

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

华鲁恒升（600426）

买入

农用化工

重大事件快评

（维持评级）

2021年01月15日

荆州基地进展顺利，油价上行迎来业绩改善

证券分析师： 龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师： 杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

事项：

近日，公司公布了荆州基地两大项目的具体投资计划，包括园区气体动力平台项目和合成气综合利用项目。

国信化工观点：

1) **荆州基地进展顺利，打开公司成长空间。**公司本次正式公开荆州基地项目的具体投资计划，显示了该项目在公司内部推进的过程顺利。根据规划，荆州基地规划的项目完成后，每年将主要新增 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、30 万吨有机胺等产品的销售，预计实现营收 60 亿元，有望实现利润 13 亿以上（园区动力平台+合成气综合利用）。

2) **近期油价中枢不断上行，公司产品盈利能力整体回升。**近期随着全球经济的逐渐复苏，美国 EIA 原油库存持续下降，以及沙特的主动减产，油价中枢不断上行，国际 WTI 原油价格已经连续超过 50 美元/桶，达到去年全球疫情爆发之前的水平。在原油价格中枢向上的趋势当中，公司各项产品的盈利状况大幅好转。

3) **公司核心优势不变，看好公司长期成长。**公司连续多年保持优秀的盈利能力，凭借其杰出的成本管控能力，顺利穿越多个行业景气周期，产品结构也成功从传统化肥产品转型为具有特色的化工品，未来进一步向精细化发展，加大的化工新材料领域的投入。随着华鲁新材料产业园和荆州基地的先后建成，我们看好公司在未来几年的持续成长。

4) **投资建议：**近期国际油价上涨趋势良好，油价中枢有望恢复到 50 美元/桶上下，达到去年疫情之前的水平。公司产品价格受行业景气度以及国际原油价格的双重影响，目前各项产品都处于盈利改善的状态，我们预计公司 2020-2023 年实现归母净利润 22.4/27.8/31.2 亿元，同比增长-8.6/24.0/12.2%，当前股价对应 PE 为 30/24/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅波动；国内需求增长不及预期；新项目投产进度低于预期。

评论：

■ 荆州基地进展顺利，打开公司成长空间

公司荆州基地进展顺利，2020 年 10 月 31 日与荆州市、江陵县签署协议后，11 月 19 日就注册成立了荆州公司，本次正式公布两大项目的投资计划，表明荆州基地在公司内部推进的过程顺利。

公司本次公布了荆州基地两大项目的具体投资计划，包括园区气体动力平台项目和合成气综合利用项目。

项目一、园区气体动力平台项目预计投资 59.24 亿元，主要是建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

该项目以煤为原料，采用具有自主知识产权的国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设 4 台煤气化炉及配套装置（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，满足装置大型化、可靠性要求。

按照规划，项目预计建设期 36 个月，在 2023 年末投产。达产后产品大部分是内部使用，按照外售价格进行测算，可以实现销售收入 52 亿元，年均净利 7 亿元。

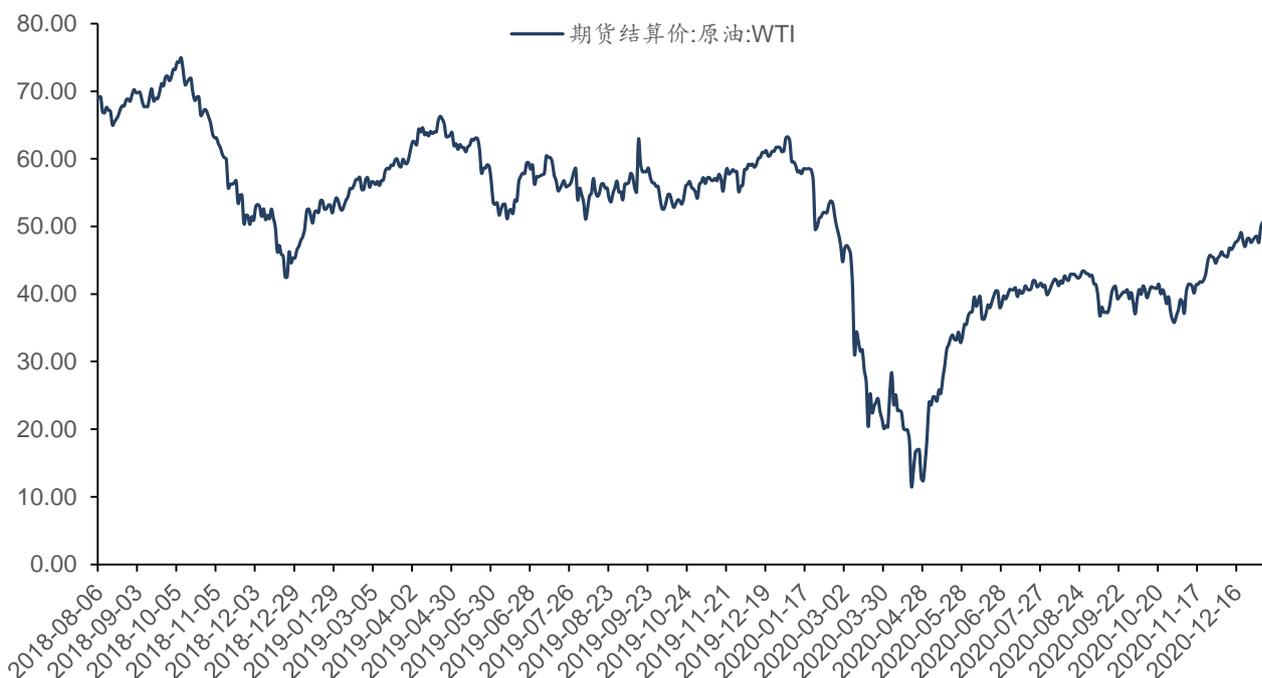
项目二、合成气综合利用项目预计投资 56.04 亿元，以项目一产生的合成气为原材料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设 100 万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设 100 万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产 DMF 技术，建设 15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 生产装置；氨冷冻、硫回收和公用工程设施相应配套。

按照规划，项目预计建设期 36 个月，在 2023 年末投产。达产后可以实现销售收入 60 亿元，年均净利 6.26 亿元。

■ 近期油价中枢不断上行，公司产品盈利能力整体回升

近期随着全球经济的逐渐复苏，美国 EIA 原油库存持续下降，以及沙特的主动减产，油价中枢不断上行，国际 WTI 原油价格已经连续超过 50 美元/桶，达到去年全球疫情爆发之前的水平。在原油价格中枢向上的趋势当中，公司各项产品的盈利状况大幅好转。

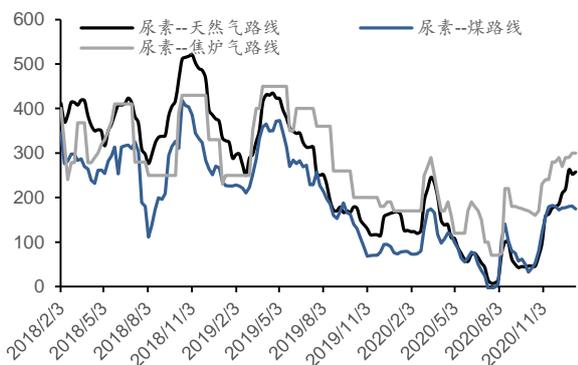
图 1：近期国际 WTI 原油价格中枢持续上行（单位：美元/桶）



资料来源:同花顺金融、国信证券经济研究所整理

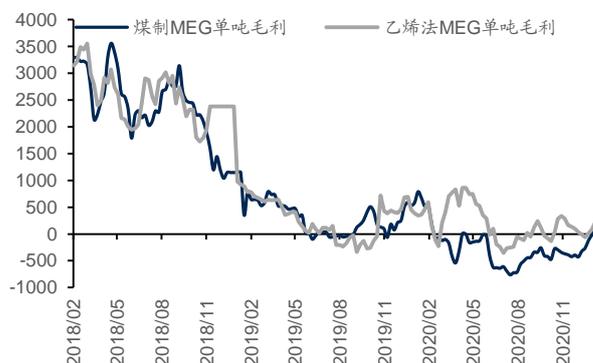
从行业数据来看，公司的几大主要产品尿素、乙二醇、醋酸、有机胺的行业平均毛利从 2020Q4 开始都明显大幅改善，公司作为行业内生产成本最低的企业，单吨产品的成本优势在 300 元以上。在下游需求复苏、油价上行的趋势当中，公司业绩预计将迎来大幅改善。

图 2: 尿素各主要路线的单吨毛利走势 (单位: 元/吨)



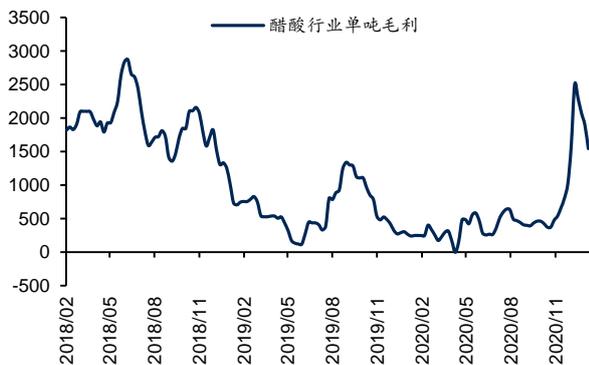
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 3: 乙二醇各主要路线的单吨毛利走势 (单位: 元/吨)



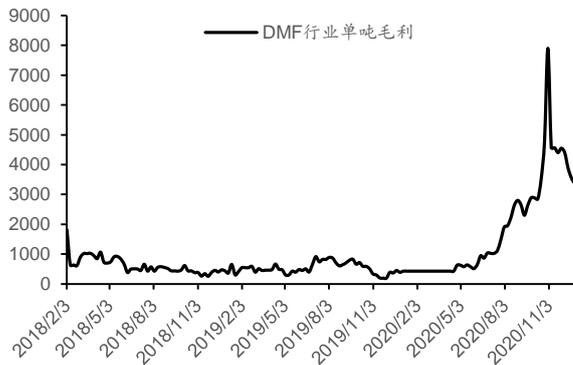
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 4: 醋酸的单吨毛利走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 5: DMF 的单吨毛利走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

■ 公司核心优势不变, 看好公司长期成长

公司连续多年保持优秀的盈利能力, 凭借其杰出的成本管控能力, 顺利穿越多个行业景气周期, 产品结构也成功从传统化肥产品转型为具有特色的化工品, 未来进一步向精细化发展, 加大的化工新材料领域的投入。随着华鲁新材料产业园和荆州基地的先后建成, 我们看好公司在未来几年的持续成长。

公司所在园区于 2018 年 9 月通过山东省认证, 其年产 150 万吨绿色化工新材料组合项目 (包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺基尼龙等) 入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目。本次公司公告的精己二酸、酰胺及尼龙新材料项目就是该组合项目中的一部分, 计划分别投资 15.72 亿元和 49.8 亿元, 建成后预计将分别实现营收 19.86 亿元和 56.13 亿元, 净利润 2.96 亿元和 4.46 亿元, 当前公司在建项目包括 16.6 万吨/年精己二酸品质提升、30 万吨/年酰胺及尼龙新材料、10 万吨/年 DMF 技术改造项目, 新项目将进一步延伸公司未来的成长空间。

己二酸是工业上具有重要意义的二元羧酸, 是一种高附加值的精细化工产品。国内己二酸作为聚氨酯原料用量占 70%, 其余则作为尼龙 66 和增塑剂等原料。由于下游聚氨酯行业应用领域的扩展, 对己二酸的需求日益高端, 公司在原有己二酸的工艺上, 新建 16.66 万吨新产能, 同时进一步提高己二酸的产品质量, 满足下游客户的需求。

己内酰胺 (CPL) 是生产尼龙 6 (纤维、膜、工程塑料) 的重要单体, 具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。国内己内酰胺主要用于尼龙 6 纤维、工程塑料和薄膜、尼龙工业丝, 其中民用尼龙 6 纤维约占己内酰胺总消费量的 54% 左右, 尼龙工程塑料和薄膜对己内酰胺消费约占 24% 左右。公司利用原有的气化平台, 以羰基化路

线和变换制氢气为方向，结合公司现有的原料甲醇和氨以及蒸汽、电力等能源优势，将发展环己酮-己内酰胺-尼龙6（聚酰胺）切片产业链，打造一体化新材料产业基地。项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫酸 48 万吨等。

■ **投资建议：油价中枢上行，看好公司近期业绩大幅改善**

近期国际油价上涨趋势良好，油价中枢有望恢复到 50 美元/桶上下，达到去年疫情之前的水平。公司产品价格受行业景气度以及国际原油价格的双重影响，目前各项产品都处于盈利改善的状态，我们预计公司 2020-2023 年实现归母净利润 22.4/27.8/31.2 亿元，同比增长-8.6/24.0/12.2%，当前股价对应 PE 为 30/24/21 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

国际油价大幅波动；国内需求增长不及预期；新项目投产进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	715	2197	5523	9326
应收款项	34	33	35	38
存货净额	332	321	341	363
其他流动资产	1116	1064	1144	1217
流动资产合计	3491	4909	8337	12238
固定资产	12467	11714	10938	9735
无形资产及其他	1070	1227	1185	1142
投资性房地产	1159	1159	1159	1159
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	18187	19010	21619	24275
短期借款及交易性金融负债	914	0	0	0
应付款项	824	799	847	902
其他流动负债	696	688	1301	1716
流动负债合计	2434	1486	2148	2618
长期借款及应付债券	1504	1704	1704	1704
其他长期负债	18	18	18	18
长期负债合计	1522	1722	1722	1722
负债合计	3956	3209	3870	4341
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	14231	15801	17749	19934
负债和股东权益总计	18187	19010	21619	24275

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.51	1.38	1.71	1.92
每股红利	0.31	0.41	0.51	0.58
每股净资产	8.75	9.71	10.91	12.25
ROIC	18%	16%	21%	26%
ROE	17%	14%	16%	16%
毛利率	28%	27%	28%	28%
EBIT Margin	23%	21%	23%	24%
EBITDA Margin	33%	30%	32%	33%
收入增长	-1%	-5%	8%	6%
净利润增长率	-19%	-9%	24%	12%
资产负债率	22%	17%	18%	18%
息率	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%
P/E	27.1	29.6	23.9	21.3
P/B	4.7	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	15.2	17.2	15.1	14.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	13519	14545	15474
营业成本	10239	9917	10490	11124
营业税金及附加	93	95	102	108
销售费用	372	406	364	309
管理费用	156	313	261	213
财务费用	154	60	56	47
投资收益	42	(40)	0	0
资产减值及公允价值变动	17	(20)	0	0
其他收入	(335)	(30)	0	0
营业利润	2899	2639	3273	3673
营业外净收支	(2)	0	0	0
利润总额	2896	2639	3273	3673
所得税费用	443	396	491	551
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2453	2243	2782	3122

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2453	2243	2782	3122
资产减值准备	(72)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	1286	1268	1319	1346
公允价值变动损失	(17)	20	0	0
财务费用	154	60	56	47
营运资本变动	(71)	39	559	372
其它	72	0	0	0
经营活动现金流	3651	3570	4660	4840
资本开支	(495)	(700)	(500)	(100)
其它投资现金流	(1293)	0	0	0
投资活动现金流	(1789)	(700)	(500)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1090)	200	0	0
支付股利、利息	(506)	(673)	(835)	(937)
其它融资现金流	762	(914)	0	0
融资活动现金流	(2431)	(1387)	(835)	(937)
现金净变动	(569)	1483	3325	3804
货币资金的期初余额	1283	715	2197	5523
货币资金的期末余额	715	2197	5523	9326
企业自由现金流	3540	2977	4207	4780
权益自由现金流	3211	2212	4160	4740

相关研究报告

- 《华鲁恒升-600426-2020年半年报业绩点评：成本优势不变，静待需求回暖》——2020-08-12
- 《华鲁恒升-600426-2019年财报解析：低油价压制盈利空间，核心能力助公司渡过景气低点》——2020-04-03
- 《华鲁恒升-600426-2019年三季度报点评：行业景气继续下行，公司Q3业绩基本符合预期》——2019-10-30
- 《华鲁恒升-600426-2019年半年报点评：业绩逆势环比改善，公司核心优势助力渡过行业低迷期》——2019-08-15
- 《华鲁恒升-600426-2019年1季报点评：化肥和乙二醇板块支撑业绩，一季度盈利能力明显改善》——2019-04-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行
为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032