华鲁恒升：签订湖北荆州项目投资协议，有望再造一个华鲁

方正证券研究所证券研究报告

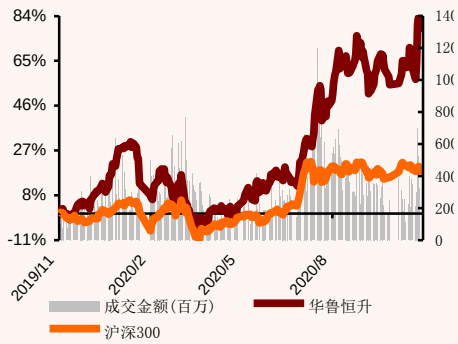
华鲁恒升(600426) 公司研究

化工行业 公司事件点评报告

2020.11.02/强烈推荐(维持)

首席化工分析师： 李永磊
执业证书编号： S1220517110004
E-mail liyonglei@foundersc.com
分析师： 于宏杰
执业证书编号： S1220520090001
E-mail yuhongjie@foundersc.com
联系人： 刘少卿

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《华鲁恒升：检修及原材料上涨影响 Q3 业绩， 静待周期反转》2020.10.28
《华鲁恒升：Q2 利润环比上升 新建项目将带来利润增量》2020.08.11
《现金流强劲，新一轮扩张启动》2020.03.27

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件描述：

11 月 2 日，华鲁恒升（600426）发布关于签订湖北荆州项目投资协议的公告。公司于 2020 年 10 月 31 日与湖北省江陵县人民政府、荆州市政府签订了投资建设现代煤化工基地协议，计划一期项目总投资不少于人民币 100 亿元，二期及后续投资规模另行协商确定。

事件点评：

有望复制德州模式 再造一个华鲁

本次项目计划建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。主要产品同德州基地一致，长期以来，德州园区以精细化管理效益显著，费用率显著低于同类煤化工企业。此次湖北项目有望复制德州精细化管理模式。根据公告，一期项目建成后，预计尿素年产量可达 100 万吨。目前华鲁共 220 万吨尿素，50 万吨醋酸，以及 32 万吨 DMF 产能。本项目一期用地约 2300 亩（1.53 平方公里），二期预保留后续用地 2500 亩，一二期用地约 3.2 平方公里，公司当前产能集中于德州园区东厂区、西厂区和新厂区，占地合计约 2.5 平方公里。一期占地为当前厂区占地 60%左右，如考虑到德州运河恒升化工园区面积 5.09 平方公里。新项目一二期占地面积近德州园区 60%。公司近年固定资产在百亿左右，毛利率 20%~35%，净利率 8%~27%。荆州项目一期总投资不低于 100 亿元，我们认为其产品方案为依托煤气化、氨醇平台等，生产尿素、DMF、混甲胺、醋酸等产品，可充分发挥公司的精益化管理优势，一期建成投产后每年有望贡献 15-20 亿净利。本项目投产后将进一步提升华鲁行业市占率，有望再造一个华鲁。

地方政府提供土地、用煤、用电 保障项目进展

项目建设期间，湖北省荆州市政府、江陵县人民政府将负责保障华鲁恒升用地，为其一期项目提供 2300 亩工业用地，并为二期项目和后续发展预留用地不少于 2500 亩，前期确保 1500 亩，自一期项目投产之日起预留 3 年。同时当地政府还将提供用煤用电、排水排污、仓储及建设铁路专用线等需求，并提供其他相关优惠政策及服务。

布局华中地区水运便利 接近下游需求

本次项目布局湖北省荆州市江陵县，地处华中，靠近下游农用需求。同时项目靠近长江，利用长江航道低价水运优势有助于减少运煤成本。项目建成后，有望通过华中布局在原料成本控制及满足下游需求方面增强实力，进一步提升公司煤化工领域

的核心竞争力，提升公司产品规模化效应，实现公司跨越式发展。

公司单季产品价格回升，煤化工有望周期反转

公司 2020 年前三季度 DMF 均价为 5496.67 元/吨，同比上升 16.96%；尿素均价为 1673.09 元/吨，同比下降 12.46%；己二酸均价为 6651.62 元/吨，同比下降 19.25%；醋酸价格为 2452.14 元/吨，同比下降 17.27%；己二酸价格为 3834.2 元/吨，同比下降 18.73%。

图表1：华鲁恒升主要产品价格（元/吨）

	产品				
	尿素	DMF	己二酸	醋酸	乙二醇
2020/11/2	1750.0	12500.0	7800.0	2580.0	3745.0
2020Q3	1668.4	6311.0	6119.4	2500.0	3681.6
2020Q2	1645.3	4855.6	6066.9	2331.0	3468.1
2020Q1	1705.6	5323.3	7768.5	2525.4	4353.5
2019Q4	1696.0	5325.0	7905.6	2806.5	4846.9
2019Q3	1845.5	4689.5	8318.2	3075.8	4608.1
2019Q2	1956.3	4646.0	7961.5	2675.5	4460.9
2019Q1	1931.7	4763.2	8432.5	3141.3	5086.0
2018Q4	2100.3	5464.8	8918.9	4333.1	6248.9
2018Q3	1944.8	5656.1	10154.5	4386.9	7547.4
2018Q2	1957.3	5935.3	9779.8	4906.9	7435.4
2018Q1	1934.6	6426.2	13086.0	4531.1	7672.7

数据来源：wind 方正证券研究所

其中 Q3 尿素均价 1668.36 元/吨（同比下降 9.60%，环比上升 1.40%）；DMF 均价为 6311.04 元/吨（同比大增 34.58%，环比上升 29.97%）；己二酸均价 6119.40 元/吨（同比下降 26.43%，环比上升 0.86%）；醋酸均价 2500 元/吨（同比下降 18.72%，环比上升 7.25%）；乙二醇均价 3681.57 元/吨（同比下降 20.11%，环比上升 6.15%）。

随着公司主要产品价格反转，我们认为未来煤化工产品有望迎来周期反转。

投资建议：我们认为公司是煤化工龙头企业，成本控制能力强，未来新项目顺利投产将提升业绩，看好公司长期发展。预计 2020/21/22 年归母净利润分别为 18.3/25.4/32.4 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.56/1.99 元，对应 PE 为 23.1/16.7/13.1 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

下游需求不及预期；新冠疫情的不确定性；项目建设进度不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14190.48	12386.39	14122.01	17563.55
(+/-)(%)	-1.16	-12.71	14.01	24.37
净利润	2453.03	1828.16	2537.05	3237.65
(+/-)(%)	-18.76	-25.47	38.78	27.61
EPS(元)	0.75	1.12	1.56	1.99
P/E	12.80	23.13	16.67	13.06

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3490.64	4252.86	5043.19	7772.29
现金	714.58	1093.60	1918.05	4389.48
应收账款	34.43	26.13	29.45	36.77
其它应收款	0.02	0.37	0.39	0.50
预付账款	129.86	130.05	136.38	171.31
存货	331.62	412.25	442.93	551.85
其他	2280.12	2590.46	2516.01	2622.39
非流动资产	14696.61	15854.19	17671.74	18626.06
长期投资	0.00	31.69	66.72	100.64
固定资产	12467.02	13305.00	14787.30	15418.62
无形资产	1123.49	1411.40	1711.62	2000.70
其他	1106.10	1106.10	1106.10	1106.10
资产总计	18187.25	20107.05	22714.93	26398.35
流动负债	2433.76	2525.40	2596.23	3042.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	823.86	972.28	971.86	1241.31
其他	1609.89	1553.12	1624.37	1800.69
非流动负债	1522.30	1522.30	1522.30	1522.30
长期借款	1504.16	1504.16	1504.16	1504.16
其他	18.14	18.14	18.14	18.14
负债合计	3956.06	4047.70	4118.53	4564.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1626.66	1626.66	1626.66	1626.66
资本公积	2072.86	2072.86	2072.86	2072.86
留存收益	10586.36	12414.52	14951.57	18189.22
归属母公司股东权益	14231.19	16059.35	18596.40	21834.05
负债和股东权益	18187.25	20107.05	22714.93	26398.35

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**3736.04**	**2820.55**	**3915.00**	**4678.98**
净利润	2453.03	1828.16	2537.05	3237.65
折旧摊销	1297.72	1237.67	1230.18	1209.24
财务费用	172.20	75.21	75.21	75.21
投资损失	-41.73	-31.69	-35.03	-33.92
营运资金变动	-141.65	-291.56	104.95	188.10
其他	-3.54	2.76	2.65	2.69
投资活动现金流	-2013.84	-2366.33	-3015.34	-2132.34
资本支出	-1855.56	-2366.33	-3015.34	-2132.34
长期投资	-200.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.73	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2290.55	-75.21	-75.21	-75.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-308.91	-330.82	-323.52
其他	-2290.55	233.70	255.61	248.31
现金净增加额	-568.35	379.01	824.45	2471.43

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14190.48	12386.39	14122.01	17563.55
营业成本	10239.50	9172.32	9969.07	12372.77
营业税金及附加	93.45	82.69	93.85	116.90
营业费用	371.89	309.66	353.05	439.09
管理费用	487.66	371.59	423.66	526.91
财务费用	154.47	72.71	71.38	68.49
资产减值损失	-3.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	13.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	41.73	31.69	35.03	33.92
营业利润	2898.89	2161.38	2998.30	3825.58
营业外收入	0.57	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	2896.46	2158.62	2995.65	3822.89
所得税	443.43	330.46	458.60	585.24
净利润	2453.03	1828.16	2537.05	3237.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2453.03	1828.16	2537.05	3237.65
EBITDA	3964.17	3440.07	4264.83	5069.40
EPS（元）	0.75	1.12	1.56	1.99

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-0.01	-0.13	0.14	0.24
营业利润	-0.19	-0.25	0.39	0.28
归属母公司净利润	-0.19	-0.25	0.39	0.28
获利能力				
毛利率	0.28	0.26	0.29	0.30
净利率	0.17	0.15	0.18	0.18
ROE	0.17	0.11	0.14	0.15
ROIC	0.15	0.12	0.14	0.18
偿债能力				
资产负债率	0.22	0.20	0.18	0.17
净负债比率	0.17	0.15	0.13	0.11
流动比率	1.43	1.68	1.94	2.55
速动比率	1.30	1.52	1.77	2.37
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.65	0.66	0.72
应收账款周转率	490.92	409.03	508.15	530.45
应付账款周转率	11.87	30.07	—	—
每股指标(元)				
每股收益	0.75	1.12	1.56	1.99
每股经营现金	1.15	0.87	1.20	1.44
每股净资产	4.37	4.94	5.72	6.71
估值比率				
P/E	12.80	23.13	16.67	13.06
P/B	2.21	5.27	4.55	3.87
EV/EBITDA	4.39	9.33	7.33	5.68

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com