

宣布投建荆州第二生产基地，煤化工龙头再添助翼

华鲁恒升(600426)

事件

公司宣布在湖北荆州投建生产基地：公司与湖北江陵县、荆州市政府签订协议，拟在当地建设现代煤化工基地，计划一期投资不少于 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品，二期及后续投资规模另行协商确定。

简评

荆州第二基地有望成为公司长期成长性的又一助力

我们判断本次规划的荆州第二生产基地项目有望成为公司未来长期成长性的又一助力，原因包括——

突破在山东的当地扩产限制：公司目前在山东的华鲁恒升产业园经营状况优异，但也受到一定扩张限制，首先是产业园规划面积有限，另外山东当地一直有煤炭指标问题，这使得公司在当地近年来的投资项目以技改扩建为主。而荆州当地目前计划花 10 年时间打造“荆州江陵绿色能源化工产业园区”，且园区建设已上升为省级战略，对公司这样的大型煤化工企业扩建项目更为友好。

荆州生产基地有望复制“华鲁模式”，维持公司当前的成本优势：华鲁恒升是行业内公认成本最低的煤化工龙头，其成本优势和持续性的高 ROE 水平主要来自：（1）不断挖潜技改的先进气流床煤气化技术；（2）高度自给的氨醇平台；（3）独立园区一体化布局；（4）高比例的自备热电。（5）偏向稳健的财务统筹和高新技术企业税收优惠；目前新生产基地除财务方面规划不得而知外，根据产能投资规划，公司意图在当地复制“华鲁模式”，建设一体化化工园区，并且通过一期项目将搭建氨醇平台（尿素、醋酸和有机胺均对应甲醇和生产氨作为原料）。因此新生产基地种，上述（1）-（4）点优势均有望在荆州新生产基地得到维持；同时，煤炭原料方面，伴随浩吉铁路开工，目前荆州地区已为煤炭资源丰富地区，荆州基地有望获得超越山东基地的煤炭原料成本优势。

新生产基地极大扩充生产规模，一期有望贡献 15 亿规模的业绩体量：新生产基地项目是历史上公司宣布的最大规模扩产计划，作为对比，公司精己二酸及尼龙一体化项目建设产能 130 万吨，预计投资额也仅为 66 亿元。公司近三年平均 ROIC 水平在 15% 左

维持
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2020 年 11 月 02 日

当前股价：26.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	1.8/0.72	15.81/14.28	62.55/52.42
12 月最高/最低价 (元)			27.95/14.5
总股本 (万股)			162,665.98
流通 A 股 (万股)			162,032.98
总市值 (亿元)			422.93
流通市值 (亿元)			421.29
近 3 月日均成交量 (万股)			1,402.75
主要股东			
山东华鲁恒升集团有限公司			32.19%

股价表现



相关研究报告

20.10.28	【中信建投化学制品】华鲁恒升(600426):短期检修影响业绩;成本护城河叠加成长属性继续加持
20.08.11	【中信建投化学制品】华鲁恒升(600426):Q2 去库存实现环比回升,上半年基本奠定业绩底

右，据此计算 100 亿投资有望带来年化 15 亿以上的业绩增量，超过公司当前盈利中枢的一般以上。

成本为王，跨越行业寒冬，Q4 起业绩有望逐节改善

华鲁恒升一直秉承于煤化工成本最低优势企业，而且每年都在技改和柔性联产方面持续投入，随着公司打通三大平台，在降低成本端的基础上富裕合成气再增加；叠加公司在运输、人员管理等方面的核心优势，毛利率同比行业平均高 10 个百分点以上，因此在化工景气熊市的情况下，业绩仍然维持稳健，随着新增产能的不断储备，未来业绩仍有望维持台阶式增长。

目前来看，虽整体煤化工产品价格仍处于历史较低区间，但十一节后实际上景气边际改善明显。据我们统计，除尿素目前是农需淡季外，Q4 以来甲醇、丁辛醇、乙二醇、DMF、己二酸等其他所有产品价格均已较 Q3 水平有明显提升，其中 DMF 受行业供需错配影响甚至已经上涨到历史高价。公司 Q4 起单季业绩有望因此再上一台阶。

150 万吨绿色新材料瞄准苯产业链，继续加码未来成长

山东当地，公司积极响应山东新旧动能转换，十三五发展瞄向 150 万吨绿色化工新材料项目-包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等，将进一步拓宽公司未来成长空间。2019 年 3 月，公司发布公告将投资建设“精己二酸品质提升项目”和“酰胺及尼龙新材料项目”，预计将合计新增己二酸 16.66 万吨、己内酰胺 30 万吨、甲酸 20 万吨、PA6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等，本次进军行业主要是苯产业链，一方面纯苯山东价格基本是全国价格洼地，而且原料市场大而易得；另一方面，公司在羰基合成和苯加氢工艺方面已经极为成熟，继续做大做强顺理成章。项目总投资额度 65.5 亿，预计建设周期 30 个月（己二酸项目为 24 个月），预计合计贡献利润总额 7.42 亿，继续加码未来成长。精己二酸、酰胺及尼龙新材料项目进度分别为 30%、9%，预计将分别于 2021 年 5 月份、11 月份投产，未来增量仍然可观。

我们维持公司 2020 年、2021、2022 年净利润预测分别为 20.25、26.95、35.49 亿元。对应 PE 为 23X、18X、13X，维持买入评级。

表 3：预测和比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	14,356.82	14,190.48	14,243.23	16,059.37	18,358.30
主营收入增长率	37.94%	-1.16%	0.37%	12.75%	14.32%
净利润（百万元）	3,019.65	2,453.03	2,024.74	2,695.08	3,549.22
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-17.46%	33.11%	31.69%
ROE	25.02%	17.24%	12.41%	14.18%	15.74%
EPS（元）	1.864	1.508	1.245	1.657	2.182
P/E	15.63	19.32	23.41	17.58	13.36
P/B	3.92	3.33	2.90	2.50	2.11

数据来源：Wind，中信建投

风险提示

下游需求改善不及预期；资本开支及产能投放不及预期

分析师介绍

郑勇：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 邓天泽：人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk