强烈推荐-A（维持）

华鲁恒升 600426.SH

当前股价：12.06 元
2017 年 09 月 13 日

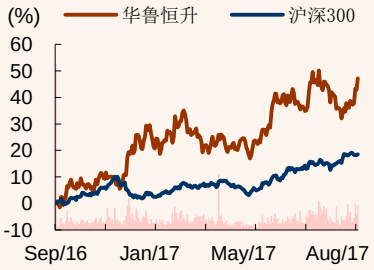
多种产品涨价叠加成本优势，看好未来成长空间

基础数据

上证综指	3379
总股本（万股）	162048
已上市流通股（万股）	161163
总市值（亿元）	195
流通市值（亿元）	194
每股净资产（MRQ）	5.3
ROE（TTM）	10.8
资产负债率	39.6%
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	3	18	43
相对表现	-2	6	25



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华鲁恒升（600426）—17H1 净利润 5.5 亿元同比增 10%，看好长期成长空间》2017-08-17

2、《华鲁恒升（600426）—现在如何看华鲁？详解与目前市场的预期差——深度报告之三》2017-06-12

3、《华鲁恒升（600426）—一季度利润大增 42%至 3 亿元，全年高增长确定》2017-04-28

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn

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 年三季度以来，公司多种产品价格大幅上涨，三季度均价环比涨幅从大到小依次为：DMF37%、辛醇 21%、醋酸 16%、乙二醇 14%。

评论：

1、辛醇价格下半年有望持续走高，公司对辛醇的业绩弹性极大、受益明显。

1）截至 2017 年 9 月 12 日，辛醇含税价格高达 8800 元/吨，三季度同比提升 35%，环比大幅提升 19%，从 7 月底开始一直上涨，涨价有望持续至 17 年底，自 2010 年来历史均价超 1 万元/吨。2）辛醇产能 65%均集中于第四批中央环保督察的省份，督察于 7 月底 8 月初陆续进行，期间较多中小企业停产，同时 8 月为装置检修旺季，整体供应偏紧。

2、醋酸价格上涨，原料甲醇自给率 80%以上，充分享受涨价带来的利润空间。

1）截至 2017 年 9 月 12 日，醋酸含税价格高达 2900 元/吨，三季度同比提升 54%，环比提升 3%，从 2016 年底开始一直上涨，2017 年均价预计维持在 2500 元/吨以上。2）截至目前，公司拥有醋酸产能 50 万吨，基本满产满销。而甲醇自有产能超过 50 万吨，基本可满足产品醋酸、80%以上的生产需求，大幅节省生产成本。公司自产甲醇成本约 1700 元/吨，相比外购 2600 元/吨的均价每吨节省近 900 元，每年约节省生产成本 4.5 亿元。

3、技改降本、突破高端化纤用户认证有望大幅提升乙二醇产品盈利水平

1）截至 2017 年 9 月 12 日，乙二醇含税价格高达 7440 元/吨，三季度同比提升 40%，环比大幅提升 16%。2）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，目前实现优等品率 100%，得到了高端化纤用户的认可，并与多家聚酯企业结成了定向合作关系。3）目前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%。公司还依托“一头多线”柔性多联产生产平台，发挥化工装置之间的互补性，实现物料的充分利用和回收，驰放气中有效气体回收率达到 99.8%，甲醇基本实现零消耗。4）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。

4、受环保督察高压影响，DMF 涨价有望持续，公司受益显著

1）2017 年 8 月 24 日江山化工有机胺甲胺生产装置发生管道泄漏，18 万吨的装置暂时停产。DMF 价格自 7 月底至今上涨 37%，公司目前拥有 DMF 产能 25 万吨，满负荷生产，上游原材料甲醇大部分自给，直接受益于 DMF 涨价。2）环保督察趋严将成为常态化，落后产能有望加速出清。DMF 产能 46%均集中于山东，随着 8 月第四批环保督察组入驻浙江、山东、四川等 8 大省份，行业开工率整体下降，落后产能关停，有效供给量减少。三季度是下游需求旺季，供需错配有望支撑价格持续上涨。

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 0.71/0.93/1.20 元，目前股价对应 2017~19 年 PE 为 17/13/10 倍。

风险提示：原材料价格大幅波动、项目进度低于预期、产品价格下跌、安全环保产业政策及监督控标准进一步提高、行业产能大幅扩产导致产能过剩、资金流动性大幅降低。

图 1：辛醇价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯、招商证券

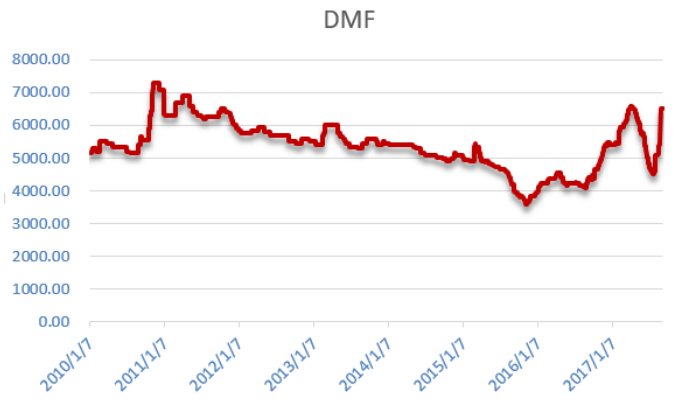
图 2：甲醇价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯、招商证券

图 3：乙二醇价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯、招商证券

图 4：DMF 价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、招商证券

图 5：醋酸价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯、招商证券

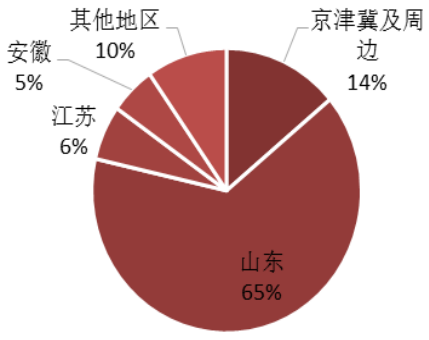
图 6：己二酸价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯、招商证券

图 7：尿素价格走势（元/吨）

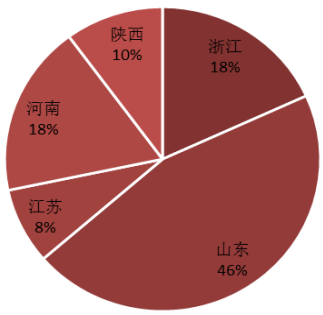
资料来源：百川资讯、招商证券

图 8 ：辛醇地区产能分布



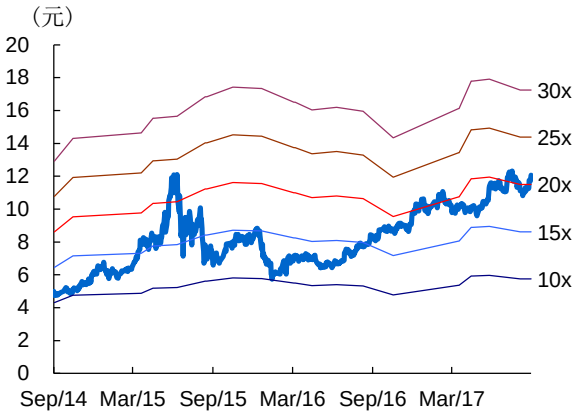
资料来源：百川资讯、招商证券

图 9 :DMF 产能分布



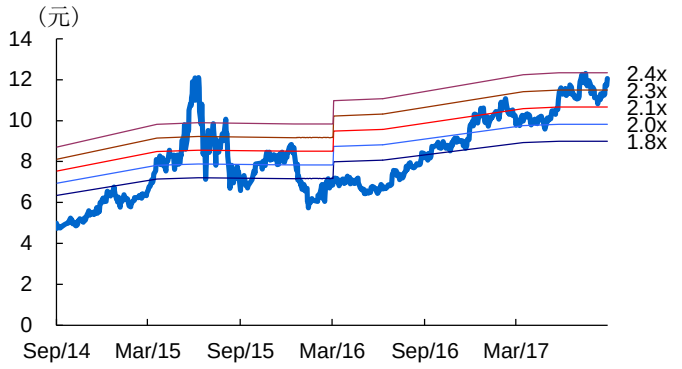
资料来源：百川资讯、招商证券

图 10：华鲁恒升历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 11：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
流动资产	1472	1998	6165	8322	9711
现金	424	621	778	924	1243
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	503	574	797	959	1098
应收款项	30	17	25	30	34
其它应收款	1	1	1	1	1
存货	246	519	4196	5968	6832
其他	268	265	368	439	503
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**	**16852**	**19099**	**19651**
流动负债	2381	2953	5375	6763	6117
短期借款	30	740	2917	4064	3195
应付账款	679	726	1007	1193	1366
预收账款	196	204	282	335	383
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**	**7166**	**8254**	**7308**
股本	959	1247	1620	1620	1620
资本公积金	2323	2330	2330	2330	2330
留存收益	4093	4585	5735	6895	8393
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	7375	8161	9686	10845	12344
负债及权益合计	**11609**	**13206**	**16852**	**19099**	**19651**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2409	997	(1159)	1084	2297
净利润	905	875	1151	1505	1950
折旧摊销	965	949	967	909	919
财务费用	256	147	373	439	278
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	285	(974)	(3714)	(1803)	(866)
其它	(2)	(0)	65	34	17
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	1761	62	(1898)
借款变动	(1983)	327	1759	847	(1169)
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	(345)	(451)
其他	(350)	(175)	(373)	(439)	(278)
现金净增加额	(531)	189	156	146	319

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8651	7701	10696	12871	14734
营业成本	6886	6143	8523	10101	11563
营业税金及附加	27	61	84	102	116
营业费用	185	167	171	232	236
管理费用	233	154	171	206	236
财务费用	245	141	373	439	278
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	1360	1778	2304
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	1359	1777	2302
所得税	163	158	208	272	353
净利润	905	875	1151	1505	1950
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	905	875	1151	1505	1950
EPS（元）	0.94	0.70	0.71	0.93	1.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-11%	-11%	39%	20%	14%
营业利润	11%	-3%	31%	31%	30%
净利润	12%	-3%	31%	31%	30%
获利能力					
毛利率	20.4%	20.2%	20.3%	21.5%	21.5%
净利率	10.5%	11.4%	10.8%	11.7%	13.2%
ROE	12.3%	10.7%	11.9%	13.9%	15.8%
ROIC	10.5%	8.2%	9.5%	10.8%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	38.2%	42.5%	43.2%	37.2%
净负债比率	27.3%	29.7%	33.7%	34.2%	27.3%
流动比率	0.6	0.7	1.1	1.2	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.3	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	507.7	469.9	459.2
应付帐款周转率	9.4	8.7	9.8	9.2	9.0
每股资料（元）					
每股收益	0.94	0.70	0.71	0.93	1.20
每股经营现金	2.51	0.80	-0.71	0.67	1.42
每股净资产	7.69	6.55	5.98	6.69	7.62
每股股利	0.00	0.00	0.21	0.28	0.36
估值比率					
PE	12.8	17.2	17.0	13.0	10.0
PB	1.6	1.8	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.1	10.8	8.4	7.3	6.5

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。

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。