

2020 年 12 月 11 日

荆州基地项目审核通过，产品景气度持续提升

华鲁恒升(600426)

评级:	买入	股票代码:	维持评级
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	600426
目标价格:		总市值(亿)	39.1/14.5
最新收盘价:	34.64	自由流通市值(亿)	563.47
	1,620.33	自由流通股数(百万)	561.28

事件概述

2020 年 11 月 3 日，公司发布关于签订湖北荆州项目投资协议的公告，近日，湖北省投资项目在线审批监管平台公示，公司于 11 月 20 日申请的项目已经审批通过。

分析判断：

► 荆州基地确立，公司进入发展快车道

根据华鲁恒升与湖北江陵县政府、荆州市政府签订的投资建设现代煤化工基地的协议，荆州和江陵县政府负责争取用煤指标，能耗、尿素产能和环保等制约要素，负责提供土地、仓储码头、铁路线、水、电等保障要素。公司近几年一直筹备第二基地建设，最终花落湖北荆州，主要原因是因为湖北受疫情影响获得了国家煤炭指标政策支持，华鲁恒升最大优势就是依托煤气化平台以极低成本生产相关煤化工产品，第二基地的选择首要考虑因素就是煤炭指标的获取。通过该协议明确了项目的前置条件、保障要素的责任归属方，为项目建设扫平前方障碍。

► 从煤化工产品出发，继续发挥煤气化成本优势

湖北省投资项目在线审批监管平台公示的华鲁恒升的两个项目分别是：园区气体动力平台项目和合成气综合利用项目，建设地点是江陵经济开发区煤电港化产业园恒升路 1 号，两个项目规划总占地面积 2300 亩，总投资 115.28 亿元，符合前期公告一期项目总投资不少于 100 亿元的协议。园区气体动力平台项目包括建设 4 台煤气化炉及配套装置（3 开 1 备），配套建设 2 套 102000 Nm³/h 空分装置、3 台 560t/h 高温高压煤粉锅炉和公用工程设施。合成气综合利用项目包括建设年产 100 万吨合成氨、80 万吨饱和一元醇、100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万吨 DMF、15 万吨混甲胺、20 万吨食品级 CO₂、副产 1.36 万吨硫磺。已经获批的两个项目公示明确了公司前期继续以煤气化平台为基础，延续德州基地主要产品产线的生产模式。两项目的计划开工时间为今年 11 月。

表 1 荆州基地产品产值测算

产品	产能 (万吨)	年均价 (元/吨)			年产值 (亿元)		
		2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
合成氨	100	2712	3201	3018	27.12	32.01	30.18
饱和一元醇	80	7939	8751	7454	63.51	87.51	74.54
尿素	100	1627	1965	1853	16.27	19.65	18.53
醋酸	100	3133	4609	2964	31.33	46.09	29.64
DMF	15	5876	5803	4840	8.81	8.70	7.26
混甲胺	15	6800	7822	6700	10.20	11.73	10.05
食品级 CO ₂	20	681	699	700	1.36	1.40	1.40
副产硫磺	1.36	923	1111	783	0.13	0.15	0.11
合计	431.36				158.73	207.25	171.70

注：饱和一元醇以甲醇市场价计算，混甲胺价格以普西化工三甲胺出厂价计算
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

► 周期品价格陆续上涨，未来盈利将显著提升

根据卓创资讯提供的产品价格数据及我们的测算，公司目前主要产品除乙二醇和草酸价格处于历史价格分位底

部以外，其余产品景气度均较高，尤其是辛醇、合成氨、DMF 和尿素，目前价格分位已经高于 50%，辛醇、合成氨和 DMF 的价差分位也高于 50%，主要产品的平均价格分位为 39%，平均价差分位为 34%，目前价格/历史均价的平均值已经达到 100%，目前价差/历史平均价差的平均值达到 98%，相比于我们测算的八月份及十月份的平均价格分位分别提升 13pct、8pct，平均价差分位分别提升 13pct、5pct。随着国内及全球经济复苏，今年下半年产品价格上涨，价差拉大，我们预计未来产品景气度向好的趋势还将延续，公司四季度及明年上半年盈利水平将显著提升。

投资建议

随着荆州基地的确立，公司未来几年进入产能建设高速发展的新阶段，由于今年上半年受公共卫生事件的影响，产品景气度低位，叠加公司三季度煤气化平台检修对产量造成一定影响，调低 2020 年盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20.0/30.7/36.3 亿元（之前为 22.1/30.7/36.3 亿元），同比增速分别为 -18%/53%/18%，EPS 分别为 1.23/1.89/2.23 元，目前股价对应 PE 分别为 28/18/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新建项目建设进度不及预期，原油价格波动。

表 2 公司目前主要产品价格价差表

产品名称	合成氨	尿素	醋酸	乙二醇	己二酸	DMF	辛醇	三聚氰胺	三甲胺	草酸	平均
统计区间	2016.12.15-2020.12.7	2006.1.1-2020.1.2.7	2006.1.1-2020.1.2.7	2006.1.1-2020.1.2.7	2006.1.1-2020.1.2.7	2006.1.1-2020.1.2.7	2015.1.1-2020.1.2.7	2010.4.1-2020.1.2.7	2018.9.30-2020.12.7	2016.8.22-2020.12.7	
目前出厂价格	3050	1810	4000	3600	8800	9100	10050	7000	6600	2770	
历史最高价	3680	2420	7550	15325	26000	13000	10750	12500	8800	8000	
历史最低价	1950	1130	1650	2950	5450	3575	4800	4700	5300	2590	
目前价格分位	64%	53%	40%	5%	16%	59%	88%	29%	37%	3%	39%
目前价差	2280	1271	3200	1501	2614	7435	4558	1620	3065	461	
历史最大价差	3015	1859	6493	13538	18554	11879	6186	6590	5044	5970	
历史最小价差	1515	744	1316	995	737	2806	721	-400	1468	461	
目前价差分位	51%	47%	36%	4%	11%	51%	70%	29%	45%	0%	34%
历史平均价格	2759	1740	3543	7085	12056	5734	7892	7522	6679	4130	
目前价格/历史均价	111%	104%	113%	51%	73%	159%	127%	93%	99%	67%	100%
历史平均价差	2204	1250	2765	4196	4669	4344	2432	1841	3122	2138	
目前价差/历史平均价差	103%	102%	116%	36%	56%	171%	187%	88%	98%	22%	98%

资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,357	14,190	13,852	17,369	19,977
YoY (%)	37.9%	-1.2%	-2.4%	25.4%	15.0%
归母净利润(百万元)	3,020	2,453	2,002	3,066	3,626
YoY (%)	147.1%	-18.8%	-18.4%	53.2%	18.2%
毛利率 (%)	30.5%	27.8%	24.0%	28.0%	28.4%
每股收益 (元)	1.86	1.51	1.23	1.89	2.23
ROE	25.0%	17.2%	12.1%	15.2%	15.6%
市盈率	18.66	22.97	28.15	18.38	15.54

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：王天鹤

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,190	13,852	17,369	19,977	净利润	2,453	2,002	3,066	3,626
YoY (%)	-1.2%	-2.4%	25.4%	15.0%	折旧和摊销	1,298	1,293	1,686	1,806
营业成本	10,239	10,531	12,512	14,299	营运资金变动	-142	-313	131	245
营业税金及附加	93	96	118	135	经营活动现金流	3,736	3,058	5,003	5,796
销售费用	372	326	424	482	资本开支	-1,856	-1,575	-7,352	-100
管理费用	156	149	183	215	投资	-200	0	0	0
财务费用	154	64	106	99	投资活动现金流	-2,014	-1,650	-7,372	-230
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	42	0	0	0	债务募资	0	0	2,521	-2,521
营业利润	2,899	2,364	3,621	4,281	筹资活动现金流	-2,291	-555	1,801	-3,440
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-569	853	-567	2,127
利润总额	2,896	2,364	3,621	4,281	主要财务指标				
所得税	443	362	554	655	成长能力 (%)				
净利润	2,453	2,002	3,066	3,626	营业收入增长率	-1.2%	-2.4%	25.4%	15.0%
归属于母公司净利润	2,453	2,002	3,066	3,626	净利润增长率	-18.8%	-18.4%	53.2%	18.2%
YoY (%)	-18.8%	-18.4%	53.2%	18.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.51	1.23	1.89	2.23	毛利率	27.8%	24.0%	28.0%	28.4%
资产负债表 (百万元)					净利率	17.3%	14.5%	17.7%	18.1%
货币资金	715	1,567	1,000	3,127	总资产收益率 ROA	13.5%	9.6%	11.3%	12.9%
预付款项	130	149	171	198	净资产收益率 ROE	17.2%	12.1%	15.2%	15.6%
存货	332	451	519	578	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,315	2,807	2,847	2,867	流动比率	1.43	1.81	0.82	2.01
流动资产合计	3,491	4,974	4,537	6,770	速动比率	1.24	1.59	0.70	1.78
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.29	0.57	0.18	0.93
固定资产	11,932	11,978	18,048	18,497	资产负债率	21.8%	20.5%	25.9%	17.4%
无形资产	1,070	1,053	1,036	1,019	经营效率 (%)				
非流动资产合计	14,697	15,840	22,713	21,374	总资产周转率	0.78	0.67	0.64	0.71
资产合计	18,187	20,814	27,251	28,144	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	2,521	0	每股收益	1.51	1.23	1.89	2.23
应付账款及票据	824	1,116	1,220	1,435	每股净资产	8.75	10.17	12.41	14.30
其他流动负债	1,610	1,635	1,793	1,929	每股经营现金流	2.30	1.88	3.08	3.56
流动负债合计	2,434	2,751	5,534	3,364	每股股利	0.35	0.30	0.37	0.49
长期借款	1,504	1,504	1,504	1,504	估值分析				
其他长期负债	18	18	18	18	PE	22.97	28.15	18.38	15.54
非流动负债合计	1,522	1,522	1,522	1,522	PB	2.27	3.41	2.79	2.42
负债合计	3,956	4,274	7,056	4,886					
股本	1,627	1,627	1,627	1,627					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	14,231	16,541	20,194	23,258					
负债和股东权益合计	18,187	20,814	27,251	28,144					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。