

一季报业绩大增, 高盈利有望持续

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年一季报, 报告期内实现营业收入34.38亿元, 同比增长39.83%; 实现归母净利润7.34亿元, 同比增长133.91%, 实现经营活动产生的现金流量净额8.26亿元, 同比增长283.78%。EPS为0.45元/股。
- **多产品盈利能力提升, 一季度业绩大增。** 2018年Q1公司多产品价格维持高位, 导致公司多产品盈利能力大幅提升, 业绩高增长。2017Q1-2018Q1, 公司归母净利润分别为3.14亿、2.32亿、3.02亿、3.74亿和7.34亿, 2018Q1同比和环比均大幅增长。根据我们的模型测算, 2018年Q1业绩主要的增量来自于醋酸、尿素和乙二醇, 其中分别贡献业绩为2.2亿、1.3亿和1.5亿, 是公司业绩的主要贡献来源。
- **二季度高盈利有望持续。** (1) 肥料: 随着春耕旺季的来临叠加农产品价格上涨, 尿素需求提升, 而供给端开工稳定, 尿素Q2价格有望小幅上涨; (2) 甲醇: 由于烯烃厂家采购增多等因素带动下, 甲醇需求提升, 而供给端检修等因素造成开工率下降, 我们预计Q2甲醇价格中枢较一季度上移。(3) 醋酸: 由于下游织布厂商开工率提升, 导致整个产业链需求提振, 同时在油价上行驱使下, PTA价格有望上涨和开工率上移, 带动醋酸需求提升, 我们预计Q2醋酸价格中枢上移。(4) 乙二醇: 由于终端聚酯需求旺盛, 乙二醇价格已大幅上涨, 同时随着2季度迎来集中检修期, 我们预计2季度价格有望继续上涨。
- **醋酸高盈利时期已至。** (1) 供给端几乎无弹性: 由于产能增速低位叠加行业装置停车检修常态化造成行业开工率向上弹性有限。(2) 需求端景气度向上: 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4600元/吨(公司出厂价), 假设满产满销, 公司醋酸业绩有望高达8.97亿, 公司业绩有望达到上市以来最高点。
- **乙二醇投产将带来巨大业绩增量。** 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年三季度新增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8129元/吨(市场价, 含税价), 净利润有望高达9.7亿。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。
- **盈利预测与评级。** 我们预计18-20年EPS分别为1.49元、1.86元、2.04元, 对应动态PE分别为11倍、9倍和8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	14256.34	16574.86	17874.40
增长率	35.15%	36.97%	16.26%	7.84%
归属母公司净利润(百万元)	1222.05	2415.05	3012.48	3303.68
增长率	39.58%	97.62%	24.74%	9.67%
每股收益EPS(元)	0.75	1.49	1.86	2.04
净资产收益率ROE	13.16%	20.95%	21.22%	19.35%
PE	22	11	9	8
PB	2.92	2.35	1.91	1.59

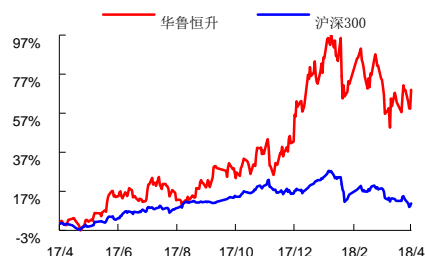
数据来源: Wind, 西南证券

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)	16.15
52周内股价区间(元)	10.82-19.53
总市值(亿元)	271.25
总资产(亿元)	168.39
每股净资产(元)	6.19

相关研究

1. 华鲁恒升(600426): 业绩略超预期, 煤化工平台茁壮成长 (2018-03-30)
2. 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 5550 元/吨、己二酸价格 11000 元/吨、醋酸价格 4700 元/吨、乙二醇价格为 7600 元/吨。

假设 2：预计公司乙二醇 2018-2019 年销量分别 30 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，我们价格中枢有望将上移 100 元/吨，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	14,256.34	16,574.86	17,874.40
	增速	35.15%	36.97%	16.26%	7.84%
	成本	8,366.57	10,237.03	11,699.17	12,611.50
	毛利率	19.61%	28.19%	29.42%	29.44%
化肥	收入	1,980.21	3,287.15	3,666.13	3,849.44
	增速	1.00%	66.00%	11.53%	5.00%
	成本	1,723.97	2,728.33	3,024.56	3,156.54
	毛利率	12.94%	17.00%	17.50%	18.00%
有机胺	收入	1,907.22	2,093.13	2,203.29	2,313.46
	增速	32.00%	9.75%	5.26%	5.00%
	成本	1,342.30	1,486.12	1,564.34	1,642.55
	毛利率	29.62%	29.00%	29.00%	29.00%
己二酸及中间体	收入	1,830.75	2,030.75	2,053.31	2,258.64
	增速	42.35%	10.92%	1.11%	10.00%
	成本	1,507.26	1,602.03	1,624.60	1,784.33
	毛利率	17.67%	21.11%	20.88%	21.00%
醋酸及衍生品	收入	1,674.35	2,567.44	2,695.81	2,830.60
	增速	47.00%	53.34%	5.00%	5.00%
	成本	1,172.05	1,242.64	1,248.43	1,310.85
	毛利率	30.00%	51.60%	53.69%	53.69%
多元醇	收入	1,320.00	3,055.00	4,550.00	5,005.00
	增速	18.82%	131.44%	48.94%	10.00%
	成本	1,240.80	2,199.60	3,112.20	3,423.42
	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	850.70	978.30	1,125.05	1,293.80
	毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10408.07	14256.34	16574.86	17874.40	净利润	1222.05	2415.05	3012.48	3303.68
营业成本	8366.57	10237.03	11699.17	12611.50	折旧与摊销	986.70	1267.66	1402.43	1408.83
营业税金及附加	76.14	142.56	165.75	178.74	财务费用	151.67	339.93	323.63	290.59
销售费用	188.92	342.15	430.95	464.73	资产减值损失	5.78	0.50	0.50	0.50
管理费用	170.40	342.15	397.80	428.99	经营营运资本变动	648.52	851.22	269.51	60.47
财务费用	151.67	339.93	323.63	290.59	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	4872.92	5008.03	5063.73
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2759.85	-2600.00	-200.00	-100.00
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	-2984.38	-550.00	-450.00
营业利润	1449.49	2852.01	3557.07	3899.35	短期借款	-80.00	-19.69	-40.31	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	2845.66	3548.35	3891.81	股权融资	17.37	0.00	0.00	0.00
所得税	216.36	430.61	535.87	588.13	支付股利	-124.65	-174.00	-343.86	-428.92
净利润	1222.05	2415.05	3012.48	3303.68	其他	-288.25	-323.97	-367.63	-324.59
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	-503.66	-751.79	-753.51
归属母公司股东净利润	1222.05	2415.05	3012.48	3303.68	现金流量净额	132.09	1384.87	3706.24	3860.23
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	753.58	2138.45	5844.69	9704.92	成长能力				
应收和预付款项	828.55	1103.65	1287.14	1384.05	销售收入增长率	35.15%	36.97%	16.26%	7.84%
存货	401.63	493.36	564.35	608.47	营业利润增长率	39.99%	96.76%	24.72%	9.62%
其他流动资产	263.38	376.76	435.43	468.31	净利润增长率	39.58%	97.62%	24.74%	9.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.77%	72.33%	18.47%	5.97%
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	13491.81	12317.05	11035.89	毛利率	19.61%	28.19%	29.42%	29.44%
无形资产和开发支出	518.09	498.21	478.34	458.46	三费率	4.91%	7.18%	6.95%	6.63%
其他非流动资产	1124.75	1466.96	1809.17	2151.37	净利率	11.74%	16.94%	18.18%	18.48%
资产总计	16021.77	19587.58	22754.53	25829.85	ROE	13.16%	20.95%	21.22%	19.35%
短期借款	660.00	640.31	600.00	600.00	ROA	7.63%	12.33%	13.24%	12.79%
应付和预收款项	1842.27	3129.92	3713.72	3937.65	ROIC	10.69%	18.77%	22.81%	26.67%
长期借款	3114.76	3128.76	3128.76	3128.76	EBITDA/销售收入	24.86%	31.28%	31.87%	31.32%
其他负债	1115.48	1158.28	1113.11	1089.73	营运能力				
负债合计	6732.51	8057.27	8555.59	8756.15	总资产周转率	0.71	0.80	0.78	0.74
股本	1620.36	1620.36	1620.36	1620.36	固定资产周转率	1.10	1.18	1.28	1.54
资本公积	2012.48	2012.48	2012.48	2012.48	应收账款周转率	354.96	332.73	321.75	302.58
留存收益	5682.06	7923.12	10591.74	13466.51	存货周转率	18.05	22.67	21.97	21.37
归属母公司股东权益	9289.26	11530.31	14198.94	17073.71	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	11530.31	14198.94	17073.71	资产负债率	42.02%	41.13%	37.60%	33.90%
负债和股东权益合计	16021.77	19587.58	22754.53	25829.85	带息债务/总负债	56.07%	46.78%	43.58%	42.58%
					流动比率	0.62	0.83	1.48	2.13
					速动比率	0.51	0.73	1.38	2.02
					股利支付率	10.20%	7.20%	11.41%	12.98%
					每股指标				
					每股收益	0.75	1.49	1.86	2.04
					每股净资产	5.73	7.12	8.76	10.54
					每股经营现金	1.06	3.01	3.09	3.13
					每股股利	0.08	0.11	0.21	0.26
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2587.86	4459.60	5283.12	5598.76					
PE	22.20	11.23	9.00	8.21					
PB	2.92	2.35	1.91	1.59					
PS	2.61	1.90	1.64	1.52					
EV/EBITDA	11.65	6.37	4.60	3.59					
股息率	0.46%	0.64%	1.27%	1.58%					

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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn