开源证券

华鲁恒升（600426.SH）

2020 年 11 月 02 日

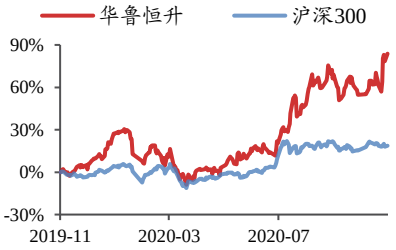
湖北荆州建设煤化工第二基地，未来成长空间打开

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/11/2
当前股价(元)	29.13
一年最高最低(元)	29.74/14.50
总市值(亿元)	473.85
流通市值(亿元)	472.00
总股本(亿股)	16.27
流通股本(亿股)	16.20
近 3 个月换手率(%)	52.09

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 检修致毛利率下跌，未来项目投产看好公司成长》-2020.10.28

《公司信息更新报告-业绩低点已过，看好下半年需求复苏带动业绩回暖》-2020.8.11

《公司信息更新报告-疫情与原油下跌拖累业绩，短期扰动不改长期价值》-2020.4.30

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

● **公司拟于湖北荆州建设第二基地，成长属性进步凸显，维持“买入”评级**

根据公司公告，公司与湖北省江陵县政府、荆州市政府签订投资建设现代煤化工基地。计划一期项目总投资不少于 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。我们维持预计 2020-2022 年归母净利润分别为 19.49、28.69 和 35.16 亿元，对应的 EPS 分别为 1.20、1.76、2.16 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.3、16.5、13.5 倍。公司作为煤化工龙头本就具有较强的成本优势，如今异地扩张，成长属性进步凸显，维持“买入”评级。

● **政府将为公司争取产能指标、提供工业用地及协调相关配套措施**

根据协议，湖北地方政府负责：1、争取为公司解决 100 万吨/年尿素产能指标；2、争取主管部门，按一期项目用煤需求批准公司用煤，我们认为煤指标短期或将不会成为制约公司第二基地发展的要素；3、为一期项目提供 2,300 亩工业用地，并为二期项目预留用地不少于 2,500 亩，前期确保 1,500 亩，自一期项目时起预留 3 年；4、协调江陵石化码头业主，为公司危化品的输送装卸提供服务；5、协调项目铁路运输、用电、给排水、动力岛等相关配套。**若未来项目落地，以公司此前良好的成本控制能力，有望再造一个低成本的“煤化工龙头”。**

● **公司尿素具有较大成本优势，醋酸和 DMF 行业供需较为紧张**

公司尿素具有超越行业的成本优势。根据我们测算，公司目前尿素含税完全成本为 1,165 元/吨，而行业平均为 1,565 元/吨，目前尿素含税价格约为 1,800 元/吨。倘若公司荆州基地能复制原有成本优势，则未来新建尿素产能盈利仍然可观。**未来醋酸或将处于供需紧平衡状态。**根据卓创资讯数据，2021 年醋酸行业总产能将达到 1,055 万吨。假设行业开工率能达到较高的 90%，则对应年产量将仅为 950 万吨。而未来 PTA 将催生 192 万吨醋酸需求，国内醋酸的消费量或将达 887 万吨，我们预计未来醋酸仍将供需紧平衡。当前公司拥有 DMF 产能 35 万吨，行业产能 83 万吨。近期 DMF 供给不足，下游刚需采购致 DMF 价格大幅上涨，若新基地新建有机胺产能为 DMF，我们预计未来新建产能或足以被市场消化。

● **风险提示：**安全生产及环保风险，新项目建设进度不及预期、产品价格下跌。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,357	14,190	13,716	14,428	18,945
YOY(%)	37.9	-1.2	-3.3	5.2	31.3
归母净利润(百万元)	3,020	2,453	1,949	2,869	3,516
YOY(%)	147.1	-18.8	-20.5	47.2	22.5
毛利率(%)	30.5	27.8	21.3	25.1	23.3
净利率(%)	21.0	17.3	14.2	19.9	18.6
ROE(%)	25.0	17.2	12.5	15.8	16.5
EPS(摊薄/元)	1.86	1.51	1.20	1.76	2.16
P/E(倍)	15.7	19.3	24.3	16.5	13.5
P/B(倍)	3.9	3.3	3.0	2.6	2.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4317	3491	5994	7496	9554
现金	1283	715	1883	4646	4662
应收票据及应收账款	1103	34	1065	91	1426
其他应收款	1	0	1	0	1
预付账款	171	130	161	145	257
存货	557	332	605	334	927
其他流动资产	1202	2280	2280	2280	2280
非流动资产	14340	14697	13306	13135	16566
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12983	11932	10532	10240	13340
无形资产	696	1070	1191	1338	1480
其他非流动资产	662	1694	1584	1556	1746
资产总计	18657	18187	19301	20631	26120
流动负债	3978	2434	2711	1828	3997
短期借款	270	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1568	824	1696	829	2563
其他流动负债	2140	1610	1015	999	1434
非流动负债	2612	1522	979	649	819
长期借款	2594	1504	961	630	800
其他非流动负债	17	18	18	18	18
负债合计	6589	3956	3690	2477	4816
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1627	1627	1627	1627	1627
资本公积	2063	2073	2073	2073	2073
留存收益	8459	10586	12204	14564	17475
归属母公司股东权益	12068	14231	15611	18154	21304
负债和股东权益	18657	18187	19301	20631	26120

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3941	3736	2611	4279	4751
净利润	3020	2453	1949	2869	3516
折旧摊销	1221	1298	1085	1123	1355
财务费用	177	154	39	-71	-104
投资损失	-12	-42	-13	-17	-21
营运资金变动	-555	-141	-445	379	10
其他经营现金流	90	13	-3	-4	-5
投资活动现金流	-2356	-2014	322	-930	-4760
资本支出	1287	1856	-1390	-172	3431
长期投资	-1080	-200	0	0	0
其他投资现金流	-2148	-358	-1068	-1102	-1329
筹资活动现金流	-1055	-2291	-1764	-585	26
短期借款	-390	-270	0	0	0
长期借款	-520	-1090	-543	-331	170
普通股增加	6	0	0	0	0
资本公积增加	50	10	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-940	-1221	-255	-145
现金净增加额	530	-569	1168	2763	16

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14357	14190	13716	14428	18945
营业成本	9980	10239	10788	10812	14524
营业税金及附加	98	93	98	101	131
营业费用	261	372	51	59	78
管理费用	141	156	178	159	189
研发费用	68	332	274	0	0
财务费用	177	154	39	-71	-104
资产减值损失	76	-4	0	0	0
其他收益	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	3	4	5
投资净收益	12	42	13	17	21
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	3569	2899	2304	3390	4153
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	4	3	6	7	5
利润总额	3565	2896	2300	3384	4149
所得税	546	443	351	515	634
净利润	3020	2453	1949	2869	3516
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3020	2453	1949	2869	3516
EBITDA	4935	4272	3386	4435	5388
EPS(元)	1.86	1.51	1.20	1.76	2.16

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.9	-1.2	-3.3	5.2	31.3
营业利润(%)	146.2	-18.8	-20.5	47.1	22.5
归属于母公司净利润(%)	147.1	-18.8	-20.5	47.2	22.5
获利能力					
毛利率(%)	30.5	27.8	21.3	25.1	23.3
净利率(%)	21.0	17.3	14.2	19.9	18.6
ROE(%)	25.0	17.2	12.5	15.8	16.5
ROIC(%)	19.3	15.1	11.5	14.7	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	35.3	21.8	19.1	12.0	18.4
净负债比率(%)	24.3	12.1	-3.9	-20.4	-16.1
流动比率	1.1	1.4	2.2	4.1	2.4
速动比率	0.6	0.8	1.6	3.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	16.0	25.0	25.0	25.0	25.0
应付账款周转率	6.9	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	1.51	1.20	1.76	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	2.30	1.60	2.63	2.92
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.75	9.60	11.16	13.10
估值比率					
P/E	15.7	19.3	24.3	16.5	13.5
P/B	3.9	3.3	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	10.2	11.2	13.4	9.6	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn