

业绩略超预期, 煤化工平台茁壮成长

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 报告期内实现营业收入 104.08 亿元, 同比增长 35.15%; 实现归母净利润 12.22 亿元, 同比增长 39.58%, 实现经营活动产生的现金流量净额 17.11 亿元, 同比增长 71.63%。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元。
- **多产品价格上涨, 2017 年业绩大增。** 2017 年由于环保趋严常态化和供给侧改革的不断推进, 造成供给端收缩明显, 同时叠加需求端向好, 公司多个产品价格上涨。其中 2017 年(卓创数据, 含税价格), 正丁醇均价为 6851 元/吨(涨幅 27%)、DMF 均价为 5879 元/吨(涨幅 34%)、己二酸均价为 10131 元/吨(33%)、醋酸均价 3134 元/吨(涨幅 45%)、尿素均价 1627 元/吨(涨幅 22%)、甲醇均价 2819 元/吨(涨幅 35%)。公司多产品价格出现上涨, 导致公司多产品毛利率大幅增加, 盈利能力大幅提升, 业绩高增长。
- **乙二醇投产提升业绩, 醋酸处于高景气周期。(1) 乙二醇极大提升业绩。** 我国乙二醇需求严重依赖进口。公司现有乙二醇产能 5 万吨, 依托多年在乙二醇生产积累经验, 将于 2018 年中期新增 50 万吨乙二醇产能。公司依托现有煤化工平台, 成本优势明显, 完全投产后吨成本低至 3500 元/吨, 完全成本可有效控制在 5000 元/吨, 按照目前乙二醇价格 7500 元/吨(市场价, 含税价), 净利润有望高达 7.7 亿。我们预计未来油价将趋于震荡上行, 考虑油价上行带来煤制乙二醇经济性提升和助推乙二醇价格上涨, 公司业绩弹性巨大。**(2) 醋酸高景气周期。** 由于醋酸行业供需格局优异, 我们判断醋酸景气周期有望维持至 2020 年。根据我们的模型测算, 按照当前醋酸价格 4700 元/吨(华东市场价), 假设满产满销, 公司醋酸业绩有望高达 8.97 亿, 助使公司业绩有望达到上市以来最高点。
- **产业升级+降本增效+新增产能投产, 进一步提升公司成长性。(1) 降本增效。** 报告期内, 传统产业升级及清洁生产综合利用项目试车成功, 新煤气化平台已形成, 共折合氨醇生产能力 100 万吨, 其正式投产后公司的合成气平台总生能力达 320 万吨。公司作为国内领先的煤化工企业, 水煤浆气化技术促使公司较国内竞争对手具有 200-300 元/吨成本优势, 新煤气化平台的建成, 将进一步降低公司的产品成本, 增强公司的成本优势, 提升公司成长性。**(2) 新增产能投产。** 2018 年公司新增 50 万吨复合肥、70 万吨尿素和 50 万吨乙二醇, 新项目的投产将为公司带来较大业绩增量。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 18-20 年 EPS 分别为 1.25 元、1.55 元、1.64 元, 对应动态 PE 分别为 13 倍、11 倍和 10 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅波动的风险、乙二醇和尿素等投产低于预期的风险。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 10408.07 | 13496.27 | 15186.38 | 15818.64 |
| 增长率 | 35.15% | 29.67% | 12.52% | 4.16% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1222.05 | 2017.52 | 2510.30 | 2654.88 |
| 增长率 | 39.58% | 65.09% | 24.43% | 5.76% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.75 | 1.25 | 1.55 | 1.64 |
| 净资产收益率 ROE | 13.16% | 17.84% | 18.17% | 16.12% |
| PE | 22 | 13 | 11 | 10 |
| PB | 2.85 | 2.34 | 1.91 | 1.60 |

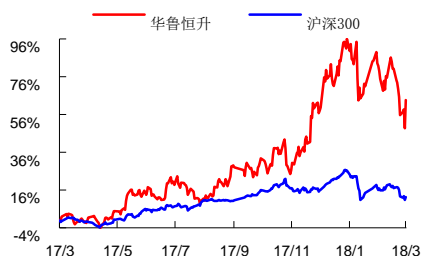
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 16.20 |
| 流通 A 股(亿股) | 16.14 |
| 52 周内股价区间(元) | 10.82-19.53 |
| 总市值(亿元) | 264.28 |
| 总资产(亿元) | 160.22 |
| 每股净资产(元) | 5.73 |

相关研究

1. 华鲁恒升(600426): 低成本煤化工平台, 乙二醇打开未来成长空间 (2017-10-31)

关键假设：

假设 1：假设 2018 年公司产品价格不含税均价如下，尿素价格 1538 元/吨、复合肥价格 1795 元/吨、有机胺价格 5200 元/吨、己二酸价格 8564 元/吨、醋酸价格 3250 元/吨、乙二醇价格为 6000 元/吨。

假设 2：预计公司乙二醇 2018-2019 年销量分别 35 万吨和 48 万吨，产品价格维持强势，但由于成本在规模优势带动下将下降近 1000 元/吨，预计毛利率将逐步提升。尿素行业底部回暖，价格中枢有望逐步上移，且公司新煤气化平台将建成，成本有望进一步下降，公司化肥业务毛利率有望逐步扩大。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 合计 | 收入 | 10,408.07 | 13,496.27 | 15,186.38 | 15,818.64 |
| | 增速 | 35.15% | 29.67% | 12.52% | 4.16% |
| | 成本 | 8,366.57 | 10,109.91 | 11,158.38 | 11,617.94 |
| | 毛利率 | 19.61% | 25.09% | 26.52% | 26.56% |
| 化肥 | 收入 | 1,980.21 | 3,287.15 | 3,878.83 | 4,072.77 |
| | 增速 | 1.00% | 66.00% | 18.00% | 5.00% |
| | 成本 | 1,723.97 | 2,596.84 | 2,986.70 | 3,136.04 |
| | 毛利率 | 12.94% | 21.00% | 23.00% | 23.00% |
| 有机胺 | 收入 | 1,907.22 | 2,097.94 | 2,202.84 | 2,246.89 |
| | 增速 | 32.00% | 10.00% | 5.00% | 2.00% |
| | 成本 | 1,342.30 | 1,468.56 | 1,541.99 | 1,572.82 |
| | 毛利率 | 29.62% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 己二酸及中间体 | 收入 | 1,830.75 | 1,922.29 | 1,922.29 | 1,922.29 |
| | 增速 | 42.35% | 5.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 成本 | 1,507.26 | 1,576.28 | 1,576.28 | 1,576.28 |
| | 毛利率 | 17.67% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 醋酸及衍生品 | 收入 | 1,674.35 | 2,009.22 | 2,109.68 | 2,109.68 |
| | 增速 | 47.00% | 20.00% | 5.00% | 0.00% |
| | 成本 | 1,172.05 | 1,446.64 | 1,518.97 | 1,518.97 |
| | 毛利率 | 30.00% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 多元醇 | 收入 | 1,320.00 | 2,956.80 | 3,666.43 | 3,849.75 |
| | 增速 | 18.82% | 124.00% | 24.00% | 5.00% |
| | 成本 | 1,240.80 | 2,128.90 | 2,507.84 | 2,633.23 |
| | 毛利率 | 6.00% | 28.00% | 31.60% | 31.60% |
| 其他业务 | 收入 | 1,063.37 | 1,222.88 | 1,406.31 | 1,617.26 |
| | 增速 | 40.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 成本 | 776.26 | 892.70 | 1,026.61 | 1,180.60 |
| | 毛利率 | 27.00% | 27.00% | 27.00% | 27.00% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-------------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 10408.07 | 13496.27 | 15186.38 | 15818.64 | 净利润 | 1222.05 | 2017.52 | 2510.30 | 2654.88 |
| 营业成本 | 8366.57 | 10109.91 | 11158.38 | 11617.94 | 折旧与摊销 | 986.70 | 757.29 | 804.70 | 805.98 |
| 营业税金及附加 | 76.14 | 134.96 | 151.86 | 158.19 | 财务费用 | 151.67 | 327.45 | 302.62 | 274.24 |
| 销售费用 | 188.92 | 269.93 | 303.73 | 316.37 | 资产减值损失 | 5.78 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 管理费用 | 170.40 | 269.93 | 303.73 | 316.37 | 经营营运资本变动 | 648.52 | 863.96 | 217.31 | 7.90 |
| 财务费用 | 151.67 | 327.45 | 302.62 | 274.24 | 其他 | -1303.27 | -1.44 | -0.51 | -0.34 |
| 资产减值损失 | 5.78 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 经营活动现金流净额 | 1711.46 | 3965.27 | 3834.92 | 3743.16 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -2759.85 | -30.00 | -40.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 609.86 | -384.38 | -350.00 | -350.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -2149.98 | -414.38 | -390.00 | -350.00 |
| 营业利润 | 1449.49 | 2383.60 | 2965.56 | 3135.04 | 短期借款 | -80.00 | -60.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -11.08 | -6.35 | -8.71 | -7.53 | 长期借款 | 1049.75 | 14.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1438.41 | 2377.25 | 2956.85 | 3127.51 | 股权融资 | 17.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 216.36 | 359.73 | 446.54 | 472.63 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 1222.05 | 2017.52 | 2510.30 | 2654.88 | 其他 | -412.90 | -311.49 | -346.62 | -308.24 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 574.22 | -357.49 | -346.62 | -308.24 |
| 归属母公司股东净利润 | 1222.05 | 2017.52 | 2510.30 | 2654.88 | 现金流量净额 | 132.09 | 3193.41 | 3098.30 | 3084.92 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 753.58 | 3946.98 | 7045.28 | 10130.20 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 828.55 | 1051.34 | 1186.16 | 1231.99 | 销售收入增长率 | 35.15% | 29.67% | 12.52% | 4.16% |
| 存货 | 401.63 | 487.19 | 538.10 | 560.24 | 营业利润增长率 | 39.99% | 64.44% | 24.42% | 5.72% |
| 其他流动资产 | 263.38 | 357.52 | 400.29 | 416.29 | 净利润增长率 | 39.58% | 65.09% | 24.43% | 5.76% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 21.77% | 34.02% | 17.43% | 3.50% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 18.38 | 18.38 | 18.38 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 12131.80 | 11429.57 | 10689.94 | 9909.02 | 毛利率 | 19.61% | 25.09% | 26.52% | 26.56% |
| 无形资产和开发支出 | 518.09 | 500.82 | 483.55 | 466.28 | 三费率 | 4.91% | 6.43% | 5.99% | 5.73% |
| 其他非流动资产 | 1124.75 | 1466.96 | 1809.17 | 2151.37 | 净利率 | 11.74% | 14.95% | 16.53% | 16.78% |
| 资产总计 | 16021.77 | 19258.77 | 22170.86 | 24883.78 | ROE | 13.16% | 17.84% | 18.17% | 16.12% |
| 短期借款 | 660.00 | 600.00 | 600.00 | 600.00 | ROA | 7.63% | 10.48% | 11.32% | 10.67% |
| 应付和预收款项 | 1842.27 | 3065.76 | 3514.86 | 3599.20 | ROIC | 10.69% | 17.24% | 22.27% | 24.58% |
| 长期借款 | 3114.76 | 3128.76 | 3128.76 | 3128.76 | EBITDA/销售收入 | 24.86% | 25.70% | 26.82% | 26.65% |
| 其他负债 | 1115.48 | 1157.47 | 1110.16 | 1083.86 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 6732.51 | 7951.99 | 8353.78 | 8411.82 | 总资产周转率 | 0.71 | 0.77 | 0.73 | 0.67 |
| 股本 | 1620.36 | 1620.36 | 1620.36 | 1620.36 | 固定资产周转率 | 1.10 | 1.22 | 1.37 | 1.54 |
| 资本公积 | 2012.48 | 2012.48 | 2012.48 | 2012.48 | 应收账款周转率 | 354.96 | 323.92 | 317.21 | 297.36 |
| 留存收益 | 5682.06 | 7699.58 | 10209.88 | 12864.76 | 存货周转率 | 18.05 | 22.55 | 21.62 | 21.02 |
| 归属母公司股东权益 | 9289.26 | 11306.78 | 13817.08 | 16471.96 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 78.71% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 9289.26 | 11306.78 | 13817.08 | 16471.96 | 资产负债率 | 42.02% | 41.29% | 37.68% | 33.80% |
| 负债和股东权益合计 | 16021.77 | 19258.77 | 22170.86 | 24883.78 | 带息债务/总负债 | 56.07% | 46.89% | 44.64% | 44.33% |
| | | | | | 流动比率 | 0.62 | 1.21 | 1.74 | 2.30 |
| | | | | | 速动比率 | 0.51 | 1.11 | 1.64 | 2.19 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 2587.86 | 3468.33 | 4072.88 | 4215.25 | 每股收益 | 0.75 | 1.25 | 1.55 | 1.64 |
| PE | 21.63 | 13.10 | 10.53 | 9.95 | 每股净资产 | 5.73 | 6.98 | 8.53 | 10.17 |
| PB | 2.85 | 2.34 | 1.91 | 1.60 | 每股经营现金 | 1.06 | 2.45 | 2.37 | 2.31 |
| PS | 2.54 | 1.96 | 1.74 | 1.67 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 11.38 | 7.46 | 5.50 | 4.50 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |