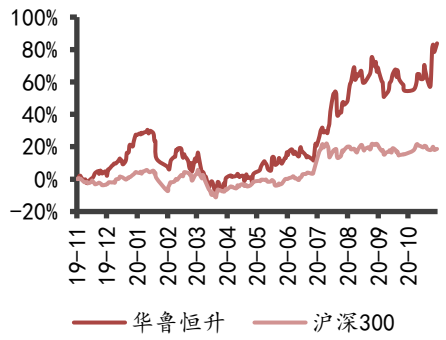
打造第二基地，打开成长通道

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-11-3
收盘价（元）	29.13
近 12 个月最高/最低（元）	29.74/14.24
总股本（百万股）	1626.66
流通股本（百万股）	1620.33
流通股比例（%）	99.6
总市值（亿元）	473.85
流通市值（亿元）	471.95

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊
执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《华鲁恒升：三季度受检修影响略有下滑，看好后续发展》2020.10.28
《华鲁恒升：疫情影响即将结束，业绩有望回暖》2020.8.12

事件描述：

11 月 3 日，公司发布关于签订湖北荆州项目投资协议的公告。据公告，公司计划投资建设华鲁恒升荆州现代煤化工基地，基地一期项目总投资不少于人民币 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。

➢ **优势 1：荆州基地辐射广阔的华中、华南复合肥市场**

公司在湖北荆州投建生产基地，可以利用接近下游区域市场的方式取得竞争优势。2015-2019 年，全国农用氮、磷、钾化肥产量在 5400 万吨到 7400 万吨之间波动，其中 2019 年中国农用氮、磷、钾化肥产量 5731 万吨，同比增长 6.06%，国内化肥市场供需基本平衡。在存量竞争格局下，区域优势的重要性开始显现。尿素是氮肥的重要原料，据百川盈孚数据，2020 年我国尿素总产能为 7260 万吨，其中华中地区占比 13%，华南地区占比 2%。2019 年，我国粮食总产量为 66384 万吨，其中华东地区产量 12395 万吨，占比 18.7%；华南地区产量 2718 万吨，占比 4.1%。**分区域来看，华中和华南区域内的尿素产能占比要低于粮食产量占比，区域内存在较大的尿素需求空间。公司通过荆州基地的建设，利用产品运输优势，可以占领华中及华南市场。**

➢ **优势 2：蒙华铁路提供丰富、低价的煤炭资源**

2019 年 9 月，连通内蒙古和华中地区的蒙华铁路全线通车，将为公司提供稳定、廉价的煤炭资源。蒙华铁路，又称浩吉铁路，是中国境内一条连接内蒙古浩勒报吉与江西吉安的国铁 I 级电气化铁路，也是中国“北煤南运”战略运输通道，设计年输送能力为 2 亿吨。此外，公司还将在江陵县政府的支持下，在园区按照规划建设铁路专用线，提高原料煤的运输效率。公司负责专用线的建设资金，并与江陵县政府签订铁路公共平台接轨协议。

➢ **优势 3：临近长江带来丰富的淡水资源及航运资源**

煤化工项目对淡水的需求量较大，生产 1 吨甲醇平均耗水约 15 吨，而丰富的淡水资源将降低公司的生产成本。相比内蒙古、山西、陕西等煤炭主产地，荆州年降水量充沛、水资源丰富，工业用水价格更低，可以大幅降低用水成本。

更加接近产品需求地，降低运输成本。以甲醇为例，甲醇需求多分布在长三角一带，西部的煤化工产品通常需要经汽运、船运抵达市场，不仅运量受限、存在安全隐患，而且运输周期长达 20 天；而在荆州项目生产的甲醇可顺江而下，4-5 天可到达长三角，具有运量大、时间短，安全稳定性更高的优势。

随着煤炭运输通道的成熟，以及西部环保治理费用的提高，东西部建设煤化工项目的成本差别不断缩小。虽然西部的煤炭、电力、土地等成本较低，却也面临水资源短缺、环境容量受限、远离下游市场等瓶颈。荆州水资源丰富，区位特征明显，铁水联运的成本较低，具备煤炭清洁高效利用的独特优势。

➢ **优势 4：公司氨醇、合成氨、尿素的成本优势有望延续**

公司一直实行低成本战略，“一头多线”柔性联产，为荆州项目提供宝贵的建设经验。公司主要从三个方面严控成本：1）工艺上，公司率先使用水煤浆加压气化工艺，其多喷嘴对置式水煤浆气化技术效率高，多项效率指标表现优异；2）公司重视技改，不断采取节能改造措施降低生产成本；3）公司注重内部管理，严控三项费用，降低运营成本。公司各产品下游相关性不大，“一头多线”使公司可根据产品市场需求变化进行产品间、系统间、园区间的联产联动。公司可以随时根据市场价格价差的情况，调整各产品的产销量，使利润最大化。因此，我们看好公司荆州现代煤化工基地的长期发展。

➢ **优势 5：政策倾斜有利于项目落地**

湖北省计划用 10 年时间打造荆州江陵绿色能源化工产业园区，使其成为继内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东之后的第五个现代煤化工基地。整个产业园区计划总投资、总产值双双超过 1500 亿元，将加快建设华中首个国家级以煤炭应急储备、配送、交易为主的区域煤炭集散中心，以煤电一体化、煤制燃料为主的“北煤南运清洁利用国家示范区”，以煤制甲醇、烯烃为主的“国家级现代煤化工基地”。

落实到公司项目上，荆州市及江陵县政府在产能指标、能耗、项目用地、石化码头建设、用电、给排水、动力岛等各方面给予公司支持：

1）产能指标：政府负责争取相关主管部门，为公司解决 100 万吨/年尿素产能指标；2）用地：政府将为公司一期项目提供 2300 亩工业用地，并为二期项目和后续发展预留不少于 2500 亩用地，前期确保 1500 亩，自一期项目投产之日起预留 3 年；3）码头：政府批准公司在项目用地区域内按政策规定和规划建设危化品仓储罐区，并协调江陵石化码头业主，按照最低费用标准提供危化品的输送装卸服务。4）公用工程：政府负责满足项目建设和正常生产用电、用水需求，并配合争取优惠电价政策和“大用户直购电”等用电优惠政策，降低公司公用工程成本。此外，根据公司用地情况，我们预计公司整个项目规划总投资额将超过 200 亿元。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 18.19、25.68、30.14 亿元，同比增速为-25.8%、41.2%、17.3%。对应 PE 分别为 23.25、16.47 和 14.03 倍。维持“买入”评级。

风险提示

项目投资建设进度不及预期；原材料及产品价格波动；下游需求放缓；疫情影响持续等。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14190	12969	15357	17706
(+/-) (%)	-1.2%	-8.6%	18.4%	15.3%
归母净利润	2453	1819	2568	3014
(+/-) (%)	-18.8%	-25.8%	41.2%	17.3%
EPS(元)	1.51	1.12	1.58	1.85
P/E	13.18	23.25	16.47	14.03

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3491	4217	4307	4250
现金	715	715	715	715
应收账款	34	35	34	43
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	130	148	165	182
存货	332	442	491	519
其他流动资产	2280	2878	2901	2791
非流动资产	14697	19206	20978	22957
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11932	15907	17633	19183
无形资产	1070	1427	1730	2075
其他非流动资产	1694	1873	1616	1700
资产总计	18187	23424	25285	27208
流动负债	2434	5851	5144	4053
短期借款	0	2965	2065	805
应付账款	824	1287	1359	1426
其他流动负债	1610	1599	1720	1822
非流动负债	1522	1522	1522	1522
长期借款	1504	1504	1504	1504
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	3956	7373	6667	5575
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2073	2073	2073	2073
留存收益	10532	12351	14919	17933
归属母公司股东权益	14231	16050	18619	21632
负债和股东权益	18187	23424	25285	27208

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	3736	4679	4598	5361
净利润	2453	1819	2568	3014
折旧摊销	1298	2974	1723	1979
财务费用	172	179	231	177
投资损失	-42	-23	-30	-37
营运资金变动	-142	-274	103	226
其他经营现金流	2591	2095	2467	2790
投资活动现金流	-2014	-7464	-3467	-3924
资本支出	-1856	-7486	-3498	-3960
长期投资	-200	0	0	0
其他投资现金流	42	23	30	37
筹资活动现金流	-2291	2785	-1131	-1437
短期借款	-270	2965	-900	-1260
长期借款	-1090	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他筹资现金流	-940	-179	-231	-177
现金净增加额	-569	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	12969	15357	17706
营业成本	10239	9740	11026	12739
营业税金及附加	93	104	123	142
销售费用	372	324	384	443
管理费用	156	195	230	266
财务费用	154	158	210	156
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0
投资净收益	42	23	30	37
营业利润	2899	2149	3034	3560
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	2896	2147	3032	3557
所得税	443	328	463	544
净利润	2453	1819	2568	3014
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2453	1819	2568	3014
EBITDA	4296	5256	4933	5653
EPS（元）	1.51	1.12	1.58	1.85

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	-1.2%	-8.6%	18.4%	15.3%
营业利润	-18.8%	-25.9%	41.2%	17.3%
归属于母公司净利润	-18.8%	-25.8%	41.2%	17.3%
获利能力				
毛利率（%）	27.8%	24.9%	28.2%	28.1%
净利率（%）	17.3%	14.0%	16.7%	17.0%
ROE（%）	17.2%	11.3%	13.8%	13.9%
ROIC（%）	15.2%	9.0%	11.8%	12.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	21.8%	31.5%	26.4%	20.5%
净负债比率（%）	27.8%	45.9%	35.8%	25.8%
流动比率	1.43	0.72	0.84	1.05
速动比率	1.24	0.62	0.71	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.55	0.61	0.65
应收账款周转率	412.11	373.60	445.66	408.33
应付账款周转率	12.43	7.57	8.11	8.93
每股指标（元）				
每股收益	1.51	1.12	1.58	1.85
每股经营现金流薄）	2.30	2.88	2.83	3.30
每股净资产	8.75	9.87	11.45	13.30
估值比率				
P/E	13.18	23.25	16.47	14.03
P/B	2.27	2.64	2.27	1.96
EV/EBITDA	7.92	8.93	9.34	7.93

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。