

百亿项目方案出台，明确第二基地成长空间

——华鲁恒升（600426.SH）投资项目公告点评

要点

事件：1月15日晚，公司发布公告确定通过新设立的控股子公司于湖北江陵经济开发区投资建设园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目，项目投资金额分别为59.24亿元和56.04亿元。该项目尚需股东大会审议。

点评：

荆州项目进展顺利，具体项目方案出台。公司设立控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司并以此为投资主体进行项目投资，控股子公司持股70%，关联方华鲁集团有限公司和华鲁投资发展有限公司分别持股20%和10%。园区气体动力平台项目采用自主多喷嘴水煤浆气化技术，将建设4台煤气化炉及配套装置，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，共计投资59.24亿元。合成气综合利用项目将建设100万吨/年尿素生产装置、100万吨/年醋酸生产装置、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置，共计投资56.04亿元。两项投资项目的建设期均为3年，项目建成后预计年均分别实现营业收入52亿元和59.68亿元，预计年均分别实现利润7亿元和6.26亿元。

政府支持叠加地理优势，成长空间完全打开。公司当前主基地位于山东德州，在当前情境下煤指标、环境和运输承载能力已达较大限度，后期精己二酸和酰胺、尼龙新材料项目的投产将使得主基地土地可用空间所剩无几。本次项目建设受到江陵县和荆州市政府的高度支持，当地政府将负责争取或者协调公司解决项目用煤、能耗、尿素产能指标以及环境容量等问题，有助减少公司首次异地建设的障碍。此外，项目一期将获得2300亩工业用地支持，未来项目二期和后续发展也将获得不少于2500亩的预留用地，公司投资项目还将申报为湖北省重点项目纳入国家和省级规划。指标问题的解决和工业用地的保障完美地解决了公司原址所遇到的相关问题，当地政府的支持也为公司第二基地的项目建设保驾护航。同时，除政府大力支持这一积极因素外，公司第二基地选址荆州也具有极高的成本优势。虽然单吨煤炭铁运成本较西部地区略高，但考虑水资源、环保成本以及下游物流费用的节省，选址荆州的成本优势仍十分突出。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司2020-2022年的盈利预测，预计公司2020-2022年净利润为20.10、30.64、35.16亿元，折合EPS为1.24、1.88、2.16元/股，当前股价对应PE分别为33、22、19倍。第二基地建设项目方案明确，公司长期成长空间明确打开，仍维持“买入”评级。

风险提示：原油价格波动带来的产品价格下滑和库存损失风险，宏观经济下滑风险，项目建设带来的财务投资风险，项目投产不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,356.82	14,190.48	12,288.05	14,119.46	14,872.19
营业收入增长率	37.94%	-1.16%	-13.41%	14.90%	5.33%
净利润（百万元）	3,019.65	2,453.03	2,009.98	3,064.14	3,515.94
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-18.06%	52.45%	14.74%
EPS（元）	1.86	1.51	1.24	1.88	2.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.02%	17.24%	12.83%	16.66%	16.51%
P/E	22.1	27.2	33.2	21.8	19.0
P/B	5.5	4.7	4.3	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-15

买入（维持）

当前价：40.99元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsec.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	16.27
总市值(亿元)	666.77
一年最低/最高(元)	14.70/44.00
近3月换手率	83.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.38	43.25	67.12
绝对	14.75	56.99	98.11

资料来源：Wind

相关研报

第二基地确认，长期成长空间打开——华鲁恒升（600426.SH）签订投资协议公告点评（2020-11-02）

三季度EPS0.24元，关注长期成长性——华鲁恒升（600426.SH）2020年三季度报点评（2020-10-27）

Q2业绩环比回暖，成本优势助力稳健成长——华鲁恒升（600426.SH）2020年半年报点评（2020-08-14）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,357	14,190	12,288	14,119	14,872
营业成本	9,980	10,239	9,237	9,787	10,024
折旧和摊销	1,208	1,286	1,362	1,425	1,488
税金及附加	98	93	83	95	100
销售费用	261	372	273	313	330
管理费用	141	156	128	147	155
财务费用	177	154	27	(33)	(91)
研发费用	68	332	173	198	209
投资收益	12	42	0	0	0
营业利润	3,569	2,899	2,371	3,615	4,149
利润总额	3,565	2,896	2,373	3,618	4,151
所得税	546	443	363	554	636
净利润	3,020	2,453	2,010	3,064	3,516
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,020	2,453	2,010	3,064	3,516
EPS(按最新股本计, 元)	1.86	1.51	1.24	1.88	2.16

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,941	3,736	3,081	4,499	5,016
净利润	3,020	2,453	2,010	3,064	3,516
折旧摊销	1,208	1,286	1,362	1,425	1,488
净营运资金增加	1,327	(713)	186	85	(50)
其他	(1,614)	710	(478)	(75)	61
投资活动产生现金流	(2,356)	(2,014)	(2,012)	(2,020)	(1,020)
净资本支出	(1,287)	(1,856)	(2,020)	(2,020)	(1,020)
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	(1,068)	(158)	8	0	0
融资活动现金流	(1,055)	(2,291)	(597)	(308)	(525)
股本变化	6	0	0	0	0
债务净变化	(632)	(1,784)	0	0	0
无息负债变化	489	(849)	350	70	(68)
净现金流	530	(569)	472	2,171	3,471

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	30.5%	27.8%	24.8%	30.7%	32.6%
EBITDA 率	34.5%	30.3%	30.6%	35.5%	37.3%
EBIT 率	26.0%	21.2%	19.5%	25.4%	27.3%
税前净利润率	24.8%	20.4%	19.3%	25.6%	27.9%
归母净利润率	21.0%	17.3%	16.4%	21.7%	23.6%
ROA	16.2%	13.5%	10.1%	13.5%	13.7%
ROE (摊薄)	25.0%	17.2%	12.8%	16.7%	16.5%
经营性 ROIC	19.8%	16.3%	12.3%	17.7%	20.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	35%	22%	22%	19%	17%
流动比率	1.09	1.43	1.66	2.39	3.64
速动比率	0.95	1.30	1.51	2.24	3.49
归母权益/有息债务	2.87	5.89	6.48	7.61	8.81
有形资产/有息债务	4.25	7.05	7.79	8.95	10.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	18,657	18,187	19,977	22,770	25,603
货币资金	1,283	715	1,186	3,357	6,828
交易性金融资产	0	1,293	1,293	1,293	1,293
应收帐款	23	34	33	32	36
应收票据	1,079	0	566	571	429
其他应收款 (合计)	1	0	0	0	0
存货	557	332	425	442	413
其他流动资产	1,202	987	987	987	987
流动资产合计	4,317	3,491	4,631	6,829	10,130
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	12,976	11,924	11,454	11,154	10,589
在建工程	172	482	1,411	2,109	2,106
无形资产	696	1,070	1,069	1,067	1,065
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	378	1,091	1,091	1,091	1,091
非流动资产合计	14,340	14,697	15,347	15,942	15,473
总负债	6,589	3,956	4,306	4,376	4,308
短期借款	270	0	0	0	0
应付账款	1,568	824	1,221	1,206	1,122
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	303	357	334	346	381
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,978	2,434	2,783	2,854	2,786
长期借款	2,594	1,504	1,504	1,504	1,504
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	12	12	12	12
非流动负债合计	2,612	1,522	1,522	1,522	1,522
股东权益	12,068	14,231	15,672	18,394	21,294
股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
公积金	2,876	2,886	2,886	2,886	2,886
未分配利润	7,645	9,773	11,214	13,936	16,836
归属母公司权益	12,068	14,231	15,672	18,394	21,294
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.81%	2.62%	2.22%	2.22%	2.22%
管理费用率	0.98%	1.10%	1.04%	1.04%	1.04%
财务费用率	1.23%	1.09%	0.22%	-0.23%	-0.61%
研发费用率	0.47%	2.34%	1.41%	1.41%	1.41%
所得税率	15.31%	15.31%	15.31%	15.31%	15.31%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.35	0.21	0.38	0.40
每股经营现金流	2.42	2.30	1.89	2.77	3.08
每股净资产	7.42	8.75	9.63	11.31	13.09
每股销售收入	8.83	8.72	7.55	8.68	9.14

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	22	27	33	22	19
PB	5.5	4.7	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	14	16	18	13	11
股息率	0%	1%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳