

强烈推荐-A (维持)

华鲁恒升 600426.SH

当前股价: 13.05 元

2017年04月28日

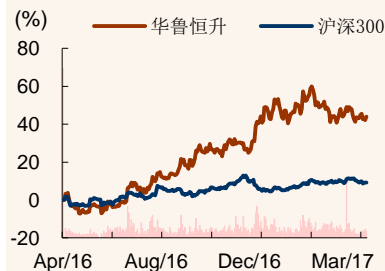
一季度利润大增 42%至 3 亿元, 全年高增长确定

基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 上证综指        | 3152      |
| 总股本 (万股)    | 124652    |
| 已上市流通股 (万股) | 123971    |
| 总市值 (亿元)    | 163       |
| 流通市值 (亿元)   | 162       |
| 每股净资产 (MRQ) | 6.8       |
| ROE (TTM)   | 11.4      |
| 资产负债率       | 40.3%     |
| 主要股东        | 山东华鲁恒升集团有 |
| 主要股东持股比例    | 32.22%    |

股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -1 | 14 | 41  |
| 相对表现 | -0 | 11 | 32  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华鲁恒升 (600426) —最坏的一年已过去, 产品多元化打开未来成长空间》2017-03-30
- 2、《华鲁恒升 (600426) —异动点评: 春耕旺季即将到来, 盈利能力持续提升》2017-02-13
- 3、《华鲁恒升 (600426) —产品轮番涨价, 公司未来业绩无忧》2016-12-16

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn

S1090515120001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

联系人

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

2017年4月28日, 华鲁恒升公布2017Q1季报, 2017Q1收入25亿元同比增31%, 归属净利润3.1亿元同比增42%, 略超预期。

评论:

1、收入大增显著增厚一季度利润, 费用控制水平大幅提升; 二季度煤价仍处高点, 预计下半年有望回落带来成本端下降

1) 收入同比增31%至25亿元, 主要源于尿素等产品价格同比大幅提升。据统计, 由于原料成本上涨、环保督查趋严, 公司产品一季度均价同比涨幅显著, 尿素、醋酸、DMF、乙二醇、己二酸等五种产品含税价同比分别涨29%、58%、36%、49%、95%至1664、2730、1471、7458、11628元/吨。2) 综合毛利率为20%, 同比持平、环比提升0.3个百分点, 据推测尿素一季度单吨净利润超过120元/吨。3) 三项费用率同比下降1.8个百分点, 销售、管理、财务费用率同比降0.4、0.6、0.8个百分点至2%、1%、1%, 公司整体费用控制能力持续提升。4) 受煤炭供给侧改革、电煤需求增加等因素影响, 煤炭价格前5月仍高位运行, 预计随着取暖季节的结束, 以及水电开始发力、春汛的到来, 电煤需求从5月底开始将逐步放缓, 煤炭价格下半年有望持续回落。

2、丰富的在建产能下半年将陆续投产, 有望大幅增厚未来三年净利润

1) 公司充分利用“一头多线”柔性多联产优势, 对产品结构进行调整争取盈利最大化。尤其是对尿素产品的依赖度逐年降低, 尿素收入占比近5年下降13个百分点至25%。2) 在建项目进展顺利, 后续高速增长可期。在建的100万吨氨醇产能预计2017年6月投产, 届时氨醇产能将达320万吨; 功能性复合肥50万吨产能预计2017年底投产; 50万吨乙二醇产能预计2018年3月投产。

### 3、尿素 2017 年均价预计维持在 1500 元/吨以上，远高于 2016 年均价，具有成本优势的行业龙头大幅受益

1) 行业开工率低位徘徊。截至 2017 年 3 月底，尿素行业开工率仅有 60%，依然处于历史低位，历史行业平均开工率约 70%，业内大多小产能由于难以盈利还是无法复产。同时由于甲醇和合成氨盈利良好，所以生产尿素动力仍然不足。2) 4 月 20 日以来尿素价格小幅反弹，主要因部分装置检修导致开工率下滑、环保压力持续升级，预计全年均价超 1500 元/吨。3) 煤价下半年有望回落，尿素吨价差持续扩大。我们预计华鲁吨净利润目前超过 100 元/吨，随后续煤炭价格稳中走低，具有成本优势的龙头公司能享受到价差的扩大。

### 4、乙二醇进口依赖度高，看好未来国内煤制乙二醇进口替代，高盈利为公司提供未来成长空间

1) 经过持续对装置、工艺、技术优化改造，加强预处理、树脂化、化学精馏三个工序的管控，公司有效提高了产品品质、产品纯度、醛含量、透光率等指标。优等品率 100%，得到了高端化纤用户的认可。2) 截至 2017 年 3 月底，乙二醇的电耗和原料消耗相比原来下降了近 50%，单位成本下降了 36%，单吨售价和净利润均大幅提升，我们预计公司乙二醇给高端客户产品的单吨净利润超过 2000 元，现有的 5 万吨产能满负荷运行。3) 国内在建煤制乙二醇项目进展低于预期，产能短期不会出现过剩。由于煤化工产业景气度欠佳、企业资金投入巨大，目前大多数煤制乙二醇项目进展缓慢，甚至有部分在建项目已暂停，行业整体开工率持续走低。

### 5、投资建议

维持“强烈推荐-A”投资评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96 元、1.19 元、1.40 元，目前股价对应 2017 年 PE 为 13.6 倍，安全边际强，低于历史平均估值 16 倍。

风险提示：项目进度低于预期、化工品价格大幅波动。

表 1: 一张表透析 2017 年一季报 (华鲁恒升)

| 华鲁恒升      |          | 600426.SH | 2016/12/31 |          | 2016/3/31 | 2017/3/31 |                       |          |                |
|-----------|----------|-----------|------------|----------|-----------|-----------|-----------------------|----------|----------------|
| 科目单位: 百万元 |          | 比率        | 16A        | 16Q1/16A | 16Q1      | 17Q1      | YOY                   | 原因分析     |                |
| 主营业务      | 营业收入     |           | 7,701      | 24%      | 1,874     | 2,459     | 31%                   | 化工产品收入增加 |                |
|           | 毛利率      |           | 20.2%      |          | 20.4%     | 20.4%     | 0.0%                  |          |                |
| 期间费用      | 销售费用     |           | 167        | 25%      | 42        | 47        | 10%                   |          |                |
|           |          | 销售费用率     | 2%         |          | 2%        | 2%        | -0.4%                 |          |                |
|           | 管理费用     |           | 154        | 24%      | 37        | 34        | -10%                  |          |                |
|           |          | 管理费用率     | 2%         |          | 2%        | 1%        | -0.6%                 |          |                |
|           | 财务费用     |           | 141        | 30%      | 42        | 35        | -18%                  |          |                |
|           |          | 财务费用率     | 2%         |          | 2%        | 1%        | -0.8%                 |          |                |
| 有息负债      |          | 3922      |            | 3,243    | 4,458     | 37%       | 借款增加                  |          |                |
|           | 有息负债率    | 30%       |            | 27%      | 31%       | 4.0%      |                       |          |                |
| 其他收益      | 投资收益     |           | 0          |          |           |           |                       |          |                |
|           | 营业外收入    | 占利润总额比例   | 0%         |          |           |           |                       |          |                |
|           |          |           | 4          | 2%       | 0         | 1         | 1268%                 |          | 保险理赔收入增加       |
|           | 所得税      | 占利润总额比例   | 0%         |          | 0%        | 0%        | 0.2%                  |          |                |
| 现金回笼      | 经营现金流入   |           | 6,608      | 26%      | 1,712     | 1,735     | 1%                    |          |                |
|           |          | 占营收比例     | 86%        |          | 91%       | 71%       | -20.8%                |          |                |
|           | 经营性现金流净额 |           | 997        | 48%      | 474       | 215       | -55%                  |          | 产品结构调整及原材料价格上涨 |
|           |          | 占净利润比例    | 114%       |          | 214%      | 69%       | -146%                 |          |                |
|           | 应收款项合计   |           | 592        |          | 499       | 879       | 76%                   |          | 出口信用证结算增加      |
|           |          | 占营收比例     | 8%         |          | 27%       | 36%       | 9%                    |          |                |
| 应收账款      |          | 17        |            | 18       | 36        |           |                       |          |                |
| 其他应收款     |          | 1         |            | 0        | 1         |           |                       |          |                |
| 应收票据      |          | 574       |            | 480      | 842       |           | 员工公务借款增加<br>化工产品销售额增加 |          |                |

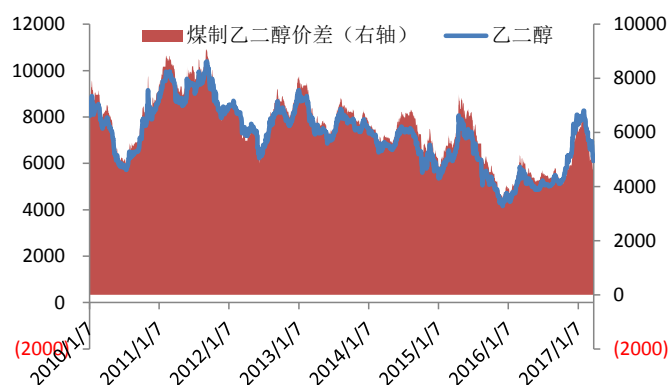
资料来源: Wind、招商证券

表 2、公司 2012 年来单季度收入和利润增速

| 项目    |      | 绝对额 (百万元) |       |       |       | 同比增速 |      |      |      |
|-------|------|-----------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
|       |      | Q1        | Q2    | Q3    | Q4    | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |
| 归属净利润 | 2012 | 79        | 139   | 108   | 125   | -26% | -9%  | 567% | 61%  |
|       | 2013 | 97        | 93    | 135   | 165   | 22%  | -33% | 24%  | 32%  |
|       | 2014 | 195       | 216   | 210   | 183   | 102% | 132% | 56%  | 11%  |
|       | 2015 | 245       | 281   | 242   | 136   | 26%  | 30%  | 16%  | -26% |
|       | 2016 | 222       | 268   | 155   | 231   | -10% | -4%  | -36% | 70%  |
| 收入    | 2012 | 1,351     | 1,703 | 1,965 | 1,984 | -1%  | 20%  | 84%  | 47%  |
|       | 2013 | 1,731     | 1,913 | 2,325 | 2,500 | 28%  | 12%  | 18%  | 26%  |
|       | 2014 | 2,269     | 2,433 | 2,459 | 2,548 | 31%  | 27%  | 6%   | 2%   |
|       | 2015 | 2,183     | 2,491 | 2,193 | 1,784 | -4%  | 2%   | -11% | -30% |
|       | 2016 | 1,874     | 2,007 | 1,631 | 2,190 | -14% | -19% | -26% | 23%  |

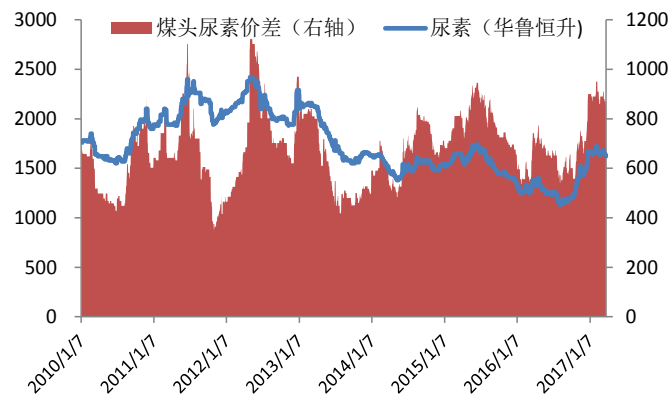
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：煤制乙二醇价格以及价差走势 (元/吨)



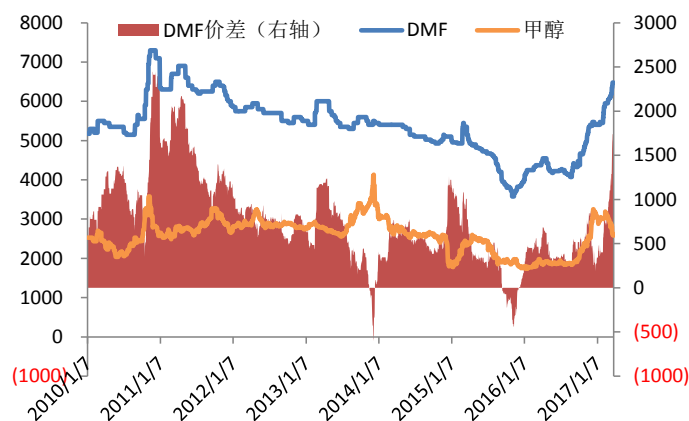
资料来源：百川资讯、招商证券

图 2：尿素价格和价差走势 (元/吨)



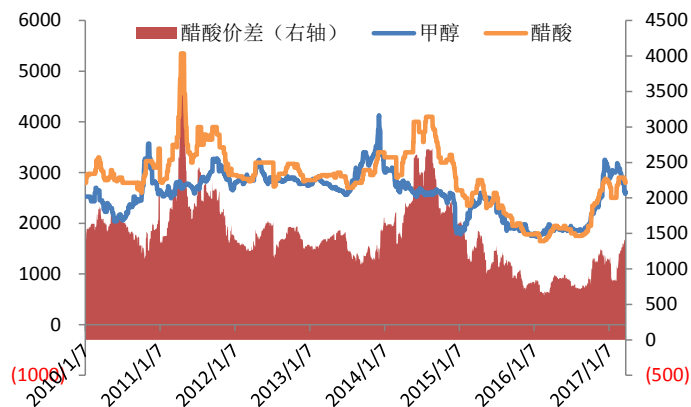
资料来源：百川资讯、招商证券

图 3：DMF 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源：百川资讯、招商证券

图 4：醋酸价格及价差走势 (元/吨)



资料来源：百川资讯、招商证券

表 3、销售收入结构预测

| 单位: 百万元      | 2015        | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>8651</b> | <b>7701</b> | <b>10817</b> | <b>12621</b> | <b>14093</b> |
| 肥料           | 2793        | 1961        | 3847         | 3798         | 3798         |
| 有机胺          | 1451        | 1445        | 1480         | 1473         | 1483         |
| 己二酸及中间<br>品  | 1296        | 1286        | 1614         | 1796         | 1999         |
| 多元醇          | 1240        | 1111        | 1413         | 1466         | 1466         |
| 醋酸及衍生品       | 1232        | 1139        | 1428         | 1428         | 1499         |
| 乙二醇          | 0           | 0           | 330          | 1920         | 3072         |
| 其他           | 639         | 706         | 705          | 740          | 777          |
| <b>收入增长率</b> | <b>-11%</b> | <b>-11%</b> | <b>40%</b>   | <b>17%</b>   | <b>12%</b>   |
| 肥料           | 13%         | -30%        | 96%          | -1%          | 0%           |
| 有机胺          | -6%         | 0%          | 2%           | 0%           | 1%           |
| 己二酸及中间<br>品  | -20%        | -1%         | 25%          | 11%          | 11%          |
| 多元醇          | -28%        | -10%        | 27%          | 4%           | 0%           |
| 醋酸及衍生品       | -23%        | -8%         | 25%          | 0%           | 5%           |
| 乙二醇          | 0%          | 0%          | 0%           | 0%           | 0%           |
| 其他           | -15%        | 5%          | 5%           | 5%           | 5%           |
| <b>毛利率</b>   | <b>20%</b>  | <b>20%</b>  | <b>20%</b>   | <b>21%</b>   | <b>22%</b>   |
| 肥料           | 28%         | 23%         | 23%          | 23%          | 23%          |
| 有机胺          | 23%         | 26%         | 26%          | 26%          | 26%          |
| 己二酸及中间<br>品  | 9%          | 12%         | 13%          | 15%          | 15%          |
| 多元醇          | 6%          | 6%          | 6%           | 6%           | 6%           |
| 醋酸及衍生品       | 24%         | 25%         | 27%          | 25%          | 27%          |
| 乙二醇          | 0%          | 25%         | 30%          | 28%          | 28%          |
| 其他           | 25%         | 25%         | 25%          | 25%          | 25%          |

资料来源: 公司数据、招商证券

表 4: 盈利预测简表

| 单位: 百万元          | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 9710 | 8651 | 7701 | 10817 | 12621 | 14094 |
| 营业成本             | 8068 | 6886 | 6143 | 8608  | 9943  | 11103 |
| 营业税金及附加          | 9    | 27   | 61   | 85    | 100   | 111   |
| 营业费用             | 177  | 185  | 167  | 173   | 177   | 218   |
| 管理费用             | 151  | 233  | 154  | 141   | 179   | 225   |
| 财务费用             | 315  | 245  | 141  | 384   | 458   | 363   |
| 资产减值损失           | 35   | 13   | 0    | 13    | 13    | 13    |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 955  | 1063 | 1035 | 1414  | 1751  | 2059  |
| 营业外收入            | 2    | 6    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出            | 2    | 2    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>      | 955  | 1067 | 1034 | 1412  | 1750  | 2057  |
| 所得税              | 151  | 163  | 158  | 216   | 268   | 315   |
| 净利润              | 804  | 905  | 875  | 1196  | 1482  | 1742  |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 804  | 905  | 875  | 1196  | 1482  | 1742  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.84 | 0.94 | 0.70 | 0.96  | 1.19  | 1.40  |

资料来源: 公司数据、招商证券

表 5: 公司重要公告整理

| 公告时间       | 主要内容   |
|------------|--|
| 2013/7/9   | 投资建设的 20 万吨/年多元醇项目进入试生产阶段  |
| 2014/3/28  | 董事会秘书高景宏先生辞职, 聘任高文军先生为公司董事会秘书  |
| 2014/4/30  | 10 万吨/年三聚氰胺项目 (一期) 投产, 达产后将形成 5 万吨/年的三聚氰胺生产能力  |
| 2014/8/2   | 10 万吨/年醇酮装置节能改造项目投产, 该生产线达产后将形成 10 万吨/年环己酮的生产能力, 并有效降低相关产品成本   |
| 2014/8/2   | 将于 8 月 2 日开始对部分生产装置进行停车检修, 本次检修及停开车时间共预计 26 天左右。本次检修将减少公司三季度部分产品产量, 但不影响公司 2014 年度产量计划的完成                                  |
| 2014/8/26  | 投资 28 亿元用于传统产业升级及清洁生产综合利用项目  |
| 2014/8/28  | 2014 年 8 月 28 日检修工作已经完成, 检修系统已恢复生产   |
| 2015/1/27  | 60 万吨/年硝酸项目 (一期) 生产线投产, 该生产线达产后将形成 30 万吨/年硝酸的生产能力  |
| 2015/10/27 | 拟向激励对象授予 524 万股限制性 A 股股票, 占本激励计划签署时公司股本总额 95362.50 万股的 0.549%, 授予价格为 7.44 元/股, 锁定期 3 年                                     |
| 2015/11/27 | 限制性股票激励计划获得山东省人民政府国有资产监督管理委员会批复  |
| 2016/4/30  | 投资 5.1 亿元用于建设空分装置节能技术改造项目, 建设期 24 个月   |
| 2016/4/30  | 投资 8 亿元用于建设肥料功能化项目, 建设期 24 个月, 投产后预计可实现年营业收入 13 亿元, 利润 0.66 亿元   |
| 2016/8/20  | 将于 8 月 20 日开始对部分生产装置进行停车检修, 检修及停开车时间共预计 20 天左右。本次检修将减少公司三季度部分产品产量, 但不影响公司 2016 年度产量计划的完成。                                  |
| 2016/9/9   | 2016 年 9 月 8 日检修工作已经完成, 检修系统已恢复生产  |
| 2017/3/8   | 华鲁投资用自有资金, 通过上海证券交易所交易系统增持公司股份 37 万股, 约占公司总股本的 0.03%。本次增持后, 华鲁控股间接持有公司股份总数为 4 亿股, 约占公司股份总数的 32.25%。本次增持的目的是看好公司未来发展前景及价值增长 |

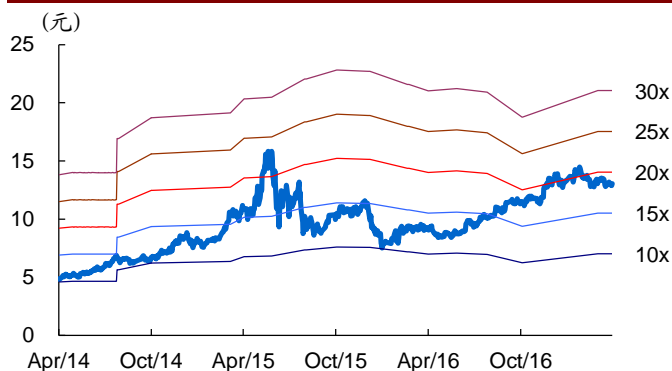
资料来源: wind, 招商证券

表 6: 在建产能与开工情况

| 主要厂区或项目  | 设计产能 | 产能利用率 (%) | 在建产能及投资情况                               | 在建产能预计完工时间  |
|----------|------|-----------|---|-------------|
| 肥料 (万吨)  | 265  | 75        | 肥料功能化项目预计增加功能性复合肥 50 万吨, 项目预计总投资 8 亿元   | 2017 年 12 月 |
| DMF (万吨) | 25   | 90        |   |             |
| 醋酸 (万吨)  | 50   | 114       |   |             |
| 己二酸 (万吨) | 16   | 94        |   |             |
| 多元醇 (万吨) | 25   | 90        | 50 万吨年乙二醇项目预计新增乙二醇 50 万吨, 项目预计总投资 27 亿元 | 2018 年 3 月  |

资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 华鲁恒升历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 华鲁恒升历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元        | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 1472         | 1998         | 6226         | 8183         | 9330         |
| 现金             | 424          | 621          | 784          | 906          | 1203         |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 503          | 574          | 806          | 941          | 1050         |
| 应收款项           | 30           | 17           | 25           | 29           | 33           |
| 其它应收款          | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 存货             | 246          | 519          | 4238         | 5874         | 6560         |
| 其他             | 268          | 265          | 372          | 432          | 482          |
| <b>非流动资产</b>   | 10136        | 11208        | 10687        | 10777        | 9940         |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 8710         | 8231         | 7778         | 7928         | 7143         |
| 无形资产           | 337          | 523          | 470          | 423          | 381          |
| 其他             | 1090         | 2454         | 2439         | 2426         | 2416         |
| <b>资产总计</b>    | <b>11609</b> | <b>13206</b> | <b>16913</b> | <b>18960</b> | <b>19270</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2381         | 2953         | 5765         | 6989         | 6301         |
| 短期借款           | 30           | 740          | 3293         | 4314         | 3449         |
| 应付账款           | 679          | 726          | 1017         | 1175         | 1312         |
| 预收账款           | 196          | 204          | 285          | 329          | 368          |
| 其他             | 1476         | 1284         | 1169         | 1171         | 1172         |
| <b>长期负债</b>    | 1853         | 2091         | 1791         | 1491         | 1191         |
| 长期借款           | 1792         | 2065         | 1765         | 1465         | 1165         |
| 其他             | 60           | 26           | 26           | 26           | 26           |
| <b>负债合计</b>    | <b>4234</b>  | <b>5044</b>  | <b>7556</b>  | <b>8480</b>  | <b>7492</b>  |
| 股本             | 959          | 1247         | 1247         | 1247         | 1247         |
| 资本公积金          | 2323         | 2330         | 2330         | 2330         | 2330         |
| 留存收益           | 4093         | 4585         | 5781         | 6903         | 8201         |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 归属于母公司所有者权益    | 7375         | 8161         | 9357         | 10480        | 11778        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>11609</b> | <b>13206</b> | <b>16913</b> | <b>18960</b> | <b>19270</b> |

现金流量表

| 单位: 百万元        | 2015         | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|----------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2409         | 997        | (1144)     | 1218       | 2350       |
| 净利润            | 905          | 875        | 1196       | 1482       | 1742       |
| 折旧摊销           | 965          | 949        | 967        | 909        | 919        |
| 财务费用           | 256          | 147        | 384        | 458        | 363        |
| 投资收益           | 0            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 营运资金变动         | 285          | (974)      | (3757)     | (1662)     | (687)      |
| 其它             | (2)          | (0)        | 66         | 31         | 13         |
| <b>投资活动现金流</b> | (607)        | (1255)     | (446)      | (1000)     | (80)       |
| 资本支出           | (616)        | (1264)     | (446)      | (1000)     | (80)       |
| 其他投资           | 9            | 9          | 0          | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (2333)       | 447        | 1752       | (96)       | (1973)     |
| 借款变动           | (1983)       | 327        | 2136       | 721        | (1165)     |
| 普通股增加          | 5            | 288        | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | (5)          | 7          | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | 0            | 0          | 0          | (359)      | (444)      |
| 其他             | (350)        | (175)      | (384)      | (458)      | (363)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(531)</b> | <b>189</b> | <b>162</b> | <b>122</b> | <b>298</b> |

利润表

| 单位: 百万元          | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 8651 | 7701 | 10817 | 12621 | 14094 |
| 营业成本             | 6886 | 6143 | 8608  | 9943  | 11103 |
| 营业税金及附加          | 27   | 61   | 85    | 100   | 111   |
| 营业费用             | 185  | 167  | 173   | 177   | 218   |
| 管理费用             | 233  | 154  | 141   | 179   | 225   |
| 财务费用             | 245  | 141  | 384   | 458   | 363   |
| 资产减值损失           | 13   | 0    | 13    | 13    | 13    |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 1063 | 1035 | 1414  | 1751  | 2059  |
| 营业外收入            | 6    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出            | 2    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>      | 1067 | 1034 | 1412  | 1750  | 2057  |
| 所得税              | 163  | 158  | 216   | 268   | 315   |
| <b>净利润</b>       | 905  | 875  | 1196  | 1482  | 1742  |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 905  | 875  | 1196  | 1482  | 1742  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.94 | 0.70 | 0.96  | 1.19  | 1.40  |

主要财务比率

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | -11%  | -11%  | 40%   | 17%   | 12%   |
| 营业利润            | 11%   | -3%   | 37%   | 24%   | 18%   |
| 净利润             | 12%   | -3%   | 37%   | 24%   | 18%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 20.4% | 20.2% | 20.4% | 21.2% | 21.2% |
| 净利率             | 10.5% | 11.4% | 11.1% | 11.7% | 12.4% |
| ROE             | 12.3% | 10.7% | 12.8% | 14.1% | 14.8% |
| ROIC            | 10.5% | 8.2%  | 9.9%  | 10.8% | 11.8% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 36.5% | 38.2% | 44.7% | 44.7% | 38.9% |
| 净负债比率           | 27.3% | 29.7% | 35.8% | 35.8% | 29.1% |
| 流动比率            | 0.6   | 0.7   | 1.1   | 1.2   | 1.5   |
| 速动比率            | 0.5   | 0.5   | 0.3   | 0.3   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率           | 23.6  | 16.1  | 3.6   | 2.0   | 1.8   |
| 应收帐款周转率         | 280.4 | 327.8 | 510.0 | 463.3 | 453.9 |
| 应付帐款周转率         | 9.4   | 8.7   | 9.9   | 9.1   | 8.9   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.94  | 0.70  | 0.96  | 1.19  | 1.40  |
| 每股经营现金          | 2.51  | 0.80  | -0.92 | 0.98  | 1.89  |
| 每股净资产           | 7.69  | 6.55  | 7.51  | 8.41  | 9.45  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.29  | 0.36  | 0.42  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 13.8  | 18.6  | 13.6  | 11.0  | 9.3   |
| PB              | 1.7   | 2.0   | 1.7   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 9.3   | 9.9   | 7.6   | 6.7   | 6.3   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券，8 年化工行业研究经验。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券，8 年化工及环保行业研究经验。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金，4 年化工研究经验。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数



## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。