

华鲁恒升(600426)

第二基地启动投资，预计2023年建成

——华鲁恒升公告点评

深度报告

行业公司研究——化学制品行业

证券研究报告

✍️：陈煜 执业证书编号：S1230520040001  
☎️：021-80106011  
✉️：chenyu02@stocke.com.cn

报告导读

荆州一期总投资115.28亿元，规划2023年投产，预计年均利润总额13.26亿元。煤气化平台有望延续低成本优势，合成气项目将夯实一头多线的产业链基础，加上酰胺及尼龙和精己二酸等新项目将在2021年陆续投产，“十四五”期间公司加大资本开支，项目有序推进将逐步释放成长性。

投资要点

□ 煤气化平台延续低成本优势，合成气项目夯实一头多线产业链基础

公司发布公告，拟在湖北江陵经济开发区分别投资59.24亿元、56.04亿元建设园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目，预计建设期36个月。

**煤气化平台项目延续德州基地低成本优势。**煤气化平台采用自主知识产权、国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设4台煤气化炉（3开1备），配套建设2套空分装置、3台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施。按照合成气0.88元/Nm<sup>3</sup>、蒸汽140元/吨价格计算，全部外售可实现销售收入52亿元、年均利润7亿元。公司持续优化水煤浆汽化炉工艺，提升生产效率并实现合成气制造成本全行业最低，荆州基地将继续优化物料指标及工艺流程，延续德州基地的低成本优势。

**合成气综合利用项目夯实一头多线产业链基础。**合成气项目采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设100万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设100万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产DMF技术，建设15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置。荆州基地将充分利用公司煤气化及多产品工艺生产经验，夯实一头多线的产业链基础。结合当地低价水资源、便捷运输等优势，尿素、醋酸及有机胺等产品有望继续降低成本。合成气项目预计年均实现营业收入59.68亿元，利润总额6.26亿元。

□ 荆州一期规划2023年投产，“十四五”百亿投资成长可期

荆州基地作为公司的第二基地，目前荆州一期规划落地且已通过备案审核，计划将于2023年投产。根据与当地政府的协议，政府将为项目争取用煤指标和100万吨/年尿素产能指标，并为基地解决能耗和环境容量问题，同时在项目用地、危化仓储和码头、铁路专用线、项目用电、给排水以及动力岛等方面也将予以公司支持。荆州一期项目合计投资额115.28亿元，实现年均利润总额13.26亿元。公司第二基地在荆州落地，“十四五”期间将继续巩固煤化工龙头地位，持续优化产品结构，形成华中、华北两翼发展格局，在湖北荆州再建一个华鲁。

□ 主营产品景气度回升，新项目将在2021年陆续投产

随着下游需求逐渐好转，化工品景气度逐渐回升，公司主要产品价格上涨。以年度价格来看，其中DMF(+51.6%)、醋酸(+58.0%)、甲醇(+3.8%)、尿素(-6.7%)。2020Q3公司因装置检修拖累业绩，净利润同比环比均下滑，随着公司主营产品价格逐渐回升，2020Q4及2021年业绩有望向上修复。

公司新项目有序推进，目前10万吨草酸改造项目于2020年4月试车，10万吨DMF项目即将投产，酰胺及尼龙和精己二酸项目工程进度分别为35%和65%，将于2021年逐步投产。前三季度在建工程达到18.72亿，同比增长249.90%。

评级

买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥40.83

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.24  
2Q/2020 0.29  
1Q/2020 0.26  
4Q/2019 0.33



公司简介

华鲁恒升是多业联产的现代化工企业，主营化工产品、化学肥料的生产、销售、发电及供热业务。

相关报告

- 《第二基地落地，再造一个华鲁》 2020.11.02
- 《工程进度有序推进，华鲁未来将持续成长》 2020.10.29
- 《成功抵御低油价负面冲击，看醋酸和DMF的潜在机会》 2020.04.30
- 《年报点评及一季度业绩前瞻：原油下跌对公司煤头产品有一定挑战》 2020.03.26
- 《2020年增长可能来自于哪里？四季度业绩前瞻及2020年展望》 2020.01.17

报告撰写人：陈煜

联系人：陈煜，王强峰

新项目建设有助于公司实现产业链横向和纵向延伸，逐步打开成长空间。

#### □ 盈利预测及估值

公司业绩受内生驱动，暂不考虑荆州基地的利润贡献，预计 2020-2022 年净利润为 18.9/29.1/35.1 亿元，同比增-23%/54%/21%，EPS 为 1.16/1.79/2.16，当前股价对应 PE 分别为 35 倍、23 倍、19 倍，维持买入评级。

□ **核心风险：项目建设进度缓慢；原材料价格大幅波动；产品价格不及预期。**

#### 财务摘要

| (百万元)   | 2019    | 2020E   | 2021E  | 2022E  |
|---------|---------|---------|--------|--------|
| 主营收入    | 14190   | 13637   | 16010  | 18347  |
| (+/-)   | -1.16%  | -3.90%  | 17.40% | 14.60% |
| 净利润     | 2453    | 1888    | 2912   | 3514   |
| (+/-)   | -18.76% | -23.03% | 54.24% | 20.65% |
| 每股收益(元) | 1.51    | 1.16    | 1.79   | 2.16   |
| P/E     | 27.08   | 35.18   | 22.81  | 18.90  |



## 股票投资评级说明

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

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

## 行业的投资评级：

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

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

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

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

## 法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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

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

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

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>