

强烈推荐-A (维持)

华鲁恒升 600426.SH

当前股价: 11.4 元

2017 年 06 月 12 日

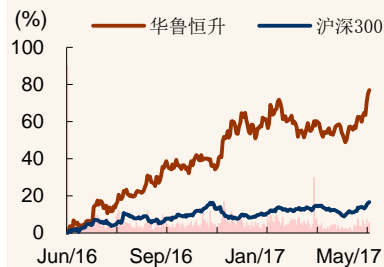
现在如何看华鲁? 详解与目前市场的预期差
——深度报告之三

基础数据

上证综指	3158
总股本(万股)	162048
已上市流通股(万股)	161163
总市值(亿元)	185
流通市值(亿元)	184
每股净资产(MRQ)	5.2
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	15	26	70
相对表现	8	23	57



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华鲁恒升(600426)——乙二醇产品技改降本、突破高端化纤用户认证有望大幅提升产品盈利水平》2017-03-30

3、《华鲁恒升(600426)——尿素主业触底反弹,乙二醇提供未来成长空间》2016-11-29

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

本篇报告详细阐述了优质煤化工龙头公司华鲁恒升的竞争优势和未来发展前景,开篇更是着重分析当前市场的预期差,最终结论是当前时点来看,依然强烈推荐买入!预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.75 元、0.96 元、1.23 元,估值有较安全边际。

□ 对比制造业两大龙头公司福耀玻璃、中国巨石,同为优质白马的华鲁恒升估值具有相当大的吸引力,未来成长空间更是不输两大制造业龙头。1) 2 家对比公司 2014-2016 年平均 PE 为 15、25 倍,华鲁 2014-2016 年平均 PE 为 14 倍。2) 2 家对比公司 2017-2019 年净利润增速为 16%、15%,华鲁 2017-2019 年净利润增速为 28%; 2 家对比公司 PEG 为 1、1.7,而华鲁 PEG 仅为 0.5。3) 华鲁恒升 ROE 整体趋势向上,与福耀玻璃等其他行业巨头差距在缩小,已连续 3 年第一季度 ROE 追平 2 大龙头。

□ 竞争优势极强,未来净利润高增速有保障,绝对是周期里面的成长股。1) 虽然煤价近 5 年波动幅度极大,但华鲁恒升作为煤化工行业的绝对领头羊,通过极强的成本控制能力、高效的管理水平和多元化产品的战略路线强势保持每年利润的高速增长,5 年时间内净利润增长近 100%,预计未来 3 年复合增速 30%以上。2) 华鲁恒升绝非大多数人以为的传统尿素公司,其尿素收入和利润占比逐年降低,2016 年尿素毛利占比仅有 23%。公司持续一头多线生产,产品极为多元化!

□ 持续投入技术和工艺让公司于弱势中胜出,成本不断下降。1) 即将投产的 100 万吨氨醇产能将继续巩固成本优势,投产后将满足后期新增 100 万吨尿素、50 万吨复合肥和 50 万吨乙二醇的原料供给,届时将补齐外购甲醇的缺口,实现原料完全自给,单吨成本有望继续下降。2) 公司拥有极强的新项目建设和试开车工作的控制和调节能力,新产能投放后 1-2 个月即能满产贡献利润,而同行其他公司大多需要超过 1 年的时间调试后方能满产。

□ 维持强烈推荐! 2017-19EPS 分别为 0.75/0.96/1.23 元,净利润同比增速分别为 38%、29%、28%、最新收盘价对应估值分别为 15/12/9 倍。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	8651	7701	10338	12728	14699
同比增长	-11%	-11%	34%	23%	15%
营业利润(百万元)	1063	1035	1427	1841	2365
同比增长	11%	-3%	38%	29%	28%
净利润(百万元)	905	875	1207	1558	2001
同比增长	12%	-3%	38%	29%	28%
每股收益(元)	0.94	0.70	0.75	0.96	1.23
PE	12.1	16.2	15.3	11.9	9.2
PB	1.5	1.7	1.9	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、与当前市场的预期差.....	5
1、与当前涨的最好的制造业龙头相比估值依然便宜.....	5
2、竞争优势极强，未来净利润高增速有保障，绝对是周期里面的成长股！.....	6
3、尿素占比逐年降低，一头多线多元化生产.....	7
4、持续投入技术和工艺让公司于弱势中胜出，成本不断下降.....	7
二、公司成本控制能力极强，管理水平业内一流，成本未来仍有下降空间.....	9
1、煤气化工艺先进，煤炭成本低.....	9
2、尿素单吨生产成本业内最低.....	9
3、公司注重控本提效，技改不断降本持续.....	10
4、费用率逐年下降，管理效率极高.....	10
5、油煤价差处历史底部，未来大概率上行，煤化工经济优势凸显.....	11
三、产品多元化降低对单一品种的依赖，提升盈利能力.....	12
1、尿素收入利润占比逐年下降，产品多元化趋势明显.....	12
2、尿素全年均价明显高于去年，最坏的时期已过去.....	12
3、受大宗商品价格周期波动较小.....	13
四、在建产能丰富，保障利润持续高速增长.....	14
1、100万吨氨醇新增产能有望让生产成本持续降低.....	14
2、乙二醇进口替代空间大，公司50万吨投产后年化利润贡献有望超过8亿元.....	14
五、盈利预测与投资评级.....	16
1. 主要假设.....	16
2. 盈利预测与投资评级.....	17

图表目录

图 1: 3 家公司近三个月股价累计涨幅 (%).....	5
图 2: 3 家公司 PE(ttm)走势 (%).....	5
图 3: 3 家公司 PB(LF)走势 (%).....	5
图 4: 3 家公司未来 2017~2019 年净利润增速一览 (%).....	5
图 5: 3 家公司分季度 ROE 一览 (%).....	6
图 6: 动力煤价格走势 (元/吨).....	6

图 7: 5 家公司 ROE (%)	6
图 8: 公司尿素收入占比 (%)	7
图 9: 公司尿素毛利占比 (%)	7
图 10: 公司产品结构.....	8
图 11: 同行业尿素毛利率比较 (%)	10
图 12: 与竞争对手尿素单吨成本对比 (元/吨)	10
图 13: 华鲁销售、管理、财务费用率 (%)	11
图 14: 同行公司销售费用率对比 (%)	11
图 15: 同行公司管理费用率对比 (%)	11
图 16: 同行公司财务费用率对比 (%)	11
图 17: 油煤价差走势图 (元/吨)	12
图 18: 华鲁恒升分业务收入结构 (亿元)	12
图 19: 华鲁恒升分业务毛利润结构 (亿元)	12
图 20: 动力煤价格走势 (元/吨)	13
图 21: 尿素行业开工率 (%)	13
图 22: 公司尿素产能稳步提升 (万吨)	13
图 23: 公司尿素收入占比逐年下滑 (%)	13
图 24: 乙二醇产业链.....	15
图 25: 乙二醇价格走势 (元/吨)	15
图 26: 华鲁恒升历史 PE Band.....	18
图 27: 华鲁恒升历史 PB Band.....	18
表 1、5 家公司净利润增速一览 (%)	7
表 2、5 家公司净利率一览 (%)	7
表 3、公司已有和在建产能统计表.....	8
表 4、煤气化指标及参数比较	9
表 5、公司上市以来所有技改项目明细.....	10
表 6、煤化工公司 2014~15 年净利润增速 (%)	13
表 7、公司在建工程项目明细	14
表 8、乙二醇市场空间测算.....	15
表 9、乙二醇生产成本分析及比较.....	16

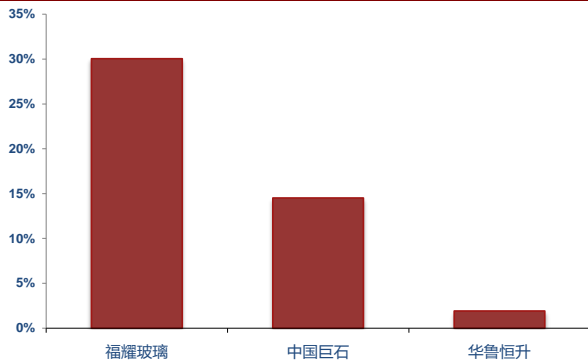
表 10、销售收入结构预测.....	16
表 11、可比公司估值表（截至 2017 年 6 月 9 日收盘）	17
附：财务预测表	19

一、与当前市场的预期差

1、与当前涨的最好的制造业龙头相比估值依然便宜

对比制造业两大龙头公司福耀玻璃、中国巨石，同为优质白马的华鲁恒升估值具有相当大的吸引力，未来成长空间更是不输两大制造业龙头。1) 2家对比公司 2014-2016 年平均 PE 为 15.25 倍，华鲁 2014-2016 年平均 PE 为 14 倍。2) 2家对比公司 2014-2016 年平均 PB 为 2.5、3 倍，华鲁 2014-2016 年 PB 为 1.6。3) 2家对比公司 2017-2019 年净利润增速为 16%、15%，华鲁 2017-2019 年净利润增速为 28%；2家对比公司 PEG 为 1、1.7，而华鲁 PEG 仅为 0.5。4) 华鲁恒升 ROE 整体趋势向上，与福耀玻璃等其他行业巨头差距在缩小，已连续 3 年第一季度 ROE 追平行业龙头。

图 1: 3 家公司近三个月股价累计涨幅 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 3 家公司 PE(ttm) 走势 (%)



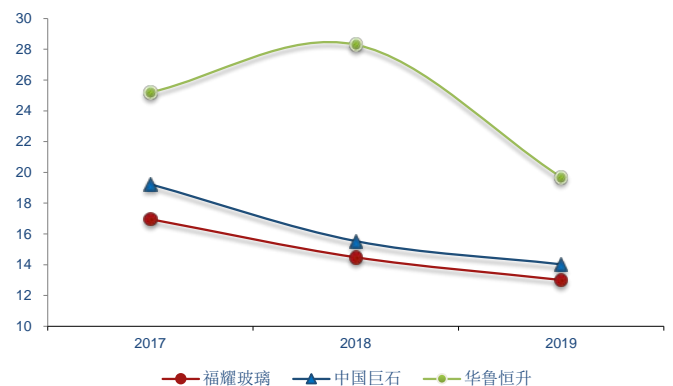
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 3 家公司 PB(LF) 走势 (%)



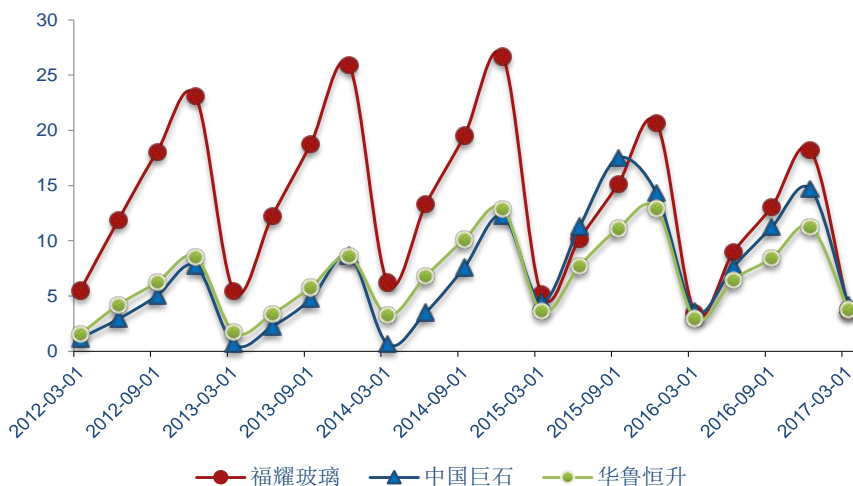
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 3 家公司未来 2017~2019 年净利润增速一览 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 3 家公司分季度 ROE 一览 (%)

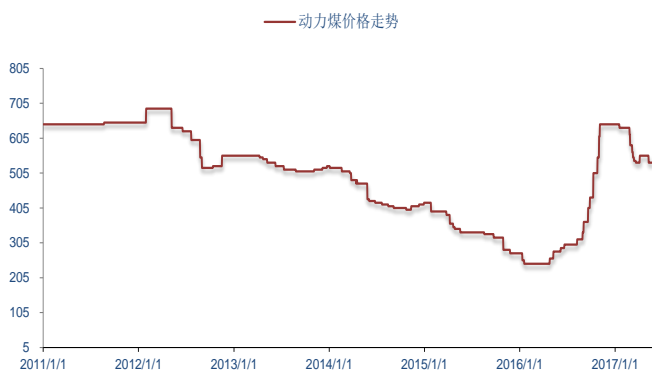


资料来源: Wind、招商证券

2、竞争优势极强，未来净利润高增速有保障，绝对是周期里面的成长股！

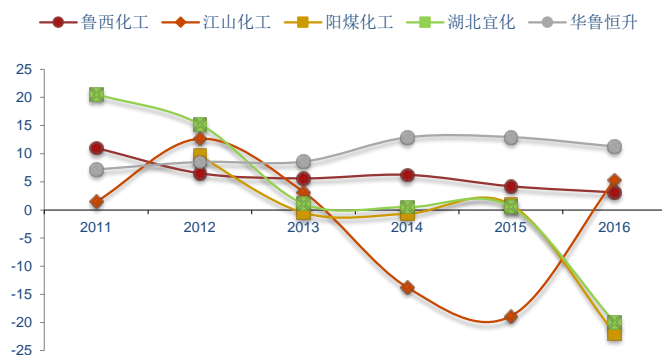
虽然煤价近 5 年波动幅度极大，但华鲁恒升作为煤化工行业的绝对领头羊，通过极强的成本控制能力、高效的管理水平和多元化产品的战略路线强势保持每年利润的高速增长，5 年时间内净利润增长近 100%，预计未来 3 年复合增速 30% 以上。纵观煤化工同行公司，利润几乎都随着煤价和终端产品价格剧烈波动，周期性极强，同行公司历史 ROE 平均水平仅为 1%，华鲁高达 10% 高出 9 个百分点。

图 6: 动力煤价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

图 7: 5 家公司 ROE (%)



资料来源: Wind、招商证券

表 1、5 家公司净利润增速一览 (%)

日期	鲁西化工	江山化工	阳煤化工	湖北宜化	华鲁恒升
2011	99.89	-228.53	-1956.09	23.25	39.57
2012	-20.05	220.26	0.03	16.37	27.31
2013	-9.89	-51.35	-93.17	-86.40	8.41
2014	18.03	-645.04	-127.61	-60.59	64.33
2015	-19.87	-15.80	385.40	-31.25	12.46
2016	-12.69	125.00	-2613.26	-2692.02	-3.22

资料来源: Wind、招商证券

表 2、5 家公司净利率一览 (%)

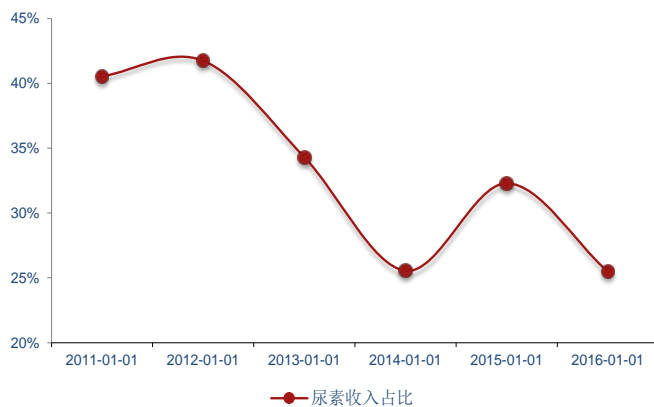
日期	鲁西化工	江山化工	阳煤化工	湖北宜化	华鲁恒升
2011	3.46	-2.69	-52.71	5.56	3.61
2012	2.33	2.94	4.17	5.24	3.99
2013	1.81	1.20	0.13	0.62	4.01
2014	1.91	-5.77	-0.05	0.22	6.33
2015	1.37	-6.92	0.12	0.14	7.34
2016	1.07	1.84	-2.79	-3.53	7.06

资料来源: Wind、招商证券

3、尿素占比逐年降低，一头多线多元化生产

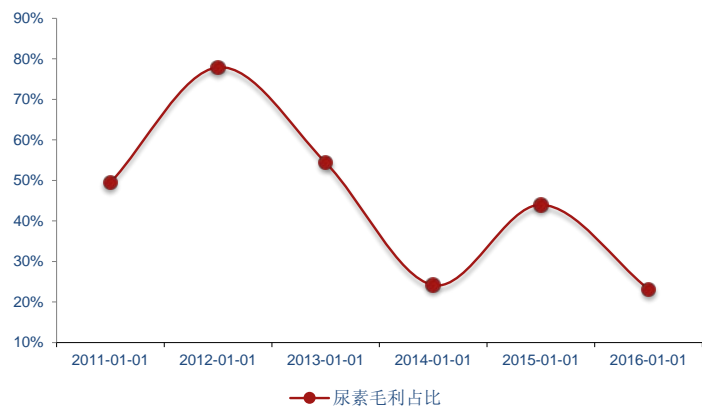
华鲁恒升绝非大多数人以为的传统尿素公司，其尿素收入和利润占比逐年降低，并预计此趋势将持续布局一头多线进行生产，产品极为多元化！公司尿素收入占比由 2011 年的 41% 下降 16 个百分点至 2016 年的 25%，尿素毛利占比由 49% 下降 26 个百分点至 23%。

图 8: 公司尿素收入占比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 9: 公司尿素毛利占比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

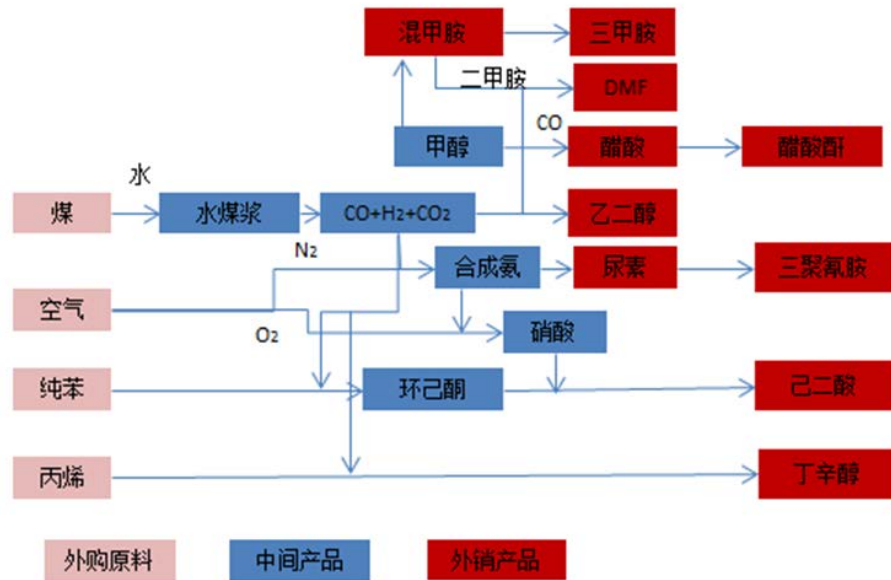
4、持续投入技术和工艺让公司于弱势中胜出，成本不断下降

即将投产的 100 万吨氨醇产能将继续巩固成本优势。近两年公司新产能的投放不仅有 50 万吨乙二醇产能，还有 7 月即将投产的 100 万吨氨醇产能，投产后将满足后期新增 100 万吨尿素、50 万吨复合肥和 50 万吨乙二醇的原料供给，届时将补齐外购甲醇的缺

口，实现原料完全自给，单吨成本有望继续下降。公司现有氨醇产能为 220 万吨，在建的 100 万吨氨醇产能预计 7 月投产，氨醇联产液氨和甲醇，液氨可单独销售可制成尿素，甲醇可以制备醋酸、DMF/甲胺，产线可以根据产品销售情况切换。

公司拥有极强的新项目建设和试开车工作的控制和调节能力，新产能投放后 1-2 个月即能满产贡献利润，而同行其他公司大多需要超过 1 年的时间进行设备的调试后方能满产。

图 10: 公司产品结构



资料来源: Wind、招商证券

表 3、公司已有和在建产能统计表

产品 (万吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	备注
氨醇	150	220	220	220	220	220	在建 100 万吨产能预计 2017 年 7 月投产，基本为甲醇
尿素	150	150	150	180	180	180	在建 100 万吨(其中 30 万吨替换旧产能)，预计 2017 年四季度投产
复合肥				30	30	30	在建 50 万吨，预计 2017 年四季度投产
DMF	25	25	25	25	25	25	
三甲胺	6	6	6	20	20	20	
三聚氰胺				5	5	5	预计二期 5 万吨 2017 年开工建设
醋酸	35	35	50	50	50	50	
醋酐	10	10	10	10	10	10	
乙二醇	-	5	5	5	5	5	预计 2018 年 3 月 50 万吨投产
己二酸	-	8	16	16	16	16	
多元醇	-	--	20	20	20	20	

资料来源: 公司公告、招商证券

正文我们将详细分析华鲁恒升的核心竞争优势和未来看点。

二、公司成本控制能力极强，管理水平业内一流，成本未来仍有下降空间

1、煤气化工艺先进，煤炭成本低

2014 年公司自主研发了水煤浆气化技术替代传统的 UGI 固定床气化工艺造气技术，并投资 28 亿元用于传统产业升级及清洁生产综合利用项目，建设年生产能力为 13.7 亿 Nm³ 的羰基合成气 (CO+H₂) 生产装置，可进一步降低原料煤和公用工程消耗，有效减少环境污染。目前煤价下，华鲁恒升的尿素生产成本比固定床技术低 300 元/吨。

公司于 2011 年实现用烟煤气化制尿素的技术突破，较昂贵的无烟煤具有明显成本优势。据统计，2011~2016 年烟煤比无烟煤的价格平均低 10 元/吨，生产 1 吨尿素耗煤约 1.5 吨，按照现有尿素产能 180 万吨测算，每年可节约成本 2700 万元。此外，公司地处山东省，本身是农业和化工行业大省，且有铁路专线直连神华煤矿，导致公司是原料+市场的综合运距最短的煤化工企业之一。

表 4、煤气化指标及参数比较

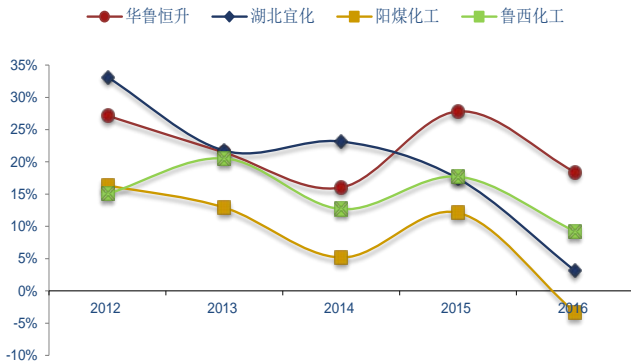
指标	航天炉	德士古	壳牌炉	固定床	多喷嘴
煤种	基本上所有煤种	成浆性好、灰熔点低的煤种	基本上所有煤种	无烟煤	较广泛，成浆性好的煤
原料输送方式	干粉煤，气体运输	水煤浆，泵送	干粉煤，氮气输送	块状，皮带输送	水煤浆，泵送
有效气 (CO+H ₂) (%)	90~92%	78~81%	89~93%	75%	85%
碳转化率 (%)	≥99	96~98	>99	85	97
比氧耗 [Nm ³ /1000Nm(CO+H ₂)]	330~360	380~430	330~360	430	360
吨氨煤耗 (t)	1.31	1.43	1.32	1.24	1.42
吨氨电耗 (KW·h)	360	500	1800	1330	400
运行情况	稳定	良好，成熟	应用实例少，运行不顺利	成本高	良好
设备国产化率	较高	较高	关键设备引进	较高	较高
应用实例	鲁西化工、临泉化工	上海焦化、陕西神木	柳化股份、中石化	鲁西化工、湖北宜化	华鲁恒升、兖矿国泰

资料来源：中国知网、招商证券

2、尿素单吨生产成本业内最低

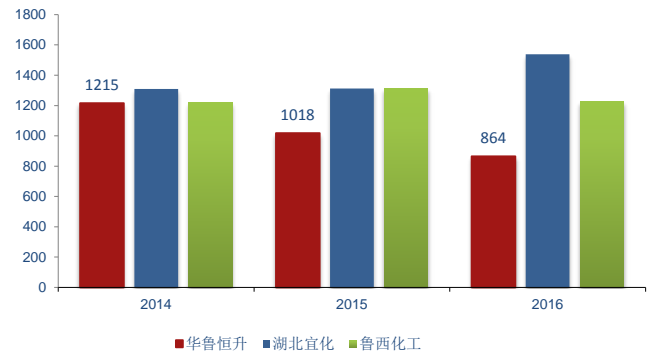
根据 2014~2016 年公司及其同行竞争对手的尿素单吨成本统计，按照各自成本降幅来看，公司年成本降低幅度平均 16%，高于同行竞争对手约 20 个百分点；按照成本绝对值来看，公司 2016 年单吨肥料成本仅 864 元/吨，低于同行竞争对手约 37%。

图 11: 同行业尿素毛利率比较 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 与竞争对手尿素单吨成本对比 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

3、公司注重控本提效，技改不断降本持续

公司坚持技术先进、系统优化、精细管理与安全环保理念，积极主动地进行转型升级、节能减排、绿色发展，提高企业安全环保水平，降本增效，提升企业盈利能力。自上市以来，公司实施数项技术改造项目进行产线工艺和设备的优化，有效的降低成本。2) 迄今为止，技改项目总金额约 108 亿元，资金来源全部为自筹或贷款，未发过债券和定增，财务杠杆低、内生增长强劲。

表 5、公司上市以来所有技改项目明细

项目名称	开始时间	完工时间	预算金额 (亿元)	资金来源
传统产业升级及清洁生产综合利用项目	2014 年 8 月	2017 年 8 月	28.3	自筹、贷款
锅炉结构调整项目	2015 年及之后	2016 年 12 月	3.9	自筹、贷款
空分装置节能技术改造项目	2016 年 4 月	2018 年 4 月	5.1	自筹、贷款
肥料功能化项目	2016 年 4 月	2018 年 4 月	8.0	自筹、贷款
10 万吨/年醇酮装置节能改造项目	2012 年 3 月	2014 年 8 月	5.1	自筹、贷款
5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目	2010 年 2 月	2014 年 6 月	4.5	自筹
醋酸装置节能新工艺改造项目	2010 年 12 月	2013 年 9 月完工	44.2	自筹
尿素产品多元化及节能技术改造项目	2009 年 2 月	2010 年 6 月	1.9	自筹
氨合成能量系统优化项目	2009 年 2 月	2010 年 4 月	1.2	自筹
化肥原料煤本地化及动力结构调整	2004 年	2006 年	3.2	贷款、自筹
大氮肥项目	2002 年 9 月	2004 年 12 月	2.8	自筹、贷款

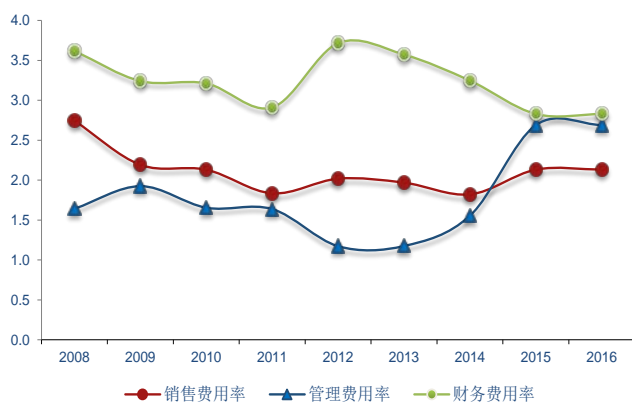
资料来源: 公司公告、招商证券

4、费用率逐年下降，管理效率极高

华鲁费用率控制在业内较低水平，近几年都低位平稳运行，体现公司优质的管理能力和

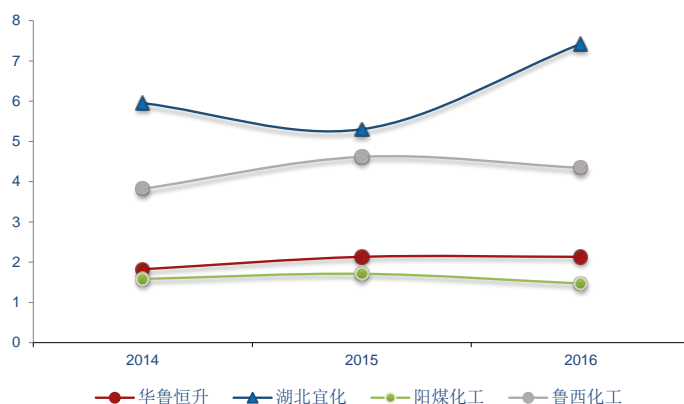
经营效率。以 2016 年为例，华鲁三项费用率合计 8%，其他 3 家可比公司费用率处于 12%~15%，相差近一倍的空间。

图 13: 华鲁销售、管理、财务费用率 (%)



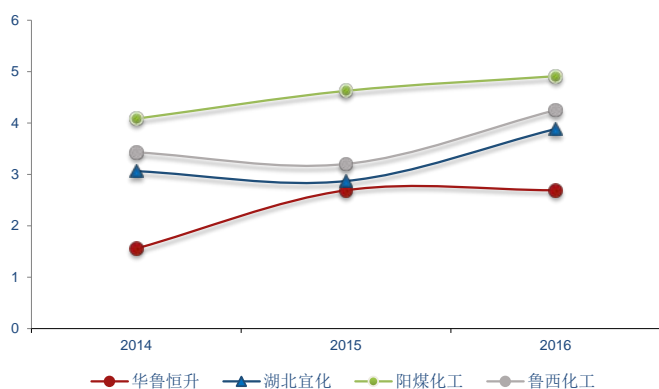
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 同行公司销售费用率对比 (%)



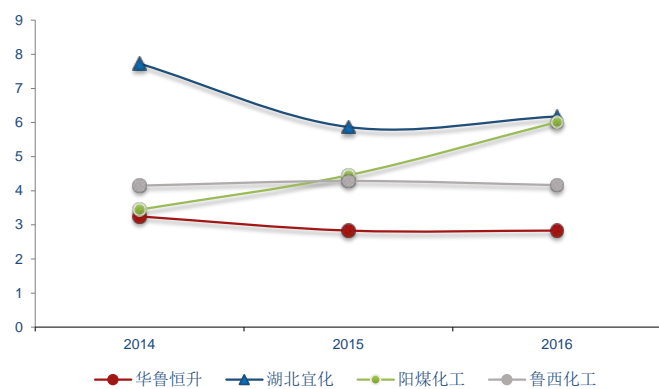
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 同行公司管理费用率对比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 16: 同行公司财务费用率对比 (%)

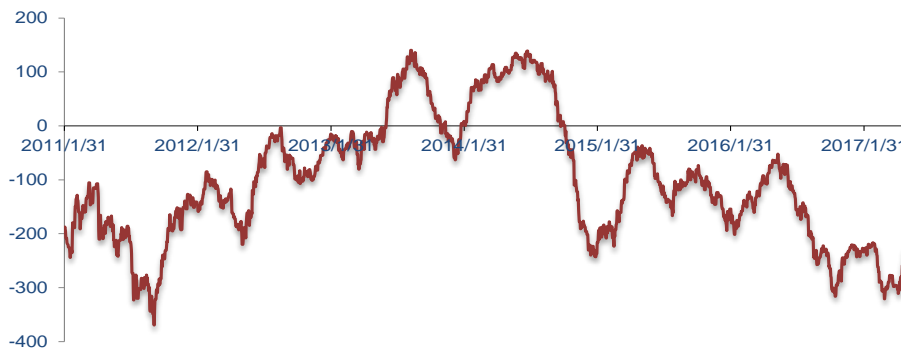


资料来源: Wind、招商证券

5、油煤价差处历史底部，未来大概率上行，煤化工经济优势凸显

我们统计的油煤价差为油价减去煤价的差值，该指标高低意味着油和煤的经济性孰高孰低。众所周知，煤炭与石油存在明显的替代关系，尤其是烯烃等原材料均可用石油或者煤炭作为基础原料。当前油价尚处于历史低位，油煤价差也低位震荡，未来随着油价反弹走高价差必定是上行趋势，届时煤化工的经济性优势将极为明显。

图 17: 油煤价差走势图 (元/吨)



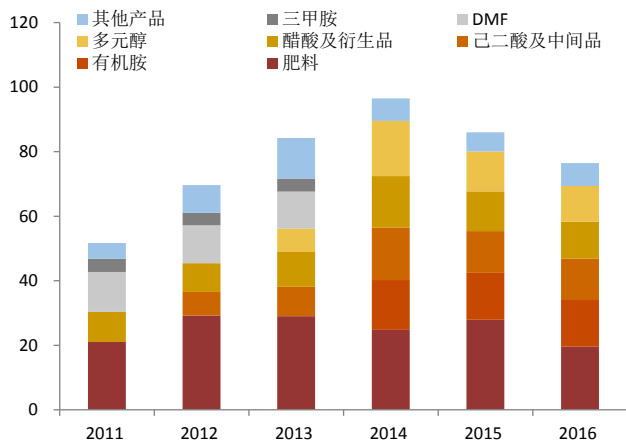
资料来源: Wind、招商证券 (注: 油价统计口径为 WTI 原油, 动力煤统计口径为秦皇岛动力煤)

三、产品多元化降低对单一品种的依赖, 提升盈利能力

1、尿素收入利润占比逐年下降, 产品多元化趋势明显

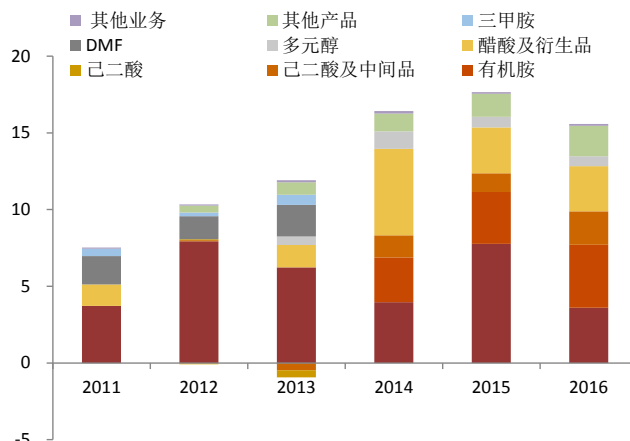
公司尿素收入占比从 2002 年的 72% 降至 2016 年的 25%, 14 年内下降了 47 个百分点。经过近几年的业务拓展, 公司产品种类相当丰富, 从煤头出发做醋酸、DMF、己二酸等盈利性高的化工票; 乙二醇从 2012 年开始到 16 年底已实现技术突破, 产品盈利性强, 将于 2018 年实现量产大幅贡献收入和利润。

图 18: 华鲁恒升分业务收入结构 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 华鲁恒升分业务毛利润结构 (亿元)



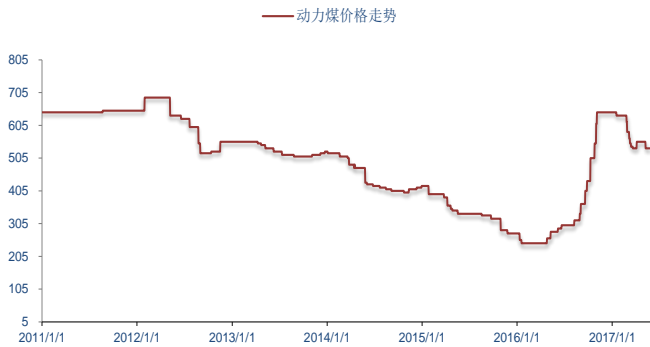
资料来源: Wind、招商证券

2、尿素全年均价明显高于去年, 最坏的时期已过去

截至 2017 年 6 月, 尿素价格已从最低点反弹 47% 至 1530 元/吨, 开工率低位徘徊、停产产能基本未复产、下游复合肥夏季后期备肥有望让尿素价格稳定运行。1) 煤炭价格走高, 行业成本端的压力加剧, 尿素单吨盈利微薄, 行业整体开工率仅 55%。2) 政策保护主义逐步消失, 环保趋严, 行业落后产能加速淘汰。截至 2017 年 6 月, 全行业长

期停产及退出产能达 1041 万吨，占总产能的 12.30%。2017 年短期停产及处于检修的产能高达 1072 万吨，其中有明确复产时间的产能仅 263 万吨。3) 5 月底高氮复合肥备肥进入夏季后期，需求小幅反弹，复合肥企业开工率仍低位徘徊。

图 20: 动力煤价格走势 (元/吨)



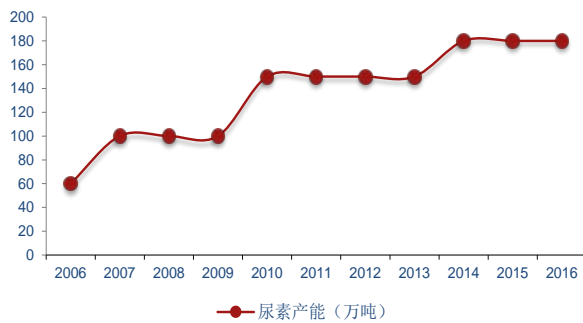
资料来源: Wind、招商证券

图 21: 尿素行业开工率 (%)



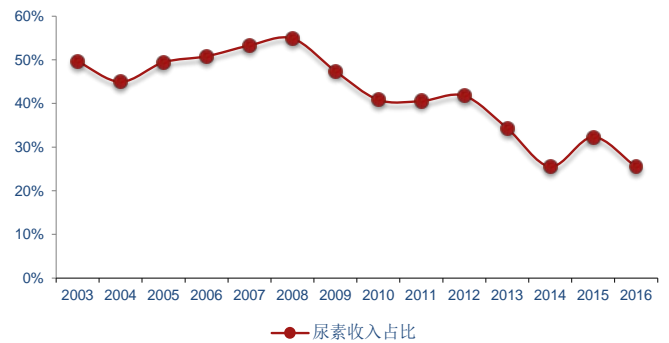
资料来源: Wind、招商证券

图 22: 公司尿素产能稳步提升 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

图 23: 公司尿素收入占比逐年下滑 (%)



资料来源: wind、招商证券

3、受大宗商品价格周期波动较小

2014 年是大宗商品熊市，DMF 价格下降 30.0%，有机胺价格下降 14.5%，己二酸价格下降 31.9%，多元醇价格下降 29.4%，三甲胺价格下降 10.0%，但是华鲁 2014 年依然实现 93.5% 的利润增长，说明公司多元化战略成效显著，能将周期好坏对自身的影响控制到最小。

表 6、煤化工公司 2014~15 年净利润增速 (%)

日期	华鲁恒升	湖北宜化	鲁西化工	阳煤化工
2014-03-31	64.33	-60.59	-127.61	18.03
2014-06-30	12.46	-31.25	385.40	-19.87

资料来源: Wind、招商证券

四、在建产能丰富，保障利润持续高速增长

表 7、公司在建工程项目明细

项目名称	开始时间	完工时间	预算金额 (亿元)	资金来源
传统产业升级及清洁生产综合利用项目	2014 年 8 月	2017 年 8 月	28.31	自筹、贷款
空分装置节能技术改造项目	2016 年 4 月	2018 年 4 月	5.06	自筹、贷款
肥料功能化项目	2016 年 4 月	2018 年 4 月	8.00	自筹、贷款
100 万吨/年尿素技术改造	2017 年第 3、4 季度			自筹
50 万吨/年乙二醇项目	2016 年 4 月	2018 年 3 月	26.74	自筹、贷款

资料来源：公司公告、招商证券

1、100 万吨氨醇新增产能有望让生产成本持续降低

即将投产的 100 万吨氨醇产能将继续巩固成本优势。近两年公司新产能的投放不仅有 50 万吨乙二醇产能，还有 7 月即将投产的 100 万吨氨醇产能，投产后将满足后期新增 100 万吨尿素、50 万吨复合肥和 50 万吨乙二醇的原料供给，届时将补齐外购甲醇的缺口，实现原料完全自给，单吨成本有望继续下降。公司现有氨醇产能为 220 万吨，在建的 100 万吨氨醇产能预计 7 月投产，氨醇联产液氨和甲醇，液氨可单独销售可制成尿素，甲醇可以制备醋酸、DMF/甲胺，产线可以根据产品销售情况切换

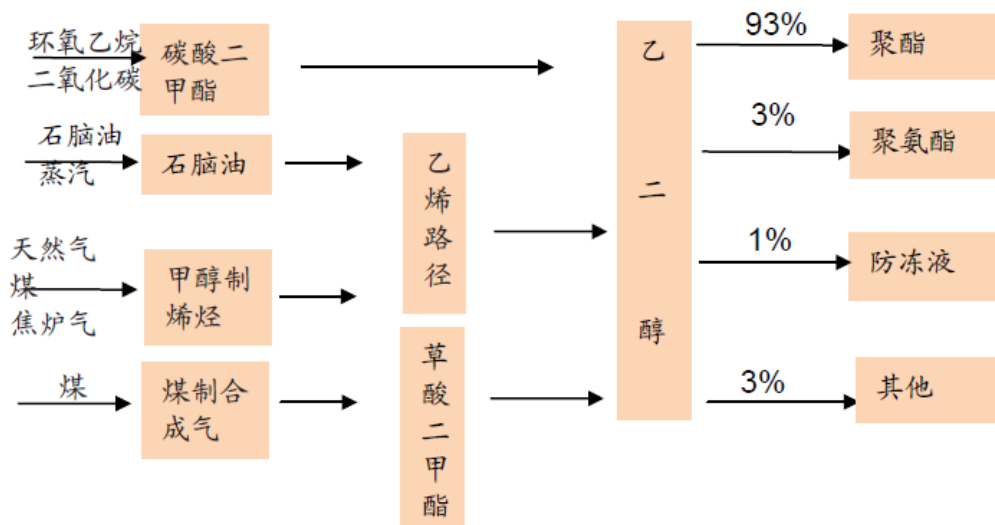
2、乙二醇进口替代空间大，公司 50 万吨投产后年化利润贡献有望超过 8 亿元

乙二醇供需缺口大，供不应求的格局仍将持续。国内乙二醇产能基础较差，即使设备满产，离满足国内需求尚有较大差距，同时，受到极具价格优势的中东进口产品的冲击，国内现有设备的开工率常年徘徊在 40%-50%之间，供需缺口进一步加大。尽管乙二醇产能在近几年有加速扩张的趋势，但消费方面仍将有 600~700 万吨/年的缺口。

预计我国乙二醇 2020 年市场规模有望达到 685 亿元，产量达 995 万吨。假设条件：1) 乙二醇价格：截至 2017 年 6 月乙二醇的价格约 6880 元/吨，鉴于原油价格触底回升行情回暖，预计未来乙二醇价格有望持续走高，保守估计维持现价。2) 表观消费量：下游聚酯的需求近几年保持稳定，考虑到乙二醇其他下游市场需求增加，未来年均增速 5%。3) 乙二醇产量：根据在建项目投产进度保守测算，年复合增速 21%，预计 2020 年乙二醇产量达到 995 万吨。

华鲁目前 5 万吨乙二醇试运行十分顺利，已有 1/3 供货高端聚酯客户，单吨盈利 1500 元左右。50 万吨乙二醇预计 2018 年 3 月份投产，投产后 1-2 个月后即可满产，届时由于单吨固定成本下降、工艺改进，单吨完全成本有望在现有基础上降低 20%。保守测算，新项目吨净利超过 1500 元，满产后全年利润贡献有望超过 8 亿元。

图 24: 乙二醇产业链



资料来源：中国知网、招商证券

图 25: 乙二醇价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind、招商证券

表 8、乙二醇市场空间测算

项目	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
乙二醇产量 (万吨)	443	400	480	576	691	829	995
乙二醇产量增速 YOY	20%	-10%	20%	20%	20%	20%	20%
乙二醇表观消费量 (万吨)	1266	1298	1337	1404	1474	1548	1625
乙二醇表观消费量增速 YOY	6%	3%	3%	5%	5%	5%	5%
乙二醇价格 (元/吨)			5369	6880	6880	6880	6880

市场规模 (亿元)				396	476	571	685
-----------	--	--	--	-----	-----	-----	-----

资料来源: 卓创资讯、招商证券

未来煤制乙二醇是主流工艺, 除已立项的项目外不会考虑再建石油制乙二醇项目。据草根调研, 当油价维持在 30~40 美元/桶之时煤制乙二醇即可实现盈利, 而其他的煤制烯烃、煤制油则需要 50 美元/桶, 所以煤制乙二醇是所有工艺中抗油价下跌能力最强的。只要乙烯不大幅度降价, 石油制法竞争力欠佳。

截至 2017 年 5 月底, 据测算得出国内煤制乙二醇吨生产成本 5067 元, 石油制乙二醇吨生产成本 7350 元/吨, 前者较后者吨成本低 45%。基本假设: 褐煤价格取内蒙古霍林郭勒坑口 2017 年前 6 月平均价格; 甲醇价格取华东地区 2017 年前 6 月平均价格; NH₃ 价格取长三角地区 2017 年前 6 月平均价格; 乙烯价格取东南亚 CFR 按当天汇率折算价 2017 年前 6 月平均价格。

表 9、乙二醇生产成本分析及比较

煤制乙二醇					石油制乙二醇				
项目	单耗	单耗单位	单价 (元/吨)	费用 (元)	项目	单耗 (吨)	单耗单位	单价 (元/吨)	费用 (元)
褐煤	5.66	吨/吨	297.1	1681	乙烯	0.802	吨/吨	7245	5810
甲醇	0.12	吨/吨	2762	331	O ₂	0.933	吨/吨	270	252
NH ₃	0.073	吨/吨	2631	192	CH ₄	0.007	吨/吨	1500	11
催化剂				277	助剂				100
新鲜水	5	吨/吨	5	25	脱盐水	0.44	吨/吨	15	7
循环水	440	吨/吨	0.5	220	循环水	320	吨/吨	0.5	160
蒸汽	6	吨/吨	120	720	蒸汽	2	吨/吨	120	240
压缩空气	50	立方米/吨	1	50	N ₂	0.01	吨/吨	400	4
电	1100	KW·H/吨	0.6	660	电	433	KW·H/吨	0.6	260
折旧				700	折旧				75
人工				10	人工				32
制造费用及其他				200	制造费用及其他				400
合计				5067	合计				7350

资料来源: 中国知网、招商证券

五、盈利预测与投资评级

1. 主要假设

- 1) 公司在建项目按计划投产, 主要产品可以实现顺利销售;
- 2) 公司销售价格、毛利率不会大幅波动; 主要产品税收政策在预测期保持不变

表 10、销售收入结构预测

单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7701	10338	12728	14699
肥料	1961	3297	3900	4050

有机胺	1445	1605	1598	1608
己二酸及中间品	1286	1614	1796	1999
多元醇	1111	1413	1466	1466
醋酸及衍生品	1139	1428	1428	1499
乙二醇	0	275	1800	3300
其他	706	705	740	777
收入增长率	-11%	34%	23%	15%
肥料	-30%	68%	18%	4%
有机胺	0%	11%	0%	1%
己二酸及中间品	-1%	25%	11%	11%
多元醇	-10%	27%	4%	0%
醋酸及衍生品	-8%	25%	0%	5%
乙二醇	0%	0%	0%	0%
其他	5%	5%	5%	5%
毛利率	20%	21%	22%	24%
肥料	23%	24%	23%	25%
有机胺	26%	26%	26%	26%
己二酸及中间品	12%	13%	15%	17%
多元醇	6%	6%	6%	6%
醋酸及衍生品	25%	30%	27%	27%
乙二醇	25%	30%	28%	33%
其他	25%	25%	25%	25%

资料来源：公司公告、招商证券

2. 盈利预测与投资评级

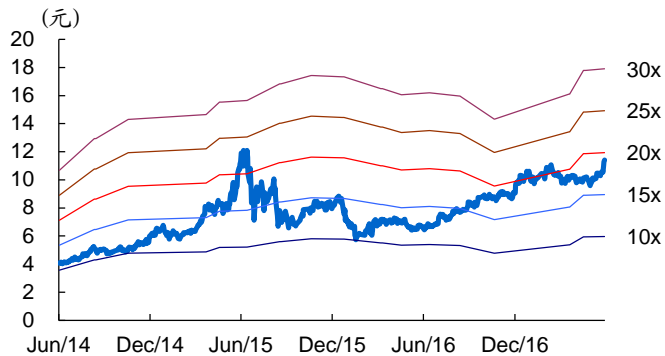
维持“强烈推荐-A”。公司依托煤气化平台，发展尿素、大宗化工品等业务，具备一体化优势，成本控制优势显著，产能有序推进，经营业绩稳步提升。2017-2019年EPS分别为0.75元、0.96元、1.23元，净利润同比增速分别为38%、29%、28%，最新收盘价对应估值分别为15/12/9倍。

表 11、可比公司估值表（截至 2017 年 6 月 9 日收盘）

公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E			
华鲁恒升	0.54	0.75	0.96	-3%	39%	28%	21	15	12	2.21	11%	185
鲁西化工	0.09	0.50	0.60	-13%	456%	20%	69	12	10	1.05	3%	91
湖北宜化	-1.43	0.67	0.85	-3630%	-147%	27%	-4	9	7	0.88	-20%	52
平均				-1215%	116%	25%	29	12	10	1	-2%	

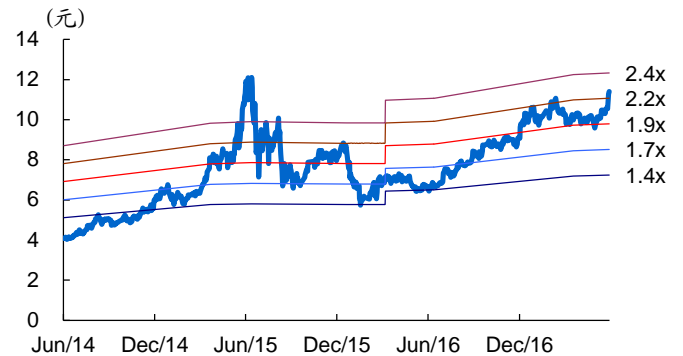
资料来源：公司公告、招商证券（华鲁恒升 EPS 采用招商证券预测值，其他公司 EPS 均为 wind 一致预期）

图 26: 华鲁恒升历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 27: 华鲁恒升历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、华鲁恒升-600426-深度报告: 乙二醇产品技改降本、突破高端化纤用户认证有望大幅提升产品盈利水平-160908
- 2、华鲁恒升-600426-最坏时期已经过去-161028
- 3、华鲁恒升-600426-尿素价格企稳回升、多种产品涨价增厚业绩-161121
- 4、华鲁恒升-600426-公司深度研究: 尿素主业触底反弹, 乙二醇提供未来成长空间-161129
- 5、华鲁恒升-600426-甲醇价格大涨, 公司自产甲醇受益明显-161211
- 6、华鲁恒升-600426-公司点评报告: 乙二醇涨价有望持续, 公司盈利高速增长可期-161213
- 7、华鲁恒升-600426-产品轮番涨价, 公司未来业绩无忧-161215
- 8、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-170213
- 9、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-170329
- 10、华鲁恒升-600426-一季度利润大增 42% 至 3 亿元, 全年高增长确定-170428

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1472	1998	5905	8222	9681
现金	424	621	743	907	1233
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	503	574	770	949	1095
应收款项	30	17	24	30	34
其它应收款	1	1	1	1	1
存货	246	519	4013	5901	6815
其他	268	265	354	434	502
非流动资产	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
资产总计	11609	13206	16592	18999	19621
流动负债	2381	2953	5058	6570	5958
短期借款	30	740	2656	3888	3040
应付账款	679	726	963	1180	1363
预收账款	196	204	270	331	382
其他	1476	1284	1169	1171	1173
长期负债	1853	2091	1791	1491	1191
长期借款	1792	2065	1765	1465	1165
其他	60	26	26	26	26
负债合计	4234	5044	6849	8061	7149
股本	959	1247	1620	1620	1620
资本公积金	2323	2330	2330	2330	2330
留存收益	4093	4585	5792	6988	8522
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7375	8161	9742	10938	12472
负债及权益合计	11609	13206	16592	18999	19621

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2409	997	(941)	1022	2290
净利润	905	875	1207	1558	2001
折旧摊销	965	949	967	909	919
财务费用	256	147	365	427	268
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	285	(974)	(3542)	(1908)	(916)
其它	(2)	(0)	61	36	18
投资活动现金流	(607)	(1255)	(446)	(1000)	(80)
资本支出	(616)	(1264)	(446)	(1000)	(80)
其他投资	9	9	0	0	0
筹资活动现金流	(2333)	447	1508	143	(1883)
借款变动	(1983)	327	1499	932	(1148)
普通股增加	5	288	374	0	0
资本公积增加	(5)	7	0	0	0
股利分配	0	0	0	(362)	(467)
其他	(350)	(175)	(365)	(427)	(268)
现金净增加额	(531)	189	121	165	326

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8651	7701	10338	12728	14699
营业成本	6886	6143	8151	9988	11535
营业税金及附加	27	61	82	100	116
营业费用	185	167	165	178	206
管理费用	233	154	134	181	209
财务费用	245	141	365	427	268
资产减值损失	13	0	13	13	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1063	1035	1427	1841	2365
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	1067	1034	1426	1840	2363
所得税	163	158	218	282	362
净利润	905	875	1207	1558	2001
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	905	875	1207	1558	2001
EPS (元)	0.94	0.70	0.75	0.96	1.23

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-11%	-11%	34%	23%	15%
营业利润	11%	-3%	38%	29%	28%
净利润	12%	-3%	38%	29%	28%
获利能力					
毛利率	20.4%	20.2%	21.1%	21.5%	21.5%
净利率	10.5%	11.4%	11.7%	12.2%	13.6%
ROE	12.3%	10.7%	12.4%	14.2%	16.0%
ROIC	10.5%	8.2%	10.0%	11.1%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	38.2%	41.3%	42.4%	36.4%
净负债比率	27.3%	29.7%	32.7%	33.4%	26.5%
流动比率	0.6	0.7	1.2	1.3	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
营运能力					
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	500.6	474.8	461.1
应付帐款周转率	9.4	8.7	9.7	9.3	9.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.94	0.70	0.75	0.96	1.23
每股经营现金	2.51	0.80	-0.58	0.63	1.41
每股净资产	7.69	6.55	6.01	6.75	7.70
每股股利	0.00	0.00	0.22	0.29	0.37
估值比率					
PE	12.1	16.2	15.3	11.9	9.2
PB	1.5	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.0	10.7	8.1	7.1	6.3

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。

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，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

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。

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。