

推荐（维持）

内生增长典范，量价齐升高景气周期来临

风险评级：中风险

华鲁恒升（600426）深度报告

2021年2月23日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

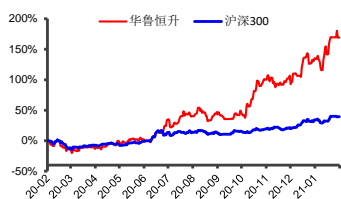
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

### 主要数据

2021年2月22日

收盘价(元)	48.75
总市值(亿元)	793.00
总股本(亿股)	1,626.66
流通股本(亿股)	1,622.44
ROE(TTM)	12.24%
12月最高价(元)	50.63
12月最低价(元)	14.24

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

■ **公司简介：**优质煤化工白马龙头，内生增长的典范。目前公司形成了尿素180万吨/年、复合肥60万吨/年、DMF25万吨/年、醋酸80万吨/年、己二酸16万吨/年、乙二醇55万吨/年、硝酸45万吨/年、多元醇20万吨/年、三聚氰胺10万吨/年、醋酐5万吨/年的产能，已经成功发展为国内具有竞争力的大型煤化工企业。上市以来，2002-2019年，17年公司收入增长了30.5倍，复合增长率22.5%；净利润增长了52.4倍，复合增长率26.4%。2020年前三季度，公司实现营业收入90.43亿元，同比下降14.77%；实现归属于上市公司股东的净利润12.91亿元，同比下降32.52%。

■ **公司盈利能力明显好于同类上市公司。**2015-2019年，公司净资产收益率分别为12.98%、11.27%、14.02%、28.33%、18.65%，近五年净资产收益率均值为17.05%；2015-2019年，公司综合毛利率分别为20.41%、20.23%、19.61%、30.48%、27.84%，近五年综合毛利率均值为23.72%，均好于同类上市公司，并且波动相对较小。

■ **原因分析。**1、技术优势成就公司成本优势，公司先进洁净煤气技术能使用价格较低的烟煤（褐煤）作为主要生产原料，从源头奠定公司低成本基础；另外，持续技改拓宽公司成本优势的护城河。2、“一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化。3、公司费用控制能力，公司期间费用率和管理费用率只有同行业可比公司一半左右，在传统化工产品同质化严重、产能过剩现状下，公司能维持超额利润的一个关键所在。

■ **新项目陆续在2021年投产，继续推动公司内生成长。**2021年2月，公司公告16.66万吨/年精己二酸品质提升项目开始投产；总投资49.8亿元的酰胺及尼龙新材料项目（30万吨/年）预计在今年第四季度投产。

■ **荆州基地建设将再造一个华鲁。**2021年1月15日，公司公告控股子公司投资建设：1）园区气体动力平台项目，预计总投资59.24亿元，建设期预计36个月；2）合成气综合利用项目，预计总投资56.04亿元，建设期预计36个月，形成100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF产能。

■ **投资建议。**公司依托洁净煤气化技术，专注于资源综合利用，打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式，可根据产品市场变化及时调整生产模式和产品结构，实现效益最大化。随着经济回暖，石油价格重心上移，公司主营业务产品价格不断上涨，公司量价齐升的高景气周期已经来临。预计公司2020年、2021年EPS分别1.21元、1.96元，目前股价对应PE分别为40倍、25倍，维持公司“推荐”投资评级。

■ **风险提示：**产品价格下跌，需求低于预期，新建项目低于预期。

## 目 录

1. 公司简介：优质煤化工白马龙头，内生增长的典范	4
2. 与同类上市公司财务数据对比：公司盈利能力明显好于同类上市公司	5
3. 公司盈利能力明显好于同类上市公司原因分析	7
3.1 技术优势成就公司成本优势	7
3.2 “一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化	9
3.3 公司费用控制能力	10
4. 产品价格：主营业务产品景气度持续回升，产品价格不断上涨	11
5. 新项目陆续在 2021 年投产，继续推动公司内生成长	13
6. 荆州基地建设将再造一个华鲁	14
7. 投资建议	16

## 插图目录

图 1：华鲁恒升股权结构	4
图 2：公司“一头多线”的产品结构	4
图 3：公司营业收入和净利润情况（亿元）	5
图 4：公司主营业务收入结构（2020H）	5
图 5：华鲁恒升与同行业上市公司 ROE 对比	6
图 6：华鲁恒升与同行业上市公司毛利率对比	6
图 7：华鲁恒升与同行业上市公司资产周转率对比	6
图 8：华鲁恒升与同行业上市公司存货周转率对比	6
图 9：华鲁恒升与同行业上市公司资产负债率对比	6
图 10：华鲁恒升经营现金流充沛（单位：亿元）	6
图 11：无烟煤和烟煤价格对比	8
图 12：公司与同行业上市公司尿素毛利率对比	8
图 13：公司与同行业可比公司期间费用率比较	10
图 14：公司与同行业可比公司管理费用率比较	10
图 15：公司人均薪酬与同类可比公司对比（万元）	11
图 16：公司与同行业可比公司人均创收比较（万元）	11
图 17：公司与同行业可比公司人均创利比较（万元）	11
图 18：华鲁恒升尿素（小颗粒）出厂价走势（元/吨）	11
图 19：华鲁恒升醋酸出厂价走势（元/吨）	12
图 20：国内 DMF 价格走势（元/吨）	12
图 21：华东地区乙二醇市场价（中间价）	13
图 22：己二酸市场价格	13
图 23：国际原油期货价格走势	13
图 24：己内酰胺价格走势	14
图 25：尼龙 6 价格走势	14

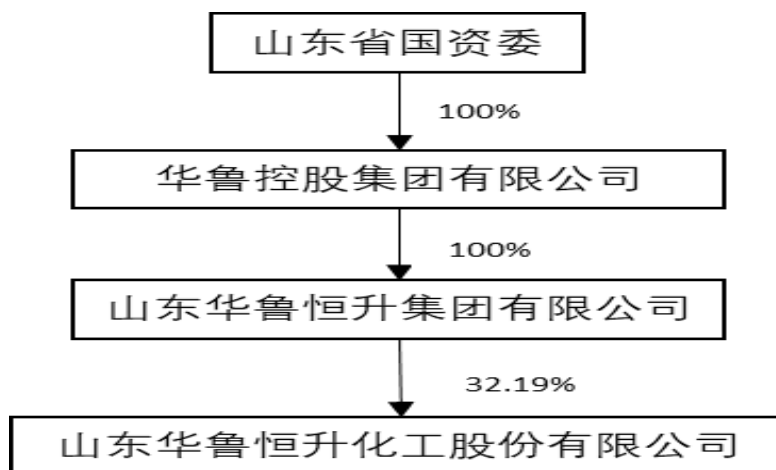
## 表格目录

表 1：德士古（Texaco）水煤浆气化炉与 UGI 煤气炉对比.....	7
表 2：煤头尿素成本对比 .....	8
表 3：15MPa 氨合成装置比 22MPa 氨合成装置综合效益更好.....	9
表 4：公司部分技改项目明细 .....	9
表 5：控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司股权情况.....	15
表 6：公司盈利预测简表 .....	17

## 1. 公司简介：优质煤化工白马龙头，内生增长的典范

华鲁恒升是以山东华鲁恒升集团有限公司作为主发起人，联合其他几家山东大型国有企业共同发起，2000年实现股份制改制，2002年6月上市。当时公司主营业务为尿素的生产和销售，经过不断扩大产品规模，延伸产业链条，依托洁净煤气化技术，专注于资源综合利用，打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式。主要业务包括生产和销售化肥及化工产品，主要产品包括尿素、醋酸及衍生品、DMF、己二酸及中间体、有机胺、乙二醇等。公司通过持续不断的节能环保技改，保持煤化工同行业领先的技术和成本优势。

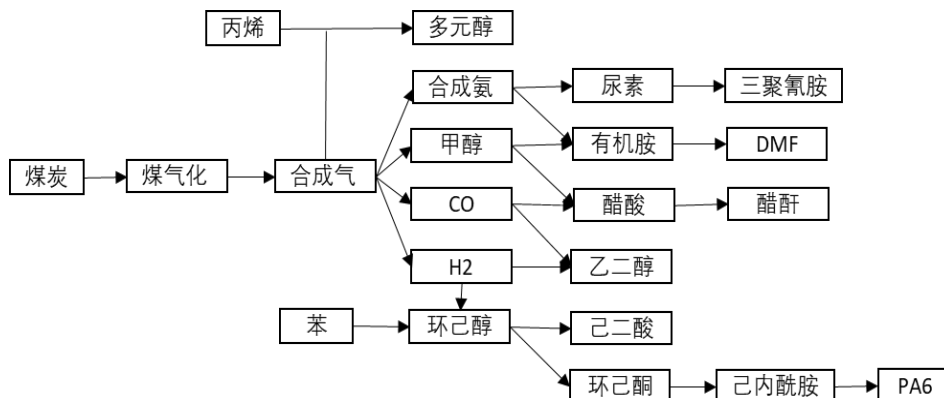
图1：华鲁恒升股权结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

目前公司形成了尿素180万吨/年、复合肥60万吨/年、DMF25万吨/年、醋酸80万吨/年、己二酸16万吨/年、乙二醇55万吨/年、硝酸45万吨/年、多元醇20万吨/年、三聚氰胺10万吨/年、醋酐5万吨/年的产能，已经成功发展为国内具有竞争力的大型煤化工企业。

图2：公司“一头多线”的产品结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

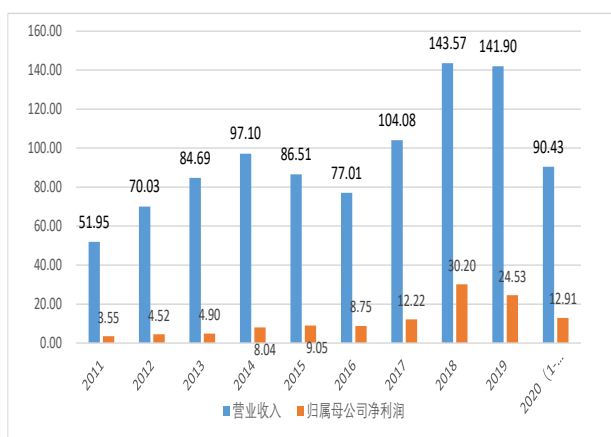
公司充分发挥多元联产优势，根据市场变化及时调整生产模式和产品结构，深入挖掘平台增效潜力，并持续开展增收节支活动，以实现效益最大化。上市以来，2002-2019年，17年公司收入增长了30.5倍，复合增长率22.5%；净利润增长了52.4倍，复合增长率

26.4%。

2020年前三季度，公司实现营业收入90.43亿元，同比下降14.77%；实现归属于上市公司股东的净利润12.91亿元，同比下降32.52%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为12.57亿元，同比下降33.10%；实现EPS为0.79元。公司经营活动产生的现金流净额21.67亿元，同比下降20.48%，降幅小于净利润降幅，金额远大于净利润，公司现金流非常健康。

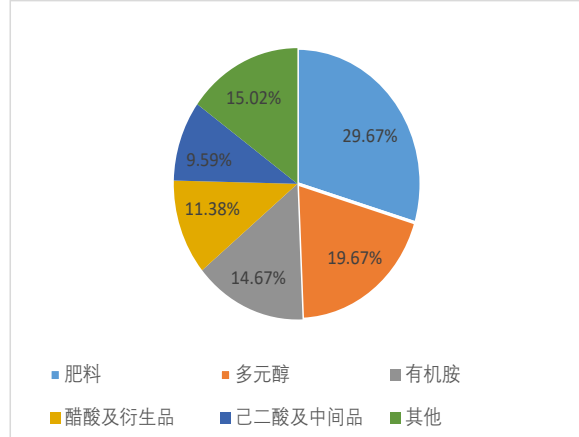
**价格同比下降是公司盈利下降的主要原因。**2020年前三季度，主营业务产品肥料、有机胺、乙二酸及中间体、醋酸及衍生品和多元醇生产量分别为209.84万吨、29.3万吨、23.17万吨、44.18万吨、47.93万吨，分别同比增长1.4%、8.0%、-7.8%、-5.6%、-2.7%；销售量分别为187.47万吨、29.63万吨、15.05万吨、42.67万吨、47.2万吨，分别同比增长0.3%、6.4%、-10.3%、-6.1%、-6.4%；销售均价（不含税）分别为1330元/吨、5174元/吨、5628元/吨、2262元/吨、3722元/吨，分别同比增长-9.7%、5.0%、-23.7%、-15.7%、-19.9%。价格下跌特别是己二酸、乙二醇等产品价格下跌是公司盈利下降的主要原因。尿素和有机胺价格下跌较小，公司加大了尿素和有机胺的生产，体现了公司柔性多联产产业链优势。

图3：公司营业收入和净利润情况（亿元）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图4：公司主营业务收入结构（2020H）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

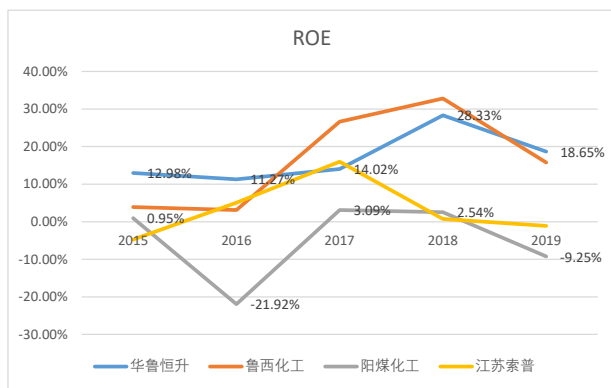
## 2.与同类上市公司财务数据对比：公司盈利能力明显好于同类上市公司

### 盈利能力对比分析：

**净资产收益率：**2015-2019年，公司净资产收益率分别为12.98%、11.27%、14.02%、28.33%、18.65%，公司近五年净资产收益率均值为17.05%，资产收益率都在10%以上，好于同类上市公司，并且波动较小。特别是在2015、2016年，这两年大多数化工产品价格低迷，产能过剩，很多企业微利或者陷入亏损，而华鲁恒升仍然能保持较好的盈利，能拥有超越行业平均水平的超额盈利。

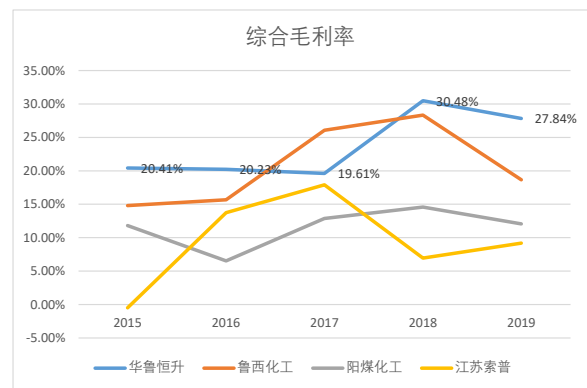
**综合毛利率：**2015-2019年，公司综合毛利率分别为20.41%、20.23%、19.61%、30.48%、27.84%，公司近五年综合毛利率均值为23.72%，好于同类上市公司，并且波动较小。体现了公司成本控制优势和“柔性多联产”产业链优势。

图5：华鲁恒升与同行业上市公司ROE对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图6：华鲁恒升与同行业上市公司毛利率对比



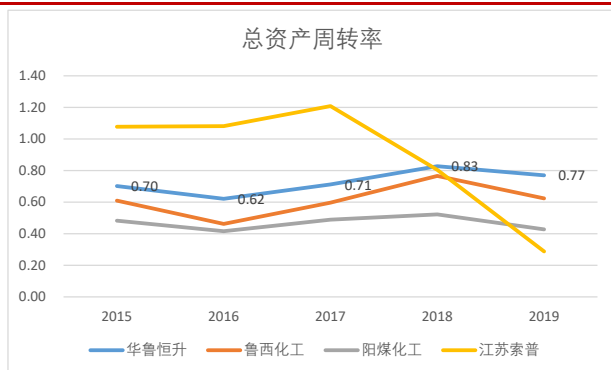
资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

### 营运能力对比分析：

**资产周转率：**2015-2019年，公司资产周转率分别为0.70、0.62、0.71、0.83、0.77，公司近五年资产周转率均值为0.73，好于同类上市公司，并且波动较小。体现了公司较强的营运能力。

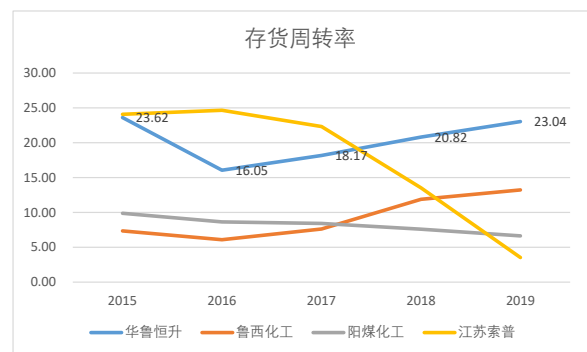
**存货周转率：**2015-2019年，公司存货周转率分别为23.62、16.05、18.17、20.82、23.04，公司近五年存货周转率均值为20.34次，好于同类上市公司。

图7：华鲁恒升与同行业上市公司资产周转率对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图8：华鲁恒升与同行业上市公司存货周转率对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

### 偿债能力对比分析：

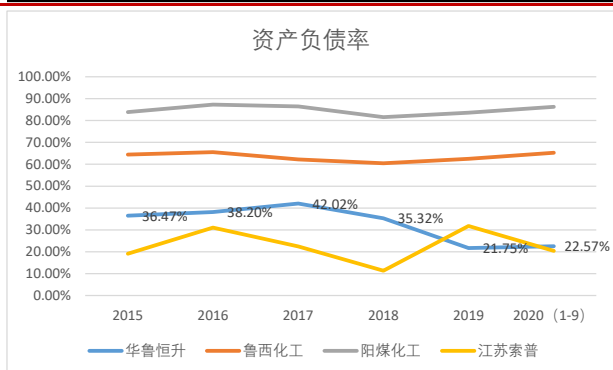
**资产负债率：**2015-2019年，公司资产负债率分别为36.47%、38.20%、42.02%、35.32%、21.75%，公司近五年资产负债率均值为34.75%，低于同类上市公司。公司资产负债率保持在非常健康的水平。

**公司经营现金流充沛：**2020年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额为21.67亿元，投资活动产生的现金流净额为-14.67亿元，融资活动产生的现金流净额为-6.17亿元。公司通过优秀的运营管理，经营活动产生的现金流基本上可以覆盖公司大部分新建工程的资金需求。

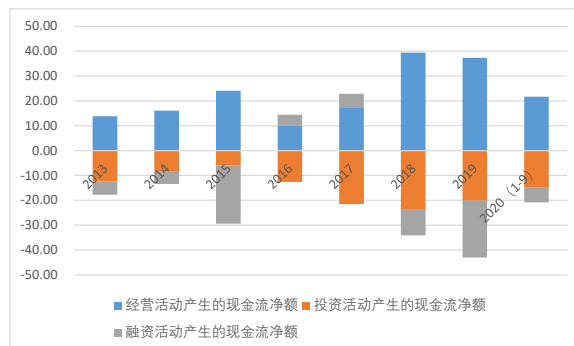
图9：华鲁恒升与同行业上市公司资产负债率对比

图10：华鲁恒升经营现金流充沛（单位：亿元）





资料来源：wind资讯，东莞证券研究所



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

### 3. 公司盈利能力明显好于同类上市公司原因分析

公司盈利能力连续多年明显好于同类上市公司，这个并不是偶然性，而是必然性，这是一个企业的内在因素所决定，这些内在因素成为华鲁恒升能从行业中脱颖而出的核心竞争力。

我们这里主要从下面几个方面去分析公司的内在因素：1、技术优势成就公司成本优势；2、“一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化；3、公司费用控制能力。

#### 3.1 技术优势成就公司成本优势

##### 技术优势从源头奠定公司低成本基础

华鲁恒升产业链一个关键点就是煤气化，煤气化合成合成气是其核心生产技术，同时是控制生产成本的主要步骤。煤气化技术是指把经过适当处理的煤送入反应器如气化炉内，在一定的温度和压力下，通过氧化剂（空气或氧气和蒸气）以一定的流动方式（移动床、流化床或携带床）转化成气体，得到粗制水煤气，通过后续脱硫脱碳等工艺可以得到精制一氧化碳气。

公司采用水煤浆气化技术替代传统的 UGI 固定床气化工艺造气技术，该技术运用多喷嘴（四喷嘴）水煤浆加压气化技术，属加压气流床工艺。该技术的气化炉将德士古炉单喷嘴改为对置式多喷嘴，强化了热质传递，碳转化率可达到 98% 以上，比煤耗可降低约 2.2%，比氧耗可降低 6.6%，同时调节负荷比单喷嘴气化炉灵活。

表 1：德士古（Texaco）水煤浆气化炉与 UGI 煤气炉对比

优势	UGI 煤气炉	GE（德士古）水煤浆气化炉
煤种适用性	无烟煤（25-80mm 的块煤）或焦炭	可采用次烟煤、烟煤、焦、石油焦等为原料，煤种适用性广，且不受灰熔点和煤块度大小限制
生产连续性	间歇式	连续进料，操作稳定性强。
气化压力	压力低，单炉最大产气量仅 12000Nm <sup>3</sup> /h	气化压力高，单炉产气量大，节省后续合成气压缩能耗。
合成气质量	CO+H <sub>2</sub> 仅 70%	有效组份（CO 和氢气）含量高
气化温度	1000~1250℃	运行温度 1100~1540℃，碳转化率 96%~98%，可回收生产高压蒸汽。

安全性能	湿法磨煤，避免干法磨煤安全隐患。
环保性能	碳转化率低，炉渣中含碳 22%以上，含 气 化 温 度 高 ， 焦 油 、 酚 等 污 染 物 少 。 氰废水和吹风气

资料来源：百川资讯，东莞证券研究所

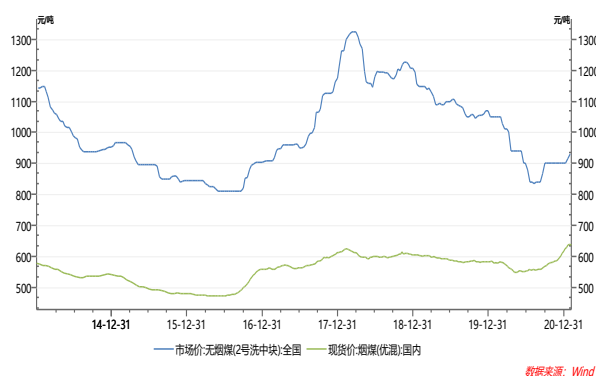
先进洁净煤气技术能使用价格较低的烟煤（褐煤）作为主要生产原料，而行业内大量使用传统的固定床工艺，生产中被迫使用价格较高的无烟块煤，国内烟煤价格低于无烟块煤价格300-500元/吨，这样华鲁恒升合成气的成本明显低于行业平均水平，公司以合成气生产产品尿素、甲醇等煤化工产品生产成本低于行业平均水平，体现为公司产品毛利率高于行业同类上市公司。

表2：煤头尿素成本对比

	无烟煤	烟煤
原料吨耗	0.84 吨	0.87 吨
煤价	1000 元/吨	600 元/吨
电耗	800-1100 度	350-400 度
电价	0.40-0.45 元/度	0.40-0.45 元/度
动力煤价	550 元/吨	550 元/吨
动力煤耗（动力蒸汽）	0.5-0.6 吨	0.5-0.6 吨
人工、折旧	100-150 元	100-150 元
总成本	1650 元/吨左右	1100 元/吨左右

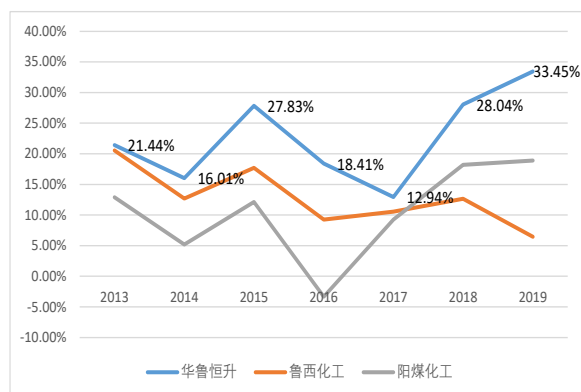
资料来源：百川资讯，东莞证券研究所

图11：无烟煤和烟煤价格对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图12：公司与同行业上市公司尿素毛利率对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

### 持续技改拓宽公司成本优势的护城河

公司非常注重降本增效，持续通过技术技改、优化生产工艺，提高生产效率，降低能耗等措施实现公司生产成本进一步降低，进一步提升公司的成本优势，巩固和增强企业竞争力。这使公司产品盈利能力一直保持行业领先，即使行业出现整体亏损的情况，公司仍然能保持可观的盈利，拥有超越行业平均盈利水平的超额利润。

### 案例：

2016年4月，公司公告投资建设肥料功能化项目，拟改造提升一套合成氨及尿素生产装置，提高装备和技术水平，优化产业平台。主要包括：采用15MPa氨合成技术建设



氨合成装置，替代一套传统的 22MPa 氨合成装置；采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺投资建设尿素装置，替代一套水溶液全循环法尿素装置；采用先进的熔融体高塔造粒投资建设一套 50 万吨/年尿基复合肥装置。

**表 3：15MPa 氨合成装置比 22MPa 氨合成装置综合效益更好**

项目	11.0 MPa	15.0 Mpa	22.0 MPa
吨氨副产过热蒸汽量 /t	0.91	0.96	0.93
吨氨压缩机轴电耗 /kWh	151.67	166.58	194.55
吨氨制冷压缩机轴电耗 /kWh	106.9	60.1	44

资料来源：《大氮肥》，东莞证券研究所

2016 年 4 月，公司发布《投资建设空分装置节能技术改造项目公告》，拟投资 5.06 亿元进行空分装置节能技术改造。公司原有 1#、2#空分装置分别为大型氮肥国产化技术改造项目和原料煤本地化与动力结构调整项目所配套，均为国产装置，生产规模较小，装备水平低，单位产出运行能耗较高，造成制氧成本较高。此外 2#空分装置空压机由于压缩机的喘震问题无法达到设计产能，影响下游配套系统生产。新建的空分装置为 10 万 Nm<sup>3</sup>/h 供氧能力的大型装置，采用先进节能型的生产工艺，项目完成后，将大大降低单位氧气产品的能耗和新鲜水用量。在建的空分节能技术改造项目完成后，年可节约标准煤 123720 吨。2017 年 12 月，公司公告空分装置节能技术改造项目投产。

2014 年 8 月 26 日，公司公告称拟投资建设传统产业升级及清洁生产综合利用项目；该项目计划投资额 28.31 亿元，新项目采用先进的水煤浆气化技术，建设年生产能力为 13.68 亿 Nm<sup>3</sup> 的羰基合成气（CO+H<sub>2</sub>）生产装置（约折合 100 万吨氨醇合成能力），替代采用传统 UGI 固定床气化技术的合成气生产装置，可进一步降低原料煤和公用工程消耗，有效减少环境污染。2017 年 10 月 9 日，公司公告传统产业升级及清洁生产综合利用项目试车成功。

**表 4：公司部分技改项目明细**

项目名称	开始时间	完工时间	预算金额（亿元）
氨合成能量系统优化项目	2009 年 2 月	2010 年 4 月	1.2
尿素产品多元化及节自筹能技术改造项目	2009 年 2 月	2010 年 4 月	1.9
醋酸装置节能新工艺改造项目	2010 年 12 月	2013 年 9 月	44.2
5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目	2010 年 2 月	2014 年 6 月	4.5
10 万吨/年醇酮装置节能改造项目	2012 年 3 月	2014 年 8 月	5.1
传统产业升级及清洁生产综合利用项目	2014 年 8 月	2017 年 10 月	28.3
煤基固废综合利用项目	2014 年 8 月	2017 年 10 月	28.3
空分装置节能技术改造项目	2016 年 4 月	2017 年 12 月	5.06
肥料功能化项目	2016 年 4 月	2018 年 5 月	8.00

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3.2 “一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化

所谓“一头多线”，就是以洁净煤气化技术为龙头，以合成气生产为平台，联产合成氨、甲醇和 CO 等中间产品，经进一步加工可生产尿素、碳一化工、羰基合成等终端产品，因为在生产中各种产品可以灵活调节，故称柔性多联产。按照这种生产模式，原料利用率很高，基本没有废弃物产生，所有从煤头出来的气体均用于生产产品，高原料利

用率也摊薄了各产品的成本。

公司在实际运行中可根据市场变化进行产品间、系统间、园区间的联产联动，那种产品价格高、能创造效益就多产那一种。比如：合成氨和甲醇可以调节，在尿素价格高时就多产液氨生产尿素，在醋酸价格高时就多产甲醇生产醋酸，2016年中尿素价格一度跌破1200元/吨时，生产尿素基本无利可图，公司可将尿素开工率将至最低，同时增加甲醇产量，降低甲醇外采数量，实现成本节约；2018年9月份开始尿素价格大幅上涨，公司加大了尿素生产。2018年第四季度公司肥料产量65.48万吨，同比大幅增长57.94%；销量52.25万吨，同比增长39.74%。2018年11月开始醋酸价格环比大幅下降，公司减少了醋酸的生产。2018年第四季度公司醋酸及衍生品产量15.18万吨，同比下降6.24%；销量14.59万吨，同比下降8.81%。二甲胺和三甲胺可以联产，而二甲胺又可直接生产DMF，这样也可以根据市场变化进行联动。这些与市场高度对接的联产使得公司原料综合利用率特别高，协同效应强，实现效益最大化，在一定程度上也能抚平行业周期波动的冲击。

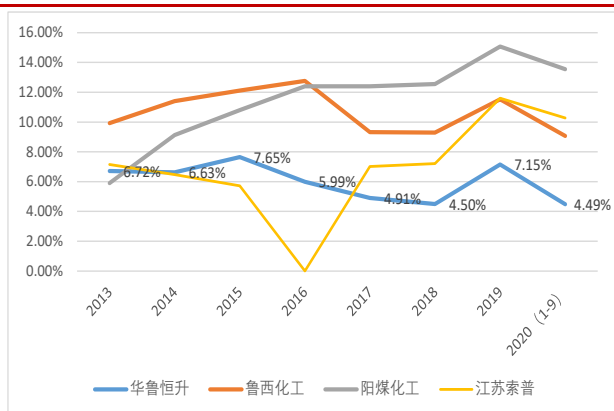
另外，公司不断延伸公司产业链，提环己醇继续延伸至己内酰胺-尼龙6产业链，提高产品附加值，使公司产业链和产品结构不断优化。高端新材料布局也使公司内生成长的天花板进一步拉高。

### 3.3 公司费用控制能力

公司费用率显著低于行业平均水平，2014-2019年近五年公司期间费用率均值为6.04%，其中管理费用率均值为2.24%，在整个制造企业中这个费用率是非常低的，体现出公司非常优秀的管理能力。2014-2019年，同行业可比公司鲁西化工、阳煤化工、江苏索普期间费用率均值分别为11.00%、12.64%、6.31%；管理费用率均值分别为4.24%、5.03%、4.97%。

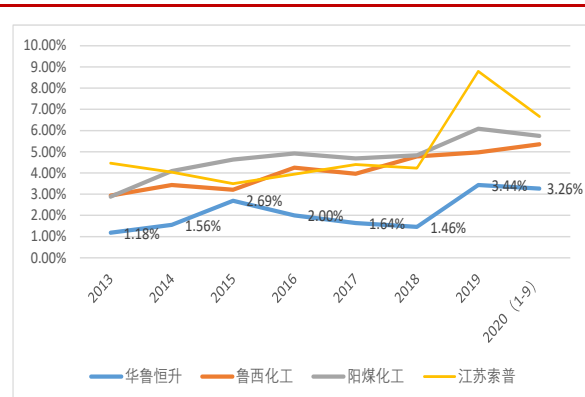
公司期间费用率和管理费用率只有同行业可比公司一半左右，在传统化工产品同质化严重、产能过剩现状下，公司能维持超额利润的一个关键所在。

图13：公司与同行业可比公司期间费用率比较



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

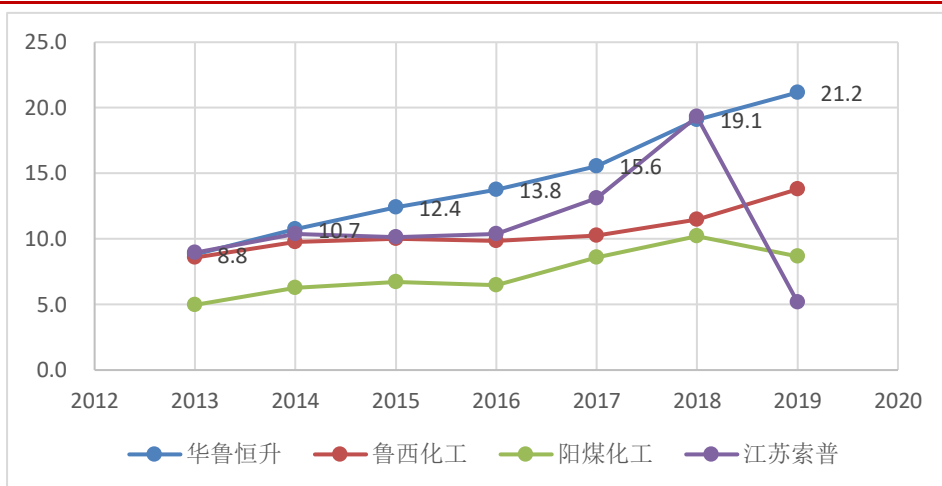
图14：公司与同行业可比公司管理费用率比较



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

**人均薪酬：**公司期间费用率和管理费用率低于行业平均水平，并不是公司员工薪酬低于行业平均水平，恰恰相反，公司员工薪酬显著好于同类可比公司。2014-2019年，近五年公司人均薪酬均值为16.4万元，而同类可比公司鲁西化工、阳煤化工、江苏索普人均薪酬均值为分别为11.1万元、8.1万元、11.6万元。

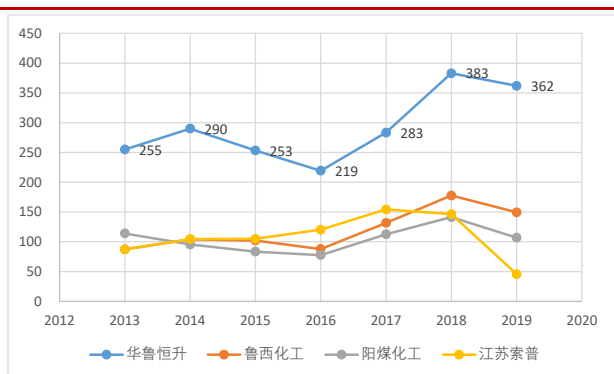
图15：公司人均薪酬与同类可比公司对比（万元）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

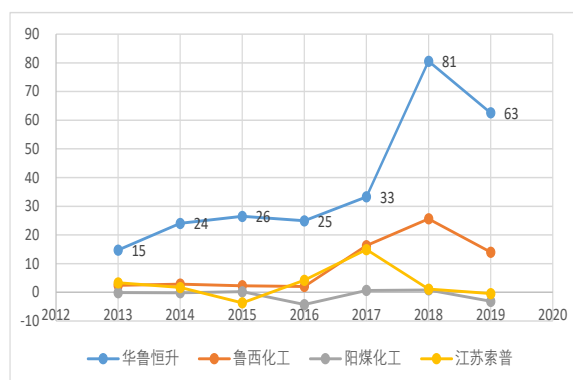
**人均创收和人均创利：**2014-2019年，近五年公司人均创收均值为300万元，同类可比公司鲁西化工、阳煤化工、江苏索普人均创收均值分别为130万元、104万元、114万元；近五年公司人均创利均值为46万元，同类可比公司鲁西化工、阳煤化工、江苏索普人均创利均值分别为12万元、-1万元、3万元。

图16：公司与同行业可比公司人均创收比较（万元）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图17：公司与同行业可比公司人均创利比较（万元）



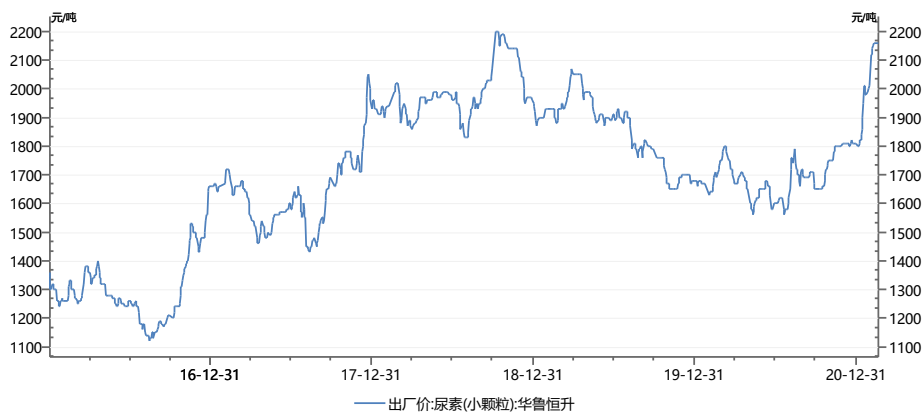
资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

#### 4. 产品价格：主营业务产品景气度持续回升，产品价格不断上涨

随着宏观经济复苏，公司产品下游需求逐渐好转，公司主营业务产品景气度持续回升。另外，石油价格重心不断上移，进一步推动了化工产品价格不断上涨。

**尿素：**华鲁恒升尿素（小颗粒）2021年2月18日出厂价为2160元/吨，较年初价格上涨20.0%；2017-2020年均价分别为1630元/吨、1984元/吨、1857元/吨、1695元/吨。

图18：华鲁恒升尿素（小颗粒）出厂价走势（元/吨）

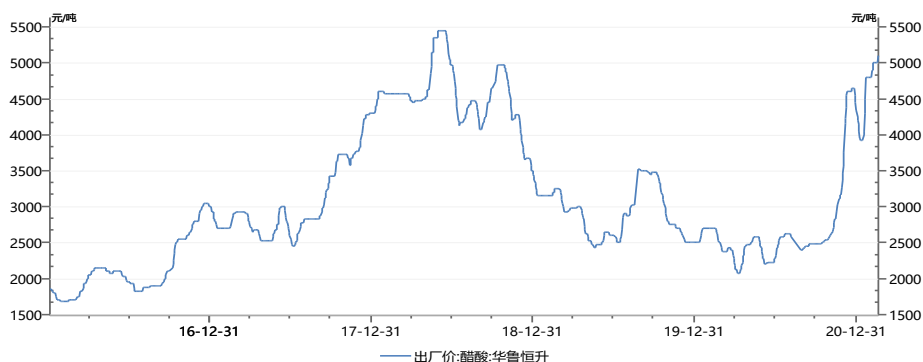


数据来源: Wind

资料来源: wind资讯, 东莞证券研究所

**醋酸:** 华鲁恒升醋酸2021年2月19日出厂价为5100元/吨, 较年初价格上涨17.2%。2017-2020年均价分别为3033元/吨、4541元/吨、2922元/吨、2669元/吨。

图19: 华鲁恒升醋酸出厂价走势 (元/吨)

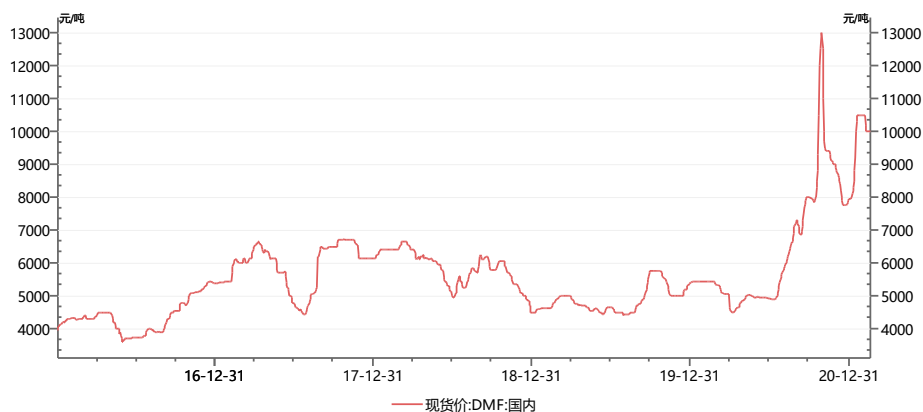


数据来源: Wind

资料来源: wind资讯, 东莞证券研究所

**DMF:** 国内DMF2021年2月19日价格为10000元/吨, 较年初价格上涨25.8%。2017-2020年均价分别为5904元/吨、5867元/吨、4854元/吨、6408元/吨。

图20: 国内DMF价格走势 (元/吨)



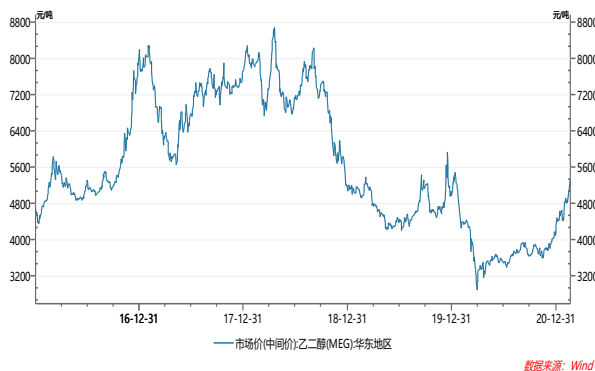
数据来源: Wind

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

**乙二醇：**目前华东地区乙二醇市场价（中间价）最新为5310元/吨，较年初价格上涨25.7%。2017-2020年均价分别为7103元/吨、7232元/吨、4744元/吨、3824元/吨。

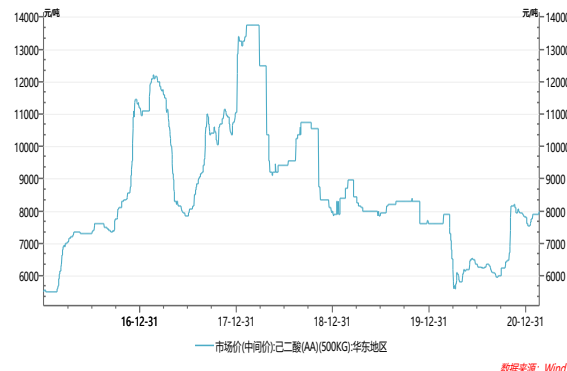
**己二酸：**华东地区己二酸（中间价）最新价格为8000元/吨，2017-2020年均价分别为10152元/吨、10746元/吨、8170元/吨、6822元/吨。

图21：华东地区乙二醇市场价（中间价）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

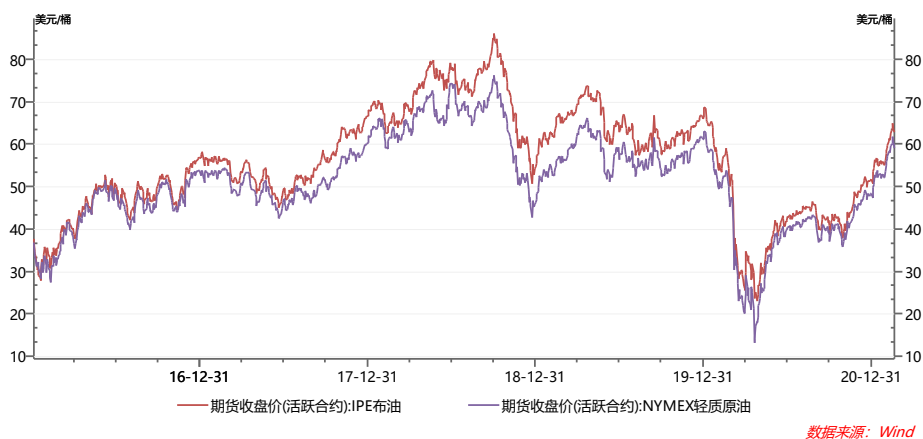
图22：己二酸市场价格



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

布伦特原油期货价和纽约原油期货价最新价格分别为62.84美元/桶、59.04美元/桶，较年初价格分别上涨了24.0%、24.7%。

图23：国际原油期货价格走势



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

煤化工产品价格与原油价格关联度非常大，并有一定的滞后性。随着原油价格重心不断上移，有望推动醋酸、乙二醇等煤化工产品价格上涨。

## 5. 新项目陆续在 2021 年投产，继续推动公司内生成长

**己二酸品质提升项目：**2019年3月，公司公告投资建设精己二酸品质提升项目，投资金额15.72亿元。精己二酸品质提升项目以苯为原料，采用先进成熟的生产技术，建设16.66万吨/年己二酸生产装置，并配套环己醇装置以及相应公用工程。2021年2月，

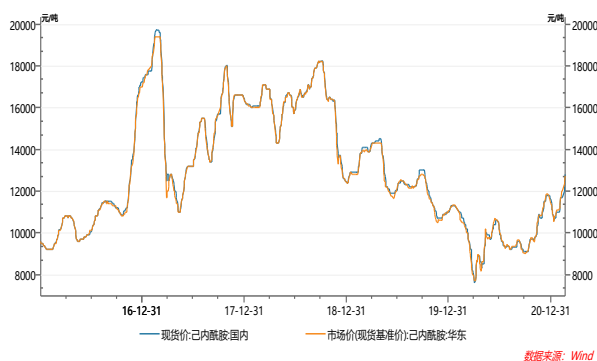
公司公告精己二酸品质提升项目生产装置近日打通全部流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。

国内己二酸作为聚氨酯原料用量占 70%，其余作为尼龙 66 和增塑剂等原料。随着我国经济的快速发展，聚氨酯大量应用和应用领域的扩展，我国对己二酸原料的需求量将与日俱增，同时，下游产品对己二酸产品质量的差异化需求逐步显现，对高端己二酸产品的需求也不断凸显。但目前国内具备替代进口高端己二酸的生产商还未形成规模，且产品质量较国外高端己二酸产品还存在一定差距。提高己二酸的产品质量，必将成为下阶段各生产厂商争夺市场的关键手段。

**己内酰胺及尼龙新材料项目：**2019 年 3 月，公司公告投资建设己内酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年），投资金额 49.8 亿元。项目以苯和氢气为原料，采用先进的工艺技术，主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置，配套建设双氧水、甲酸、硫酸装置。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。建设期为 30 个月，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、硫铵 48 万吨等。预计年均实现营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元。

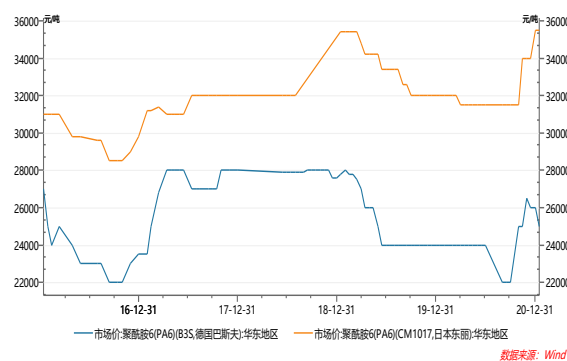
己内酰胺（CPL）是生产尼龙 6（纤维、膜、工程塑料）的重要单体，具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。在国外，己内酰胺的主要消费领域为纤维（民用丝、工业丝、地毯丝）、工程塑料和食品包装膜，并广泛应用于汽车、船舶、医疗制品、日用品、电子和电子元件等领域。2018 年全球己内酰胺消费量继续保持快速增长，全球总消费量预计约为 600 万吨左右，而且其增长主要来自中国。目前，我国己内酰胺总体消费有三大领域：尼龙 6 纤维、工程塑料和薄膜、尼龙工业丝，其中民用尼龙 6 纤维约占己内酰胺总消费量的 54%左右，最近几年，国内尼龙工程塑料和薄膜发展较快，对己内酰胺消费约占 24%左右。

图24：己内酰胺价格走势



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图25：尼龙6价格走势



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

## 6.荆州基地建设将再造一个华鲁

2021 年 1 月 15 日，公司公告控股子公司投资建设园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目。华鲁恒升（荆州）有限公司为公司控股子公司，公司持股占比 70%，关联方华鲁集团有限公司和华鲁投资发展有限公司持股占比分别为 20%、10%。



表 5：控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司股权情况

序号	股东名称	出资额（万元）	持股比例
1	山东华鲁恒升化工股份有限公司	210,000	70%
2	华鲁集团有限公司	60,000	20%
3	华鲁投资发展有限公司	30,000	10%
	合计	300,000	100%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 项目 1：园区气体动力平台项目

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。

本项目预计总投资 59.24 亿元，项目建设资金由荆州公司自有资金和银行贷款解决；建设期预计 36 个月。

该项目为华鲁恒升荆州现代煤化工基地首批项目，主要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。按照合成气 0.88 元/Nm<sup>3</sup>、蒸汽 140 元/吨价格计，如全部外售年可形成销售收入 52 亿元、年均利润总额 7 亿元。按照华鲁恒升荆州现代煤化工基地产品规划，该项目合成气和大部分蒸汽用于基地后续项目，经济效益将在最终产品中体现。

#### 项目 2：合成气综合利用项目

该项目以合成气为原料，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。

本项目预计总投资 56.04 亿元；项目建设资金由荆州公司自有资金和银行贷款解决；建设期预计 36 个月。

该项目建成投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。

#### 当地政府对荆州基地项目的支持：

1) 项目用地。荆州基地项目一期将获得 2300 亩工业用地支持，并且二期项目和后续发展预留用地不少于 2500 亩。

2) 危化仓储和码头。负责协调江陵石化码头业主，为公司危化品的输送装卸提供服务，相关收费按长江沿线同类型码头泊位最低费用标准长期包干执行。

3) 铁路专用线。批准公司在园区按照规划建设铁路专用线，签订铁路公共平台接轨协议，接轨平台过轨费按年度一揽子包干。

4) 配合公司争取优惠电价政策和“大用户直购电”等用电优惠政策，降低公司用电成本。

5) 项目给排水。保证公司项目用水总量和达标废水排放总量满足公司建设、生产、运营的需要。责协调园区污水处理厂，同意公司按照污染物实际排放总量和实际排放指标定价，并按照成本费用标准，以总费用包干的方式与其签订长期合作协议。

6) 项目动力岛。同意公司建设本项目所需动力锅炉设施。

7) 将公司投资项目申报为湖北省重点项目，纳入国家和湖北省相关“十四五”发展规划，全力支持公司发展。

随着企业规模的不断壮大，公司发展受到煤炭、能耗指标的制约，土地、水、电、汽等资源要素配置不足，园区环境承载和运输瓶颈问题愈加突出。此次，荆州基地当地政府在项目用煤、项目能耗、尿素产能、环境容量、用地、用电、用水等各方面进行大力支持和保障。项目贴近市场，有利于公司形成良好的区域布局。荆州基地有望再造一个华鲁，对于公司中长期继续保持内生增长有重要意义。

## 7.投资建议

公司依托洁净煤气化技术，专注于资源综合利用，打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式，可根据产品市场变化及时调整生产模式和产品结构，实现效益最大化。短期己二酸品质提升项目和己内酰胺及尼龙新材料项目继续推动公司内生增长，未来荆州基地建设有望再造一个华鲁。随着经济回暖，石油价格重心上移，公司主营业务产品价格不断上涨，公司量价齐升的高景气周期已经来临。预计公司2020年、2021年EPS分别1.21元、1.96元，目前股价对应PE分别为40倍、25倍，维持公司“推荐”投资评级。

**风险提示：**产品价格下跌，需求低于预期，新建项目低于预期。

表 6：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E
营业总收入	14,357	14,190	12,842	17,270
营业总成本	10,802	11,347	10,586	13,562
营业成本	9980	10239	9914	12607
营业税金及附加	98	93	87	117
销售费用	261	372	71	147
管理费用	141	156	141	173
研发费用	68	332	257	345
财务费用	177	154	116	173
其他经营收益	14	56	40	40
公允价值变动净收益	0	13	0	0
投资净收益	12	42	40	40
其他收益	2	5	0	0
营业利润	3569	2899	2296	3748
加 营业外收入	1	1	10	0
减 营业外支出	4	3	0	0
利润总额	3565	2896	2306	3748
减 所得税	546	443	346	562
净利润	3020	2453	1960	3186
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	3020	2453	1960	3186
基本每股收益(元)	1.86	1.51	1.21	1.96

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn