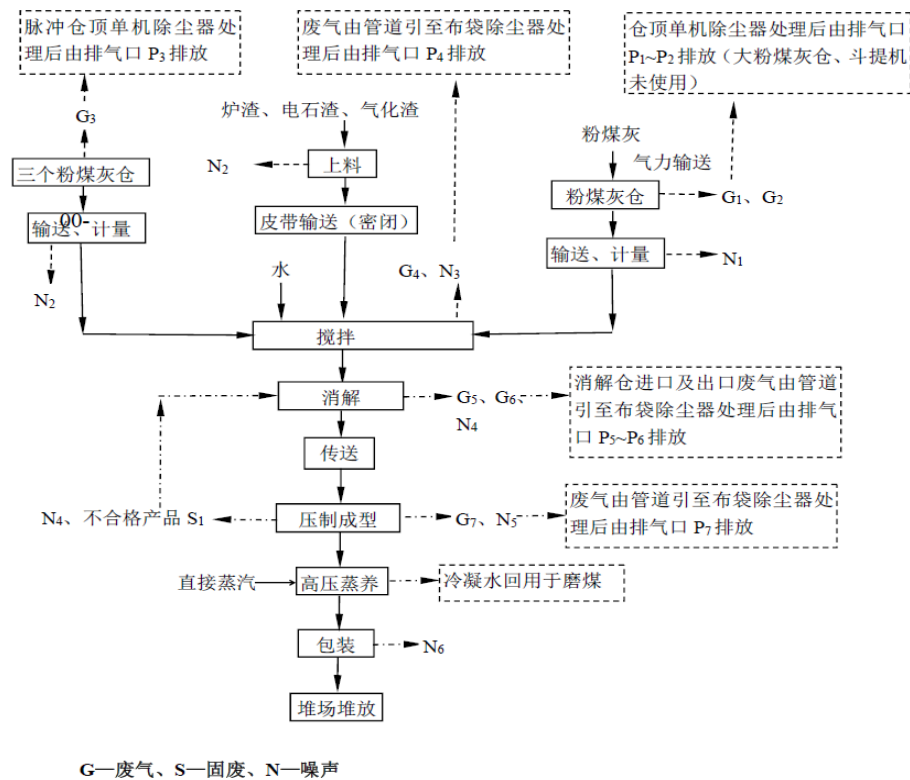


资料来源: CNKI, 华鲁环评, 安信证券研究中心(注: 由于公司实际处理废水过程中的设备、技术、分盐混盐处理成本与内蒙煤、盐化工行业存差异, 且各地排污政策不同, 相应的废水处理成本计算仅供参考)

### 3.3. 荆州煤化工废渣可直接变废为宝

煤化工废渣问题也需要重视。废渣即煤气化后所产生的炉渣及煤气带出物(粉煤灰和煤渣), 据 CNKI 数据, 我国煤化工废渣排出量大约每年几千万吨, 但是这些废渣的利用率却并不高, 多数废渣运往堆灰场, 不但污染环境, 而且还需支付额外治理成本。因此, 煤渣的综合利用、变废为宝, 已成为我国经济建设中一项重要的技术经济政策, 也能体现企业的责任担当。现在粉煤灰和煤渣在建筑材料中已获得广泛应用, 按照废渣的特性和质量可分别用于制砖、人造混凝土掺合料以及水泥等, 质量较差的灰渣则可用来铺路, 作基础及作填充料等。德州基地煤渣主要用于制砖, 据公司煤基固废项目环保验收报告, 将粉煤灰掺入一定量的其他物料, 如煤矸石、电石渣等, 可以生产蒸压粉煤灰砖, 项目实际总投资为 1.73 亿元, 产能为 3.6 亿块/年, 基本解决了公司的固废治理问题。

图 34：蒸压粉煤灰砖生产工艺流程及产污环节图



资料来源：公司煤基固废项目环保验收报告，安信证券研究中心

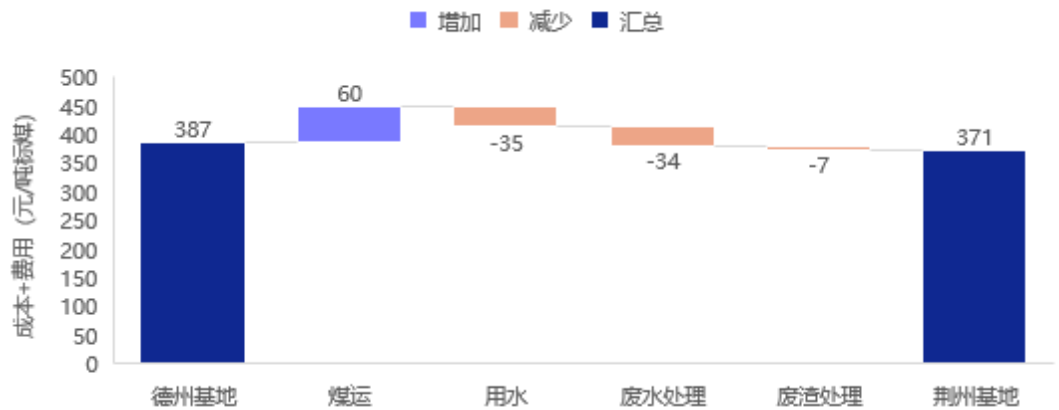
荆州基地煤化工废渣可作为混凝土骨料用于城市建设。煤渣还可用于制作人造混凝土骨料，以粉煤灰为主要原料，掺入部分黏土及无烟煤等混合成球，在高温下烧结得到的粉煤灰陶粒轻骨料具有质量轻、隔热性能好等优点，可用于制造轻质混凝土构件，减轻建筑物的自重，并广泛用于桥梁工程和造船工程。

据长江河道采砂管理条例实施办法，长江采砂限制较多，每年针对不同时期不同河道流量水位变化，均有河砂禁采期。而长江流域又是我国的主要经济带，河砂作为重要的混凝土骨料常作为建材用于高速公路和城市建设，在此背景下，煤化工废渣成为抢手的替代品。据湖北交通建材信息系统 2020 年数据，粉煤灰售价在 80~200 元/堆方，按煤气化 10%废渣率（粉煤灰和煤渣对半）测算，吨煤环保成本可节省 4~10 元（只计粉煤灰，假设德州基地粉煤灰砖营收与废渣环保支出相抵，处理成本费用为 0），粉煤灰外售这使公司在煤基固废综合利用项目建设方面有了更多的选择。

### 3.4. 荆州基地成本综合对比占优

荆州基地在成本端有优势，未来有望复制德州本部的盈利水平。荆州基地在用煤上具天时，浩吉铁路去年开通且途经江陵化工园区，配合园区疏运端煤炭储配基地，有望大幅削减煤运成本，我们假设基地一期建成后，浩吉铁路煤运费为 0.184 元/吨公里，则煤运成本相比德州 +60 元/吨<sub>标煤</sub>，假以时日随着浩吉铁路运力提升，煤运成本继续下降，荆州基地优势有望继续扩大；用水、环保成本上得地利，荆州降水充沛，长江水流量大且水质良好，江陵产业园依江取水可低成本解决煤化工用水（相比-35 元/吨<sub>标煤</sub>）和高盐废水环保（相比-34 元/吨<sub>标煤</sub>）问题；由于长江禁止采砂，急需建材用于高速公路和城市建设，煤化工废渣可直接出售（相比-7 元/吨<sub>标煤</sub>）。综上所述，公司荆州基地与德州基地综合成本对比占优（相比-16 元/吨<sub>标煤</sub>），有望复制一个完全体德州基地并延续华鲁低成本优势。

图 35：荆州与德州基地的成本+费用比较



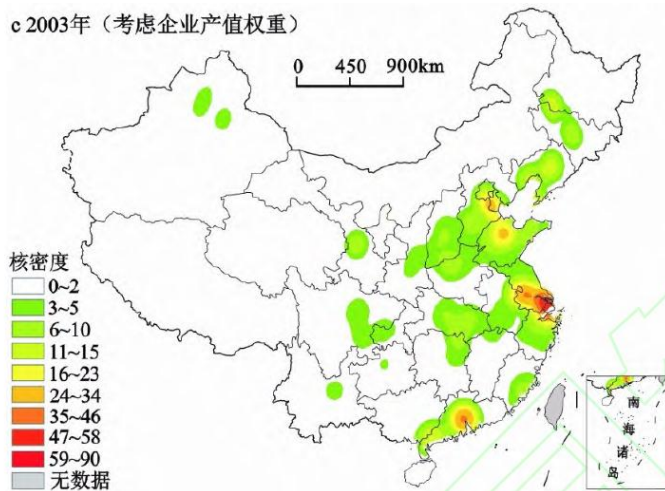
资料来源：安信证券研究中心（注：此处德州/荆州基地总的成本或费用（折吨标煤）=煤运（135/195）+用水（37.1/2.1）+废水处理（只计高盐废水，214.9/181.2）+废渣处理（0/-7），不考虑其他成本、费用项，其中废水、废渣数据由3.2、3.3节折中处理）

## 4. 新基地有望辐射长江经济带巨大市场

### 4.1. 现有煤化工基地远离下游市场，荆州产品物流近水楼台先得月

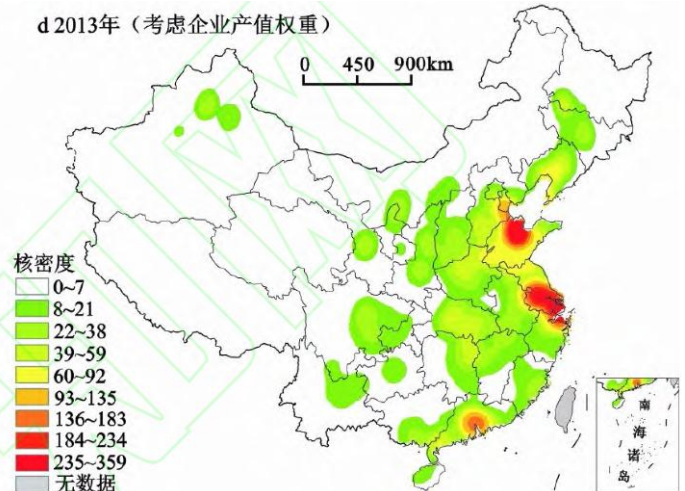
据 CNKI 数据，2003~2013 年我国化工行业企业分布呈现沿海-陇海线-沿长江的“π”字型分布格局，集中在长三角、珠三角、环渤海、长株潭等 4 个热点区，天津-淄博、上海-南京、广州-茂名等化工集聚区的双核结构凸显，热点区企业密度提高的同时，布局演变呈分散化趋势，整体上对环境容量要求高、产业链偏上游的基础化工行业由沿海地区向中西部地区转移，反之产业链偏下游、相对精细高端的行业集中在沿海地区或在沿海地区内部转移（炼油行业除外，因对资源依赖强主要分布在东部地区）；此外，港口条件、市场需求、地理区位、环境规制的影响贡献呈现下降趋势，而资源条件、外商投资、科技投入等要素的贡献上升，不同行业影响程度和趋势存在差异。

图 36：2003 年化工企业点位分布地理集中度估计



资料来源：CNKI，安信证券研究中心（注：不含港澳台地区，下同）

图 37：2013 年化工企业点位分布地理集中度估计



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

表 5: 化工企业分布影响因素与指标细节

影响变量	指标选择	指标细节
资源条件	石油、煤炭城市	资源储量、分布、运输等，资源导向型产业一般优先考虑
港口条件	水运货运量/亿 t	水运货运量大小、港口交通区位条件和优势
地理区位	沿海城市、沿长江城市	化工具有沿海和沿大江大河分布的一般规律
外商投资	化工产业外商投资占比/%	城市单元化工产业产值中外商投资占比，反映外商投资强度
科技投入	科学技术支出占财政支出比重/%	科技投入对地区生产技术、污染防治技术皆有积极作用
市场需求	年末总人口/10 <sup>7</sup> 人	市场需求很大程度上依赖于消费需求，而消费需求往往依赖于人口规模
环境规制	工业固体废物综合利用率/%	反映地区环境规制水平

资料来源: CNKI, 安信证券研究中心

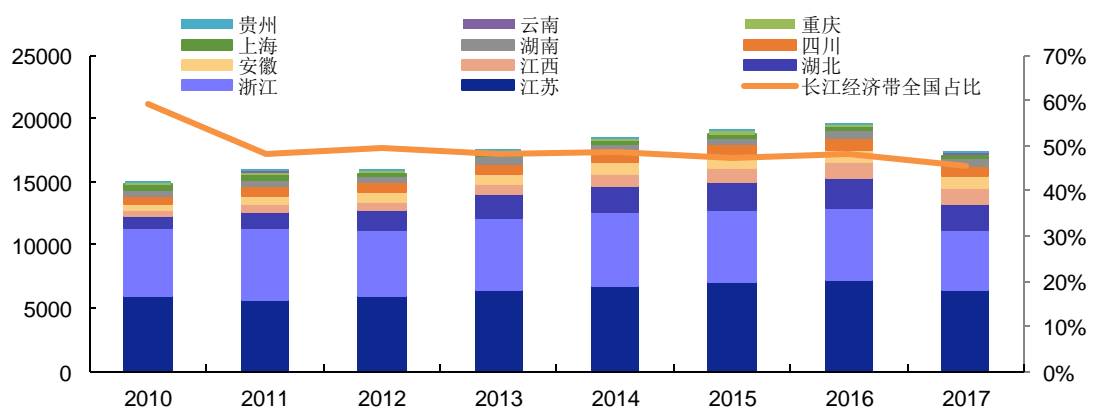
中国四大煤化工基地分布在蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东，是标准的资源导向布局，但由于下游市场集中在长三角、环渤海、珠三角、长株潭地区，产销两地分离导致了煤化工品运输“千里走单骑”难题。以甲醇为例，长三角地区常见的国内进货渠道有两条路线：一是宁波地区，从内蒙古鄂尔多斯等地进货，通过北京、河北，在秦皇岛下海；二是南京地区，从陕西榆林公路运输至武汉，再通过武汉下江，水运至南京。这两种方式都要通过较长的公路，存在运量小、周期长、中转多、隐患多等短板。

荆州基地坐落浩吉铁路与长江水道黄金交汇处，凭借煤电港一体化公共设施支持，铁水联运下产品可辐射长江经济带，可谓“近水楼台先得月”。如在荆州规划建设现代煤化工基地，据湖北省政府官网，200 万吨甲醇顺江而下，到华东地区只需 4 至 5 天时间，相较于上述两条路线，荆州运输缩减近 3/4 的运输时长，且安全稳定性高。此外，公司产品下游终端主要分布于纺织服装（醋酸、乙二醇、己二酸、DMF）和农业（尿素、复合肥）等领域，我们通过分析这两个行业在长江经济带的分布情况，进一步突出荆州基地物流优势。

#### 4.2. 近水楼台其一：长江经济带集聚纺织产业集群

长江经济带发展战略是国家三大区域发展战略之一，覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等 11 个省市，面积约 205 万平方公里，占全国的 21%，人口和经济总量均超过全国的 40%。从纺织服装产业看，据 wind 数据，2018 年长江经济带规模以上纺织服装产业主营业务收入 3.8 万亿元，占全国行业比重 45%，其中江苏、浙江、湖北、江西和安徽排行前五。

图 38: 长江经济带省市纺织业主营业务收入及占比（单位：亿元）



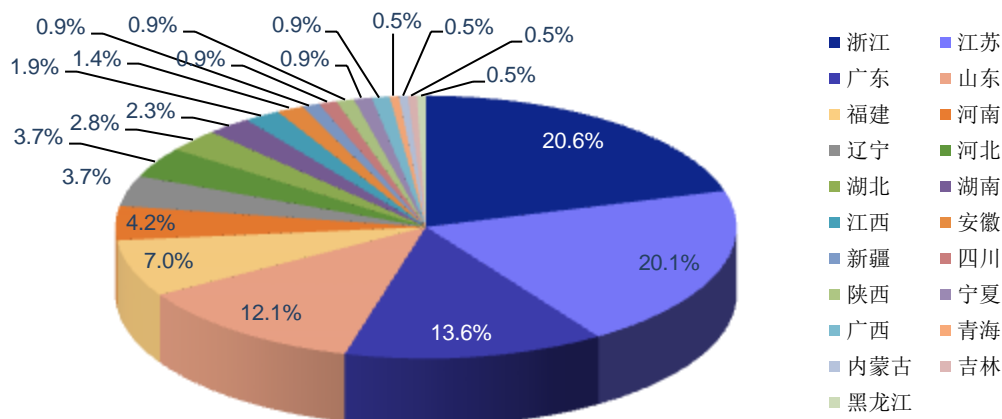
资料来源: wind, 安信证券研究中心

长江经济带纺织产业集群试点密集。我国纺织产业集群主要集中在长三角、珠三角、环渤海地区，据中国纺织产业集群网数据，浙江、江苏、广东、山东、福建 5 省纺织产业集群数量约占 73%，其中浙江省 44 个，江苏省 43 个，比中西部省份纺织产业集群数量总和还要多。东部地区纺织产业无论是规模还是纺织经济总量都远优于中西部地区，这些地区主要在对外贸易、产业配套基础、人才吸引等方面具有优势；其次湖北、湖南、江西也逐步形成纺织产



业集群，主要收益于沿海地区产业逐步外溢，加上这些地区交通发达，人力成本相对低，纺织产业得到一定发展。

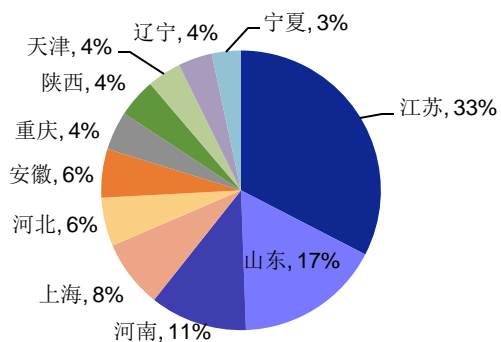
图 39：长江经济带省市纺织产业集群试点地区数量全国占比 50%



资料来源：中国纺织产业集群，安信证券研究中心

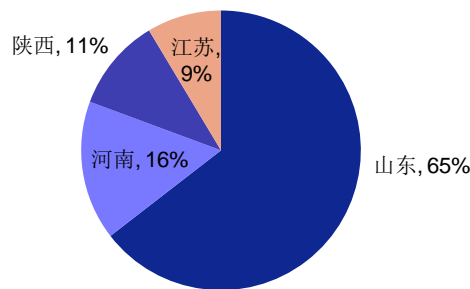
荆州基地地处纺织产业集群上游，货运便捷，凭借公司成本端技术优势，下游市场开拓可期。公司荆州基地一期布局的醋酸、有机胺在纺织行业可作为常用溶剂。从地区分布看，长三角地区是国内醋酸主要生产基地，占比近 47%，考虑到原料甲醇需外购，运输成本上中西部地区甲醇铁路、公路转海、水运，与公司荆州基地煤炭、产品运输成本相抵消后（甲醇运输路线可参考煤运的两种方式，公司产品运输可走长江水道直达，相应运费核算在 2.4 中已展示，此处不再赘述），最后还是回到生产技术上的成本比拼，而产业链纵向深度（上推至煤炭）和降本增效技术优势本是华鲁强项。另一方面，据百川资讯数据，有机胺 DMF 产能主要集中在山东，其中鲁德州基地以 33 万吨/年处于龙头地位，今年江山化工 DMF 产能退出后长江经济带占比仅有 9%，因此，布局荆州基地后，公司能实现长江经济带、山东纺织业集群的双覆盖，进一步稳固行业龙头地位。

图 40：我国醋酸产能按区域分布



资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

图 41：我国 DMF 产能按区域分布

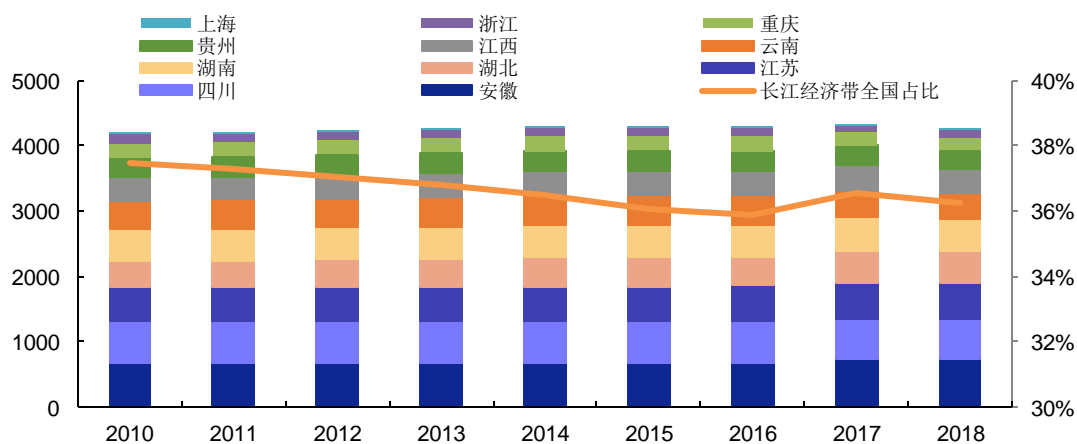


资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

### 4.3. 近水楼台其二：长江经济带为尿素净调入区

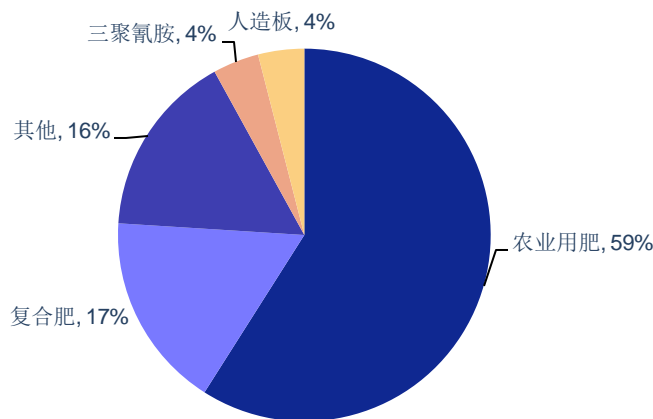
长江流域的农业生产历史悠久，中下游平原是著名的鱼米之乡，而上游四川亦有天府之国的美誉，成都平原、江汉平原、洞庭湖平原等均是商品粮基地。据 wind 数据，近年来长江经济带粮食种植面积基本保持平稳，占全国种植面积比重近 36%，其中尿素的农业需求量与粮食种植面积正相关，近 76% 尿素以农用为主。

图 42: 长江经济带省市粮食种植面积及占比 (单位: 万公顷)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

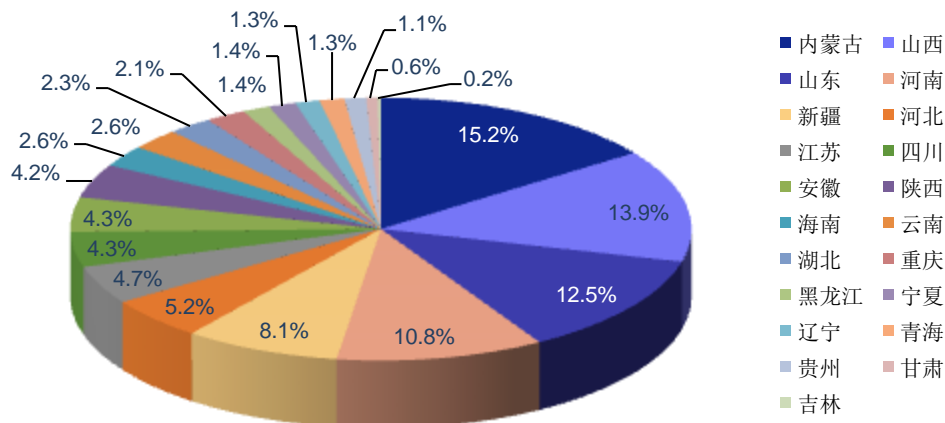
图 43: 我国尿素需求以农用肥为主



资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

长江经济带尿素供不应求, 净调入量大, 我国主要以煤头尿素为主, 尿素产量分布与煤炭资源分布高度相关, 内蒙古、山西、山东、河南和新疆均是富煤或煤运便利的省份, 据隆众资讯数据, 2019 年尿素 CR5 产能占比 60.5%, 而长江经济带区域仅占 21%。

图 44: 2019 年全国尿素产量分布, 长江经济带仅占 21%

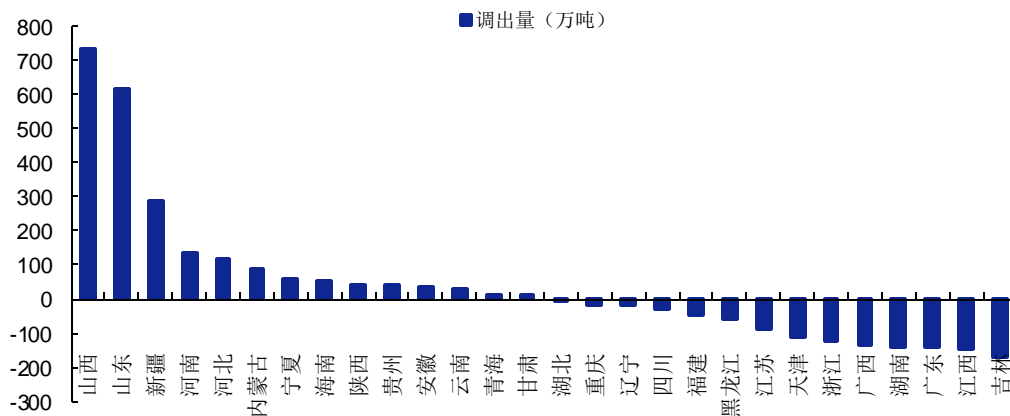


资料来源: 隆众资讯, 安信证券研究中心

从 2018 年各省理论调出量分析也可发现, 山西、山东、新疆、内蒙古等主产区为主要调出地, 其中山西省因为供应充足而需求量极其有限, 调出量约为 733 万吨居国内之最; 山东省

产销量较大，调出量少于山西，为 614 万吨位居第二；从调入地来看，调入量较大的区域主要集中在东北、华中、华东以及华南部分地区，长江经济带的江西、湖南、浙江、江苏等均为主要调入地，总体来看，长江经济带 2018 年净调入 447 万吨，缺口较大。

图 45：2018 年我国各省尿素调出量理论对比（单位：万吨）



资料来源：和讯网，安信证券研究中心

#### 4.4. 荆州基地具有产品运输优势，可辐射长江经济带

长江河道港口众多，荆州江陵产业园借助煤电港一体化，产品运输可低成本、高效地辐射长江经济带。危化品长途物流一般考虑铁路或水运，尤其是水运具备吨位大，单位公里运输成本低等优势。我们假设以南京为运输终点，德州基地可公路运输至黄骅港下海，再走“海进江”到南京，荆州基地则从江陵港顺江直达，据大秦可研报告数据，费用对比上荆州较德州基地少近 60 元/吨，更具物流优势，因此荆州基地产品可低成本辐射长江经济带。相比之下，德州基地在产品物流区域上离环渤海化工聚集区更近，因此能在市场空间区域覆盖上与荆州基地形成互补。

图 46：长江沿岸港口示意图



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

表 6：产品物流运输费用对比（单位：元/吨）

始发	终到	运输路线	公路运输	起始港港杂费	海运费	水转水费用	长江运输费用	运输费用
德州	南京	德州—黄骅港，海进江	30	24.6	32.7	15.5	—	102.8
江陵		长江船运直达	—	—	—	—	40	40

资料来源：大秦铁路股份可行性研究报告，物通网，安信证券研究中心

## 5. 投资建议



政策方面，荆州新基地投建后公司能够摆脱山东煤指标困局，打开发展天花板；成本方面，荆州基地占天时地利，在煤炭运输、工业用水、环保处理方面对比德州基地有综合优势；市场方面，荆州基地辐射长江经济带，与德州基地形成空间上的互补。华鲁新基地投资规模大，三要素与公司内生优势相耦合，且煤电港公用配套已完备，新基地再造一个华鲁成为可能。我们预计公司 2020 年-2022 年的归母净利润分别为 19.3 亿元、30.5 亿元、38.0 亿元，维持买入-A 投资评级。

## 6. 风险提示

- 1) **协议进展不及预期**：若协议进展缓慢或者某些条款无法达成，可能影响新基地筹备进度；
- 2) **政策变化超预期**：后续政策如果收紧能耗指标，可能对新基地规模造成影响；
- 3) **项目建设不及预期**：项目如未能如期建设，可能对公司后续业绩造成影响；
- 4) **环保支出数据误差**：环保支出数据误差可能对公司的业绩预测造成影响。



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034