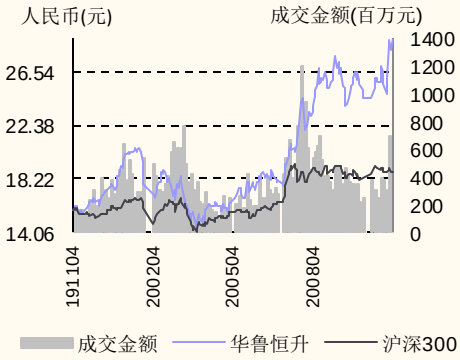
华鲁恒升 (600426.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：29.13 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.27
已上市流通 A 股(亿股)	16.20
总市值(亿元)	473.85
年内股价最高最低(元)	29.13/14.43
沪深 300 指数	4721
上证指数	3225



相关报告

1.《检修短期影响产品开工，公司长期发展稳健-【国金化工】华鲁恒升...》，2020.10.28

2.《产品销售回升，费用下行，二季度表现超预期-【国金化工】华鲁恒...》，2020.8.12

3.《低油价煤化工承压，成本优势保障基础盈利-【国金化工】华鲁恒升...》，2020.4.29

4.《低油价背景下，公司核心价值深度显现-【国金化工】华鲁恒升公司...》，2020.3.29

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520090002
yangyiying@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

新基地破除发展瓶颈，增厚公司长期中枢利润

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,357	14,190	13,097	16,020	17,964
营业收入增长率	37.94%	-1.16%	-7.71%	22.32%	12.13%
归母净利润(百万元)	3,020	2,453	2,005	2,603	3,050
归母净利润增长率	147.10%	-18.76%	-18.25%	29.83%	17.14%
摊薄每股收益(元)	1.864	1.508	1.233	1.600	1.875
每股经营性现金流净额	2.43	2.30	2.31	2.65	3.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.02%	17.24%	12.75%	14.66%	15.07%
P/E	6.48	13.18	23.63	18.20	15.54
P/B	1.62	2.27	3.01	2.67	2.34

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 11 月 3 日，公司发布公告，签订湖北荆州项目投资协议，投资建设现代煤化工基地，计划一期项目总投资不少于人民币 100 亿元，建设 100 万吨功能化尿素、醋酸、有机胺等产品，二期及后续投资规模另行协商确定。

分析

- **第二基地落地破除公司发展瓶颈，带动公司中枢利润提升。**由于国家对于煤化工行业进行严格管控，山东省严格控制煤炭指标，公司进行煤气化产能扩充难度加大，促使公司向下游进行产品延伸。公司多年来在前段煤气化领域持续深耕，在传统水煤浆工艺的基础上不断进行技术优化，形成了行业领先的成本优势，贡献了公司的基础盈利空间。此次公司签订投资协议，在湖北荆州建立第二基地，投资 100 亿元，建立煤气化装置，有望充分发挥公司的前段平台优势，破除现有的产能瓶颈，形成中枢利润的快速提升。
- **多维度实现成本节约，公司有望复制德州基地的生产优势。**在新的基地，公司临近江陵石化码头，同时将布局建设铁路专用线，有效节约原材料及产成品运输费用，同时通过动力岛建设将实现整体基地的热电一体化供应，公司将最大限度实现多维度的成本节约，从而复制现阶段公司在德州基地的成本优势和竞争优势。
- **布局公司优势产品，工程建设有望顺利进行。**湖北基地进行煤气化产能建设，布局生产尿素、醋酸、有机胺等产品，公司多年来在相关产品设备及生产工艺方面具有深厚积淀，经过多年积累有望快速稳健推进项目落地。根据公司近 5 年的平均 ROE 水平在 11%-28%之间，均值约为 15%，此次百亿项目投资，公司有望大幅增厚公司产品的盈亏空间，突破长远发展障碍。

投资建议

- 公司在煤化工领域持续深耕，在前段煤气化领域优势突出，通过氨醇联产进行多品类产品联动生产。公司近几年发展稳健有序，抵御周期波动风险能力较强，通过新基地的布局，公司破除了长期发展瓶颈，具备持续发展动能。考虑到公司 DMF 等产品价格持续上行，盈利情况良好，上调公司 2020 年盈利预测 9.5%，预测 2020~2022 年归母净利润分别为 20.1、26.0、30.5 亿元，对应 PE 为 23.6、18.2、15.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 原油价格剧烈波动风险；下游需求大幅恶化风险；终端产品价格大幅下跌。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**10,408**	**14,357**	**14,190**	**13,097**	**16,020**	**17,964**
增长率		37.9%	-1.2%	-7.7%	22.3%	12.1%
主营业务成本	-8,367	-9,980	-10,239	-9,687	-11,809	-13,133
%销售收入	80.4%	69.5%	72.2%	74.0%	73.7%	73.1%
毛利	2,041	4,376	3,951	3,409	4,211	4,831
%销售收入	19.6%	30.5%	27.8%	26.0%	26.3%	26.9%
营业税金及附加	-76	-98	-93	-111	-128	-144
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
销售费用	-189	-261	-372	-354	-384	-431
%销售收入	1.8%	1.8%	2.6%	2.7%	2.4%	2.4%
管理费用	-170	-141	-156	-170	-176	-198
%销售收入	1.6%	1.0%	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%
研发费用	0	-68	-332	-327	-384	-431
%销售收入	0.0%	0.5%	2.3%	2.5%	2.4%	2.4%
息税前利润（EBIT）	1,606	3,808	2,998	2,447	3,137	3,627
%销售收入	15.4%	26.5%	21.1%	18.7%	19.6%	20.2%
财务费用	-152	-177	-154	-104	-116	-85
%销售收入	1.5%	1.2%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-6	-76	-5	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	13	-10	0	0
投资收益	0	12	42	30	29	35
%税前利润	0.0%	0.3%	1.4%	1.3%	0.9%	1.0%
营业利润	1,449	3,569	2,899	2,363	3,055	3,583
营业利润率	13.9%	24.9%	20.4%	18.0%	19.1%	19.9%
营业外收支	-11	-3	-2	5	8	5
税前利润	1,438	3,565	2,896	2,368	3,063	3,588
利润率	13.8%	24.8%	20.4%	18.1%	19.1%	20.0%
所得税	-216	-546	-443	-362	-459	-538
所得税率	15.0%	15.3%	15.3%	15.3%	15.0%	15.0%
净利润	1,222	3,020	2,453	2,005	2,603	3,050
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,222**	**3,020**	**2,453**	**2,005**	**2,603**	**3,050**
净利率	11.7%	21.0%	17.3%	15.3%	16.3%	17.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,222	3,020	2,453	2,005	2,603	3,050
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	992	1,297	1,302	1,369	1,541	1,894
非经营收益	170	180	122	111	103	82
营运资金变动	-673	-556	-142	275	64	16
经营活动现金净流	**1,711**	**3,941**	**3,735**	**3,761**	**4,312**	**5,042**
资本开支	-2,150	-1,287	-1,856	-2,420	-3,380	-2,865
投资	0	-1,080	-200	-10	0	0
其他	0	12	42	30	29	35
投资活动现金净流	**-2,150**	**-2,356**	**-2,014**	**-2,400**	**-3,351**	**-2,830**
股权募资	0	55	0	55	0	0
债权募资	954	-632	-1,784	-377	-14	-539
其他	-384	-477	-507	-692	-709	-691
筹资活动现金净流	**571**	**-1,055**	**-2,291**	**-1,014**	**-724**	**-1,230**
现金净流量	**132**	**530**	**-570**	**347**	**237**	**982**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	754	1,283	715	1,061	1,298	2,280
应收款项	698	1,103	968	742	828	928
存货	402	557	332	394	480	534
其他流动资产	394	1,373	1,477	1,469	1,597	1,664
流动资产	2,247	4,317	3,491	3,667	4,203	5,407
%总资产	14.0%	23.1%	19.2%	18.9%	19.3%	22.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	12,205	13,186	12,467	14,406	16,063	16,891
%总资产	76.2%	70.7%	68.5%	74.2%	73.7%	70.5%
无形资产	596	761	1,123	1,336	1,526	1,675
非流动资产	13,775	14,340	14,697	15,741	17,589	18,565
%总资产	86.0%	76.9%	80.8%	81.1%	80.7%	77.4%
资产总计	**16,022**	**18,657**	**18,187**	**19,408**	**21,792**	**23,972**
短期借款	1,720	1,608	914	553	539	0
应付款项	1,367	1,667	896	1,146	1,396	1,553
其他流动负债	513	702	624	483	597	679
流动负债	3,601	3,978	2,434	2,182	2,532	2,232
长期贷款	3,115	2,594	1,504	1,504	1,504	1,504
其他长期负债	17	17	18	0	0	0
负债	**6,733**	**6,589**	**3,956**	**3,686**	**4,037**	**3,736**
普通股股东权益	**9,289**	**12,068**	**14,231**	**15,722**	**17,756**	**20,236**
其中：股本	1,620	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
未分配利润	4,938	7,645	9,773	11,209	13,243	15,723
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**16,022**	**18,657**	**18,187**	**19,408**	**21,792**	**23,972**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.754	1.864	1.508	1.233	1.600	1.875
每股净资产	5.733	7.448	8.749	9.665	10.916	12.440
每股经营现金净流	1.056	2.432	2.296	2.312	2.651	3.100
每股股利	0.150	0.200	0.200	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	13.16%	25.02%	17.24%	12.75%	14.66%	15.07%
总资产收益率	7.63%	16.19%	13.49%	10.33%	11.95%	12.72%
投入资本收益率	9.66%	19.82%	15.25%	11.66%	13.47%	14.18%
增长率						
主营业务收入增长率	35.15%	37.94%	-1.16%	-7.71%	22.32%	12.13%
EBIT增长率	36.51%	137.11%	-21.27%	-18.39%	28.24%	15.62%
净利润增长率	39.58%	147.10%	-18.76%	-18.25%	29.83%	17.14%
总资产增长率	21.33%	16.45%	-2.52%	6.71%	12.28%	10.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	20.1	17.5	15.8	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	44.8	53.0	42.6	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	375.9	330.1	306.9	345.2	281.7	318.8
偿债能力						
净负债/股东权益	43.93%	24.19%	2.88%	-1.89%	-3.09%	-10.23%
EBIT利息保障倍数	10.6	21.6	19.4	23.5	27.1	42.7
资产负债率	42.02%	35.32%	21.75%	18.99%	18.52%	15.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-30	增持	15.29	17.13～17.13
2	2019-04-23	增持	16.25	N/A
3	2019-08-08	增持	15.30	N/A
4	2019-10-27	增持	16.29	N/A
5	2020-03-29	买入	15.43	18.34～18.34
6	2020-04-29	买入	16.15	N/A
7	2020-08-12	买入	25.57	N/A
8	2020-10-28	买入	26.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH