

增持

——维持

日期：2018年05月03日

行业：基础化工



华鲁恒升 (600426)

证券研究报告/公司研究/公司调研

# 主营产品稳步发展，价差扩大助力业绩超预期

分析师：邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

## 基本数据 (截止 2018 年 5 月 3 日)

报告日股价 (元)	17.82
12mth A 股价格区间 (元)	9.59/19.53
总股本 (百万股)	16.20
无限售 A 股/总股本	99.69%
流通市值 (亿元)	289
每股净资产 (元)	6.19

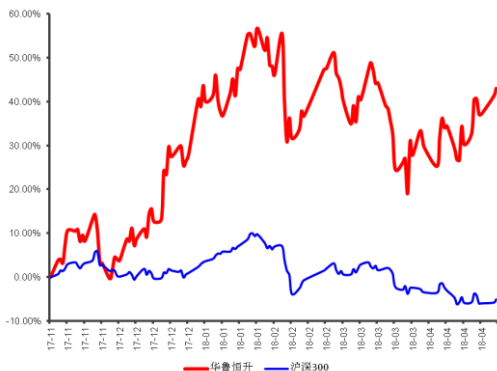
## 主要股东 (2018Q1)

山东华鲁恒升集团有限公司	32.32%
中央汇金资产管理有限公司	4.17%

## 收入结构 (2017A)

肥料	19.02%
有机胺	18.27%
己二酸及中间品	17.59%
醋酸及衍生品	16.10%
多元醇	13.52%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX18-HLHS02

首次报告日期: 2018 年 02 月 01 日

相关报告:

## 投资摘要

公司发布2017年年报及2018年一季度报，公司2017年实现营业收入104.08亿元，同比增长35.15%；归母净利润12.22亿元，同比增长39.58%。归母净利润年复合增速达到了20.08%。2018年一季度实现营收34.38亿元，同比增长39.83%，归母净利润7.34亿元，同比增速133.91%。

### 各项业务稳步发展，主营重心迁移步入收获期

公司2018年一季度销售肥料36.69万吨，有机胺8.47万吨，己二酸及中间品5.28万吨，醋酸及衍生品15.07万吨，多元醇5.43万吨，实现营业收入5.44、5.31、5.32、6.09和3.70亿元，各项业务均稳步发展。产品价格方面，尿素、己二酸、醋酸、DMF等产品价格均较2017年均价有不同程度提升。从主营占比来看，2017年公司肥料业务占比最高，为19.02%，有机胺占18.27%、己二酸及中间品占17.59%，醋酸及衍生品占16.10%，多元醇占13.52%。从五年趋势来看，肥料占比从超过30%下滑10个百分点，多元醇和己二酸提升较多。从毛利占比来看，肥料占比从超过50%下滑至12.55%，有机胺占比从23.67%提升至27.60%，己二酸及中间品占比从8.83%提升至15.85%，醋酸及衍生品占比从12.84%提升至24.89%，多元醇占比维持在4%左右。主营重心从肥料迁移至化工品进程较为顺利，毛利率较高的产品占比逐步提升带动公司整体毛利率上移。

### 核心逻辑

1. 产品产能提升：已投放的甲醇产能及18年将投放的乙二醇产能。
2. 产品价格中枢上移：尿素行业景气回暖，价格显著好于17年同期，毛利率相对较低，弹性大；有机胺行业紧平衡，集中度提升，容易出现边际改善；受油价、气价中枢上移影响，甲醇-有机胺/醋酸、己二酸、多元醇等产品价格有望受到传导。
3. 成本及费用：煤价不易出现大幅上涨，成本端预计保持稳定；深耕煤化工行业，成本控制能力强，费用率位居业内前列。

## 盈利预测与估值

我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为140.95亿、162.16亿元和169.08亿元，增速分别为35.42%、15.05%和4.27%；归属于母公司股东净利润分别为24.23亿、28.39亿和30.39亿元，增速分别为98.30%、17.15%和7.08%；全面摊薄每股EPS分别为1.50、1.75和1.88元，对应PE为11.8、10.1和9.4倍，未来六个月内维持“增持”评级。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

## ■ 风险提示

尿素春耕行情不及预期；油价出现波动导致化工品价格波动；新产能投放不及预期；企业受环保、安全等问题导致限产或停产。

## ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10408.07	14095.00	16215.80	16908.00
年增长率	35.15%	35.42%	15.05%	4.27%
归属于母公司的净利润	1222.05	2423.20	2838.81	3039.34
年增长率	39.58%	98.30%	17.15%	7.06%
每股收益 (元)	0.75	1.50	1.75	1.88
PE (X)	23.4	11.8	10.1	9.4

数据来源：wind，上海证券研究所

## 一、公司概況

### 1.1 華魯恒升：一頭多線，產品多樣

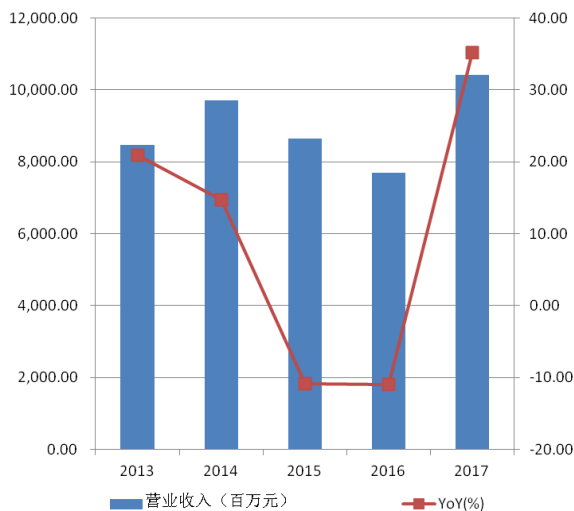
華魯恒升是國內煤化工龍頭企業，依托潔淨煤氣化技術，打造“一頭多線”的循環經濟。目前公司具備年產 220 萬噸氨醇、180 萬噸尿素、30 萬噸複合肥、20 萬噸水溶肥、25 萬噸 DMF、20 萬噸混甲胺、50 萬噸醋酸、45 萬噸硝酸、16 萬噸己二酸、20 萬噸多元醇、5 萬噸乙二醇、5 萬噸三聚氰胺、3 萬噸甲醛、5 萬噸醋酐生產線。

目前公司大股東是華魯恒升集團有限公司，持股 32.32%，實際控制人為山東省國有資產監督管理委員會。據公司 2017 年報披露，截止年報統計期，其餘前十大股東為中央匯金、社保基金組合、東方紅、澳門金融管理局、保險組合等。

### 1.2 基本財務數據：利潤增速高，盈利能力逐步提升

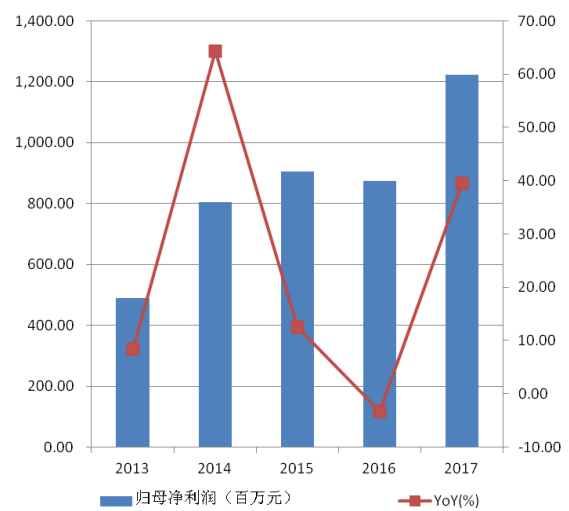
公司 2017 年實現營業收入 104.08 億元，同比增長 35.15%；歸母淨利潤 12.22 億元，同比增長 39.58%。儘管近五年的營業收入年複合增速僅為 4.2% 左右，但歸母淨利潤年複合增速達到了 20.08%。

圖 1 公司歷年營業收入及增速示意圖



數據來源：wind，上海證券研究所

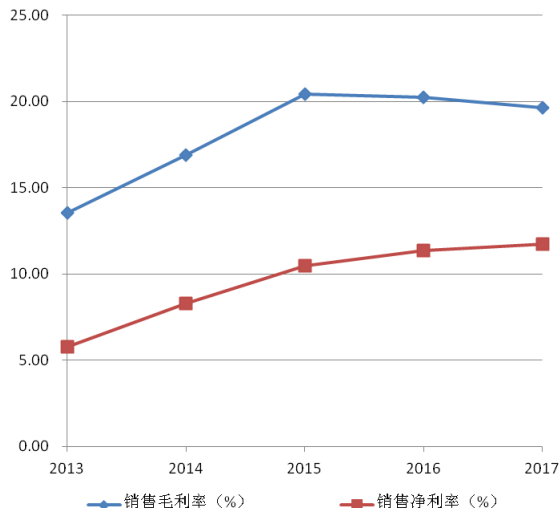
圖 2 公司歷年歸母淨利潤及增速示意圖



數據來源：wind，上海證券研究所

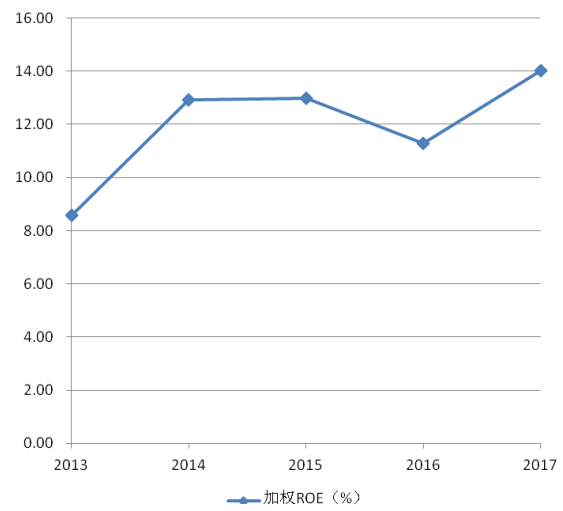
同時，公司的銷售毛利率和銷售淨利率近五年呈現增長狀態，儘管毛利率近兩年有輕微回落，但淨利率仍然提升，費用控制能力在行業內位居前列。從 ROE 數據也能看出，從 2013 年的 8.58% 提升至 2017 年的 14.02%。

图 3 公司历年销售毛利率及净利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 4 公司历年 ROE 示意图



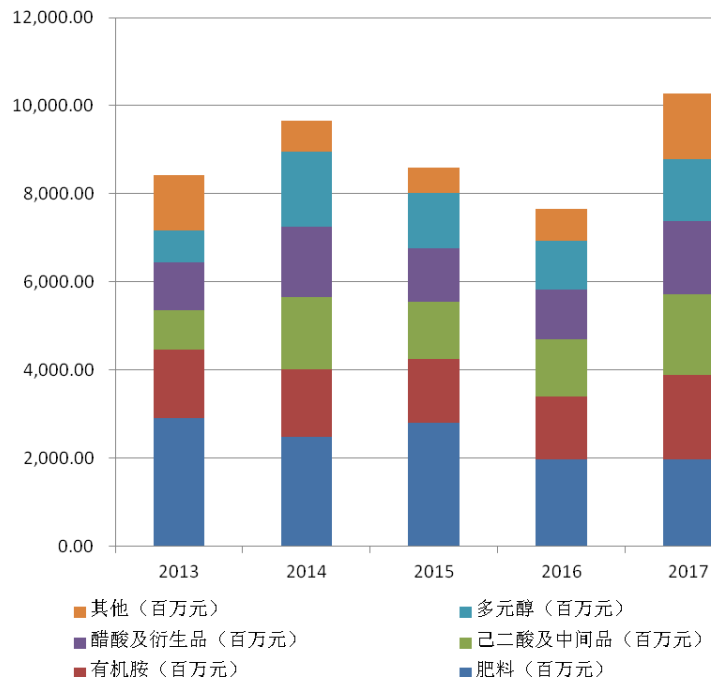
数据来源: wind, 上海证券研究所

### 1.3 主营业务: 多项业务均衡发展, 多元醇

#### ➤ 主营拆分: 肥料下滑, 其余增长

主营从主营拆分来看, 近五年公司肥料业务收入有所收缩, 有机胺较为稳定 (2017 年受价格影响有所增长), 己二酸及中间品业务、醋酸及衍生品业务和多元醇业务均有较好发展。

图 5 公司历年主营拆分示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

#### ➤ 销量及库存: 肥料下滑, 其余增长

从销量来看, 近五年肥料销量出现下滑, 有机胺销量维持稳定, 己二酸及中间品、醋酸及衍生物、多元醇销量均有较大提升。

从库存来看，近五年肥料、己二酸及中间品、多元醇库存出现提升，有机胺、醋酸及衍生物库存有所下降。

图 6 公司历年产品销量示意图

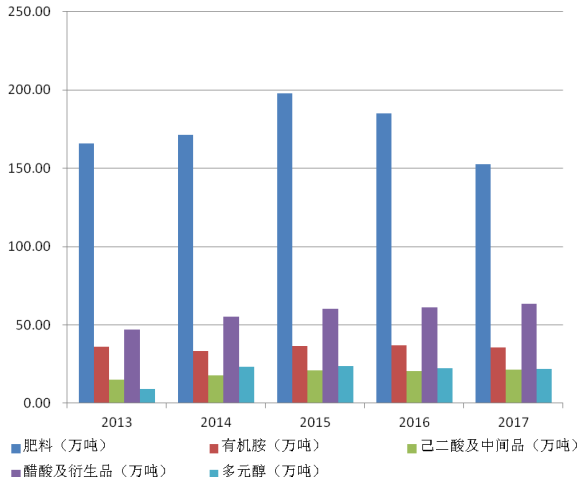
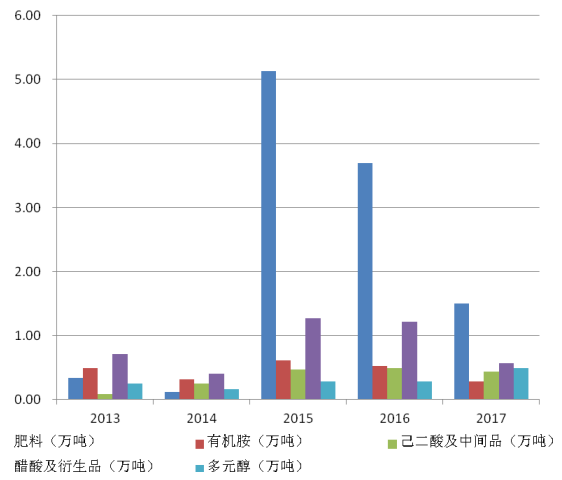


图 7 公司历年产品库存示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 主营占比: 五大业务占比均衡, 肥料占比下滑

从主营占比来看, 2017 年公司肥料业务占比最高, 为 19.02%, 有机胺占 18.27%、己二酸及中间品占 17.59%, 醋酸及衍生物占 16.10%, 多元醇占 13.52%。从五年趋势来看, 肥料占比从超过 30% 下滑 10 几个百分点, 多元醇和己二酸提升较多。

➤ 毛利占比: 肥料占比显著下滑, 醋酸及衍生物、己二酸及中间品占比大幅提升

从毛利占比来看, 肥料占比从超过 50% 下滑至 12.55%, 有机胺占比从 23.67% 提升至 27.60%, 己二酸及中间品占比从 8.83% 提升至 15.85%, 醋酸及衍生物占比从 12.84% 提升至 24.89%, 多元醇占比维持在 4% 左右。

图 8 公司 2017 年主营占比示意图

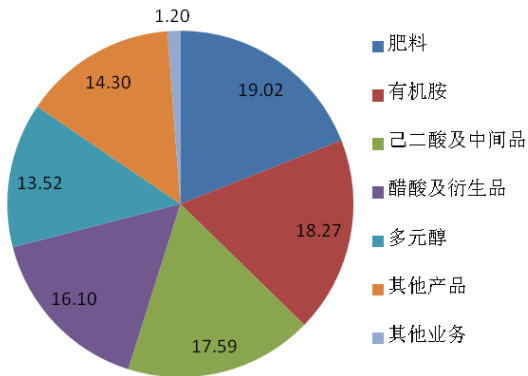
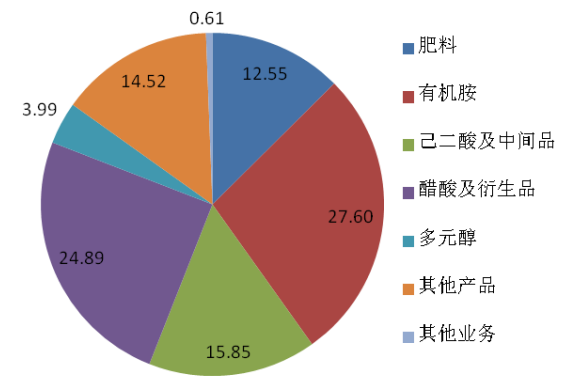


图 9 公司 2017 年毛利占比示意图



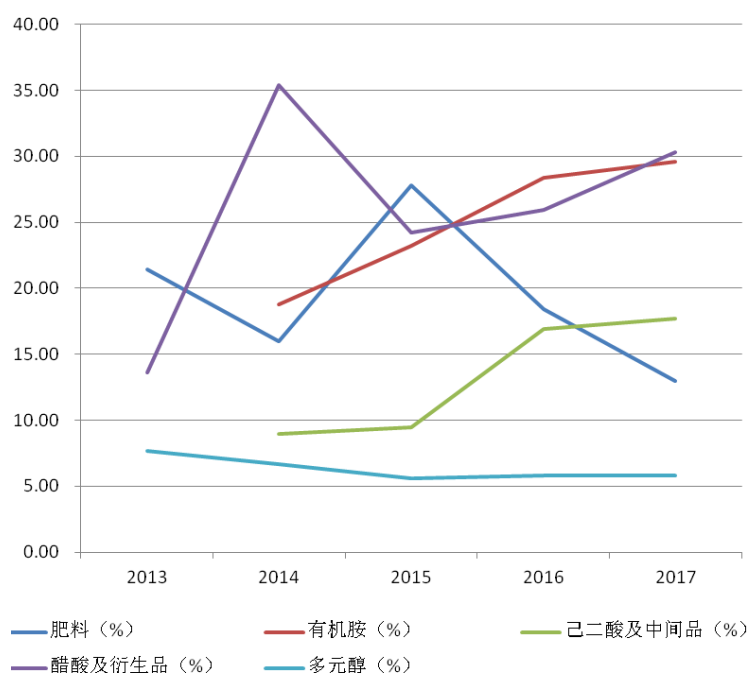
数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ **毛利率情况：肥料下滑，有机胺、己二酸及中间品逐年上升**

从各项业务毛利率情况来看，多元醇业务毛利率最低，稳定在5%-10%之间；肥料业务毛利率有所波动，但从21.44%降至12.94%；己二酸及中间品业务毛利率持续提升，从8.93%提升至17.67%；有机胺毛利率逐年提升，从18.80%提升至29.62%；醋酸及衍生品毛利率趋势向上，从13.61%提升至30.33%。

图 10 公司历年主营毛利率示意图



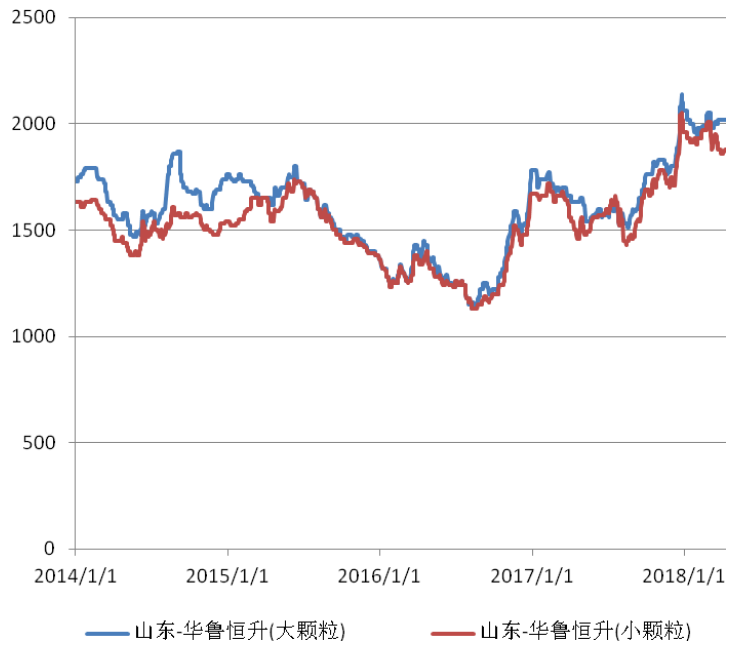
数据来源：wind，上海证券研究所

## 二、部分主营产品分析

### 2.1 尿素产品

- **产销情况：**受前几年尿素行业不景气影响，经销商和企业都是按订单出货，基本不留库存，整体行业负荷大约在50%左右（16年上半年有70-80%开工率，但下半年开始下跌），因为尿素的盈利能力在公司产品中较低，因此，华鲁恒升的负荷约在60%左右。18年的春耕行情受低库存影响，景气度有望持续到4、5月份。
- **价格：**尿素的价格一直不高，盈利能力较弱，其原因有一部分是受粮食价格低的影响。市场价格方面，2月初在单吨1900元左右，按照11%的税计算，1900元的不含税价格在1710多。4月初差不多1880元左右，春耕行情持续影响下，价格仍然较好。

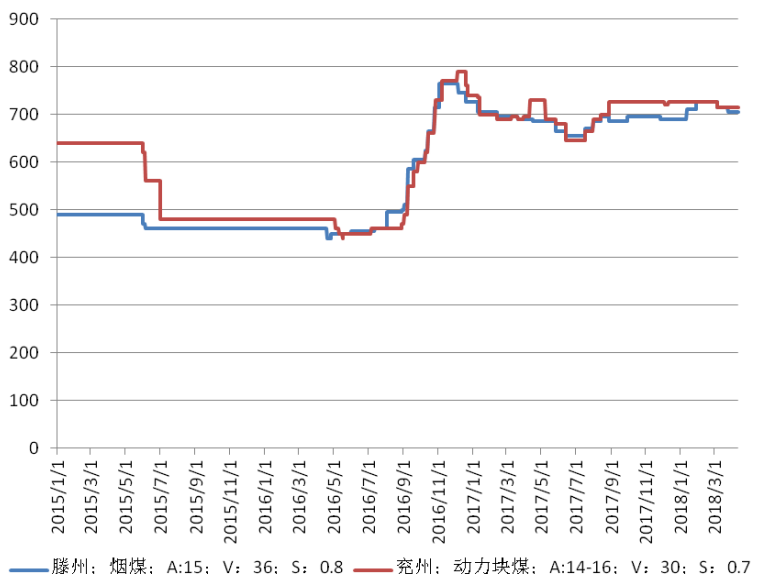
图 11 历年尿素价格示意图 (单位: 元/吨)



数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **成本:** 煤头企业固定床的成本相对较高, 水煤浆法的成本会略低于固定床。主要成本来自于蒸汽、电和煤。煤炭价格上升较快, 目前市场价来看, 2 月份优质烟煤在 720-740 之间, 截止 4 月初有小幅下调, 维持在 700-710 之间, 如果存在长协单的话价格可能会略低一些; 蒸汽方面, 公司目前自产自耗, 成本优势明显; 电力方面, 公司采购和自供都有, 自供成本相对较低, 但采购也可通过与售电方签署长期合作协议来降低部分成本。

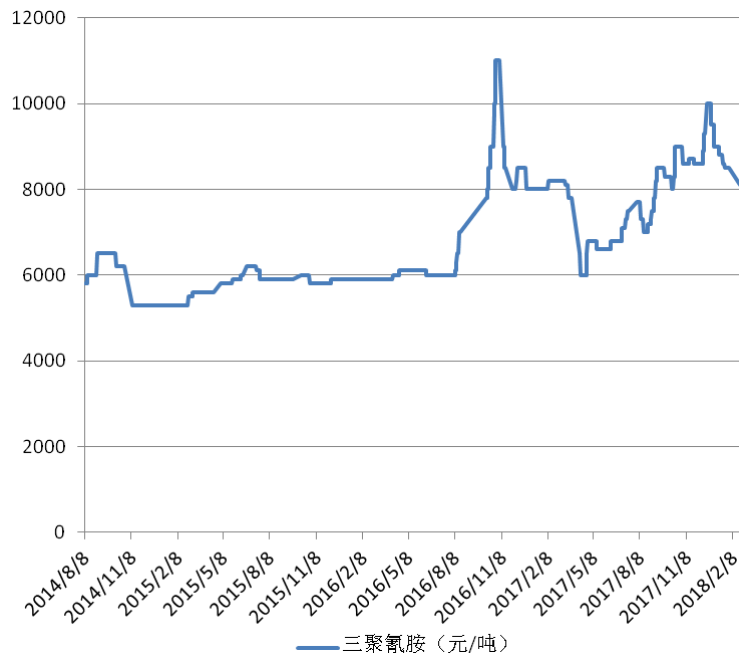
图 12 山东地区烟煤价格示意图 (单位: 元/吨)



数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **工业尿素：**以往工业尿素的占比较低，目前随着三聚氰胺下游（板材等）需求增加，工业尿素的消耗也日趋增加。包括华鲁恒升、阳煤化工等企业都有三聚氰胺的产能，据业内人士测算，每吨三聚氰胺大约消耗3吨尿素。公司目前拥有5万吨三聚氰胺的产能。但从全国尿素产能7000万吨左右的数据来看，过剩情况仍然存在，缺乏强制性举措进行供给优化。

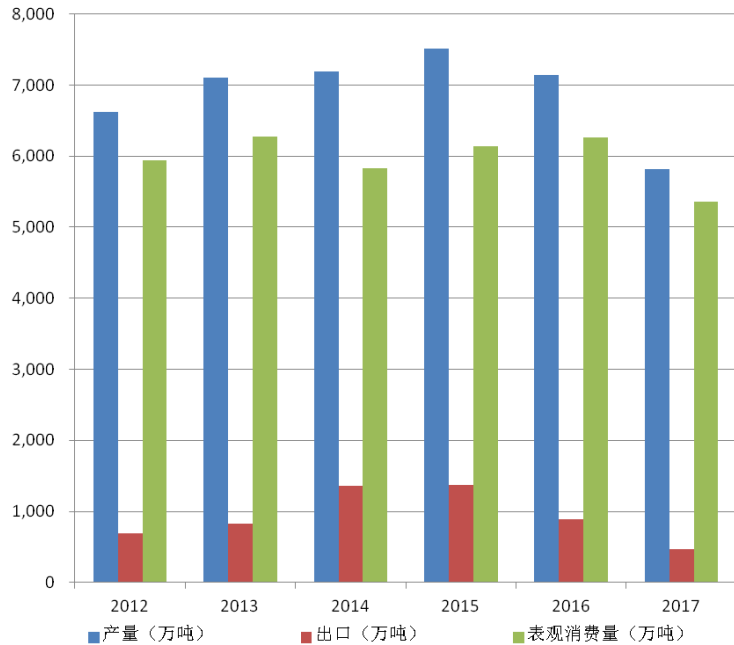
图 13 三聚氰胺价格示意图（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **尿素市场格局：**尿素整体而言处于产能过剩状态，行业壁垒较低，去产能难度较大，并且价格容易受到管控，不易出现暴涨。因此，行业毛利率一直较低，开工率也较低。从产能上来看，目前行业总体产能约有7800万吨左右，但长期停工的产能约有650万吨左右，还有部分转产产能，实际有效产能在7000万吨左右，有效开工率超过70%，近年来产量连续下滑，供需格局略有好转。但需要注意的是出口量也持续走低。

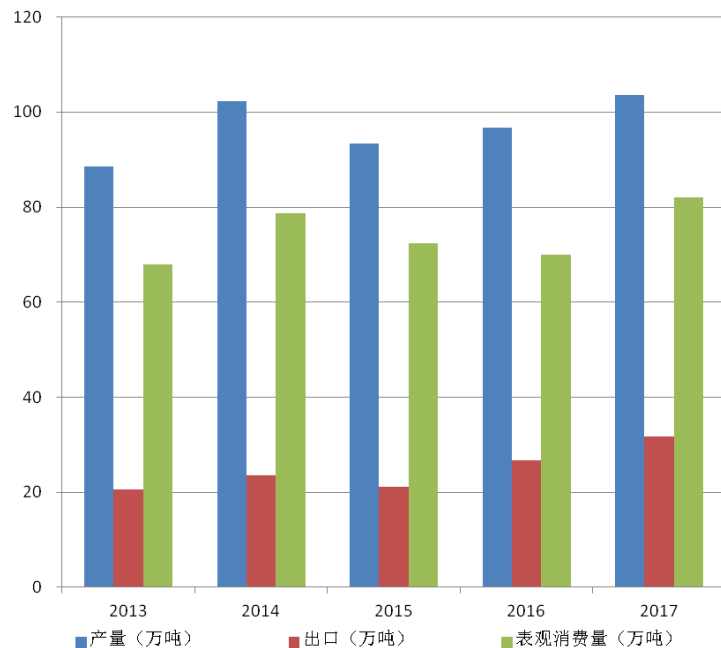
图 14 我国历年尿素产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **三聚氰胺市场格局：**三聚氰胺之前受奶粉添加事件影响，需求市场有所收缩，之后下游在胶板等行业中打开市场，行业有所复苏，从产量上看，近几年产量维持稳定，2017 年为 104 万吨（消耗工业尿素约 340 万吨），出口量略有增长，达到 32 万吨。行业小产能相对较少，大厂主要有山东鲁西（24 万吨）、昊华骏化（16.5 万吨）、玉象（新疆 15 万吨，四川 12 万吨）等。

图 15 我国历年三聚氰胺产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

表 1 三聚氰胺行业产能情况。

厂家	产能情况	产能合计（万吨）
四川美青	1.5 万*1+3 万*1	4.5
四川美丰	一套 5 万吨	5
四川玉龙	一套 5 万吨	5
四川玉象	四川 5 万*2+2 万*1	12
重庆建峰	高压 3 万*1+低压 3 万*1	6
山西天泽	一套 1.5 万吨	1.5
山西丰荷	1.5 万*3+1.2 万*1+3.3*1	9
辛集九元	3 万*2	6
南通紫鑫	1.2 万吨	1.2
玉象洪泽厂	5 万*1	5
山东三和	共 7 万吨	7
山东舜天	3 万*3	9
山东联合	3 万*2+4 万*1	10
山东华鲁恒升	5 万*1	5
山东鲁西	8 万*3	24
华尔泰	3 万吨	3
安徽金禾	3 万*1+4 万*1	7
当阳华强	1 套 5 万吨	5
河南金山	1.5 万*4+3 万*1	9
昊华骏化	1.5 万*3+3 万*2+6 万*1	16.5
中原大化	高压 2 万*3	6
玉象新疆厂	5 万*3	15
奎屯锦江	5 万*1	5
宜化新疆嘉成	高压 8 万*1	8
新疆心连心	高压 6 万*1	6
<b>合计</b>		<b>190.7</b>

数据来源：百川资讯，上海证券研究所

## 2.2 甲醇产业链

- **产销情况：**公司甲醇之前主要是自产自用，新产能建成投产之后将会有外售产品。甲醇与乙二醇的新建装置是一线多用的，未来乙二醇 50 万吨投产将会缩减甲醇的产能。
- **甲醇价格：**从国内市场消费情况来看，甲醇传统的下游多为甲醛、醋酸、有机胺、二甲醚等，随着近年 MTO 产能的逐步投产运行，煤制烯烃消耗的甲醇也逐步增加。因此，甲醇的价格与油价相关性较强，烯烃价格上升，甲醇价格就会上涨。而如果甲醇产品的利润高到一定程度时，MTO 装置就会停产，从而

使得甲醇供给增多，需求减弱。所以受这个平衡的影响，预计甲醇价格下跌后也会随着 MTO 等装置重启而拉升回来。目前，甲醇价格已经从 2900 元左右跌至 2740 元左右，但此时利润仍然可观，并且 3 月价格回落后，4 月再度出现价格上涨。

图 16 甲醇历年价格示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **下游产品价格情况：**醋酸方面，受油价及供给影响，山东地区醋酸报价持续走高，4 月初维持在 4700-4900 元左右，公司醋酸保持满产状态；DMF 方面，产品价格逼近 7000 元，开工率较高的情况下，未来价格预计仍然将会较为坚挺，公司 DMF 开工率约在 85-90% 左右。公司是全球最大 DMF 生产商，DMF 开工率正常，全年差不多 85-90% 开工率，整个市场容量差不多 70-80 万吨，市场内比较有话语权的除了华鲁恒升以外，还有江山化工等几家大厂。混甲胺的盈利能力相对较好，公司的二甲胺产品在满足自身需求的情况下，剩余部分外售。

图 17 醋酸价格示意图 (单位: 元/吨)

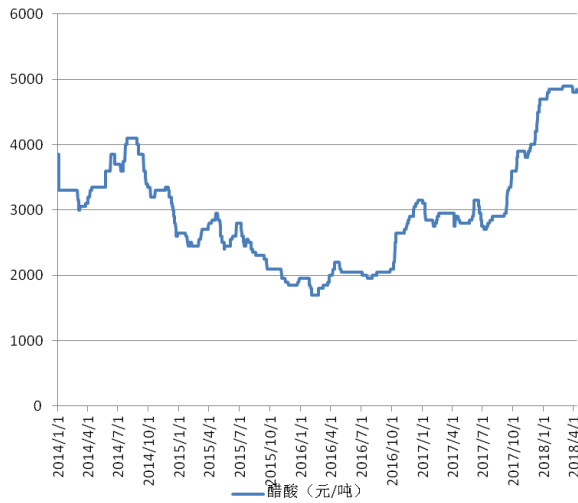
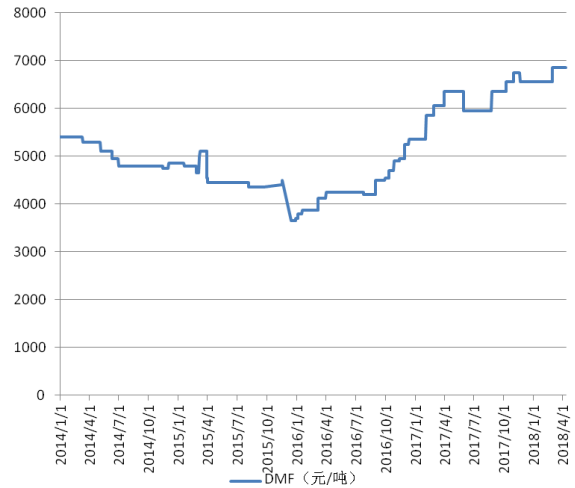


图 18 DMF 价格示意图 (单位: 元/吨)

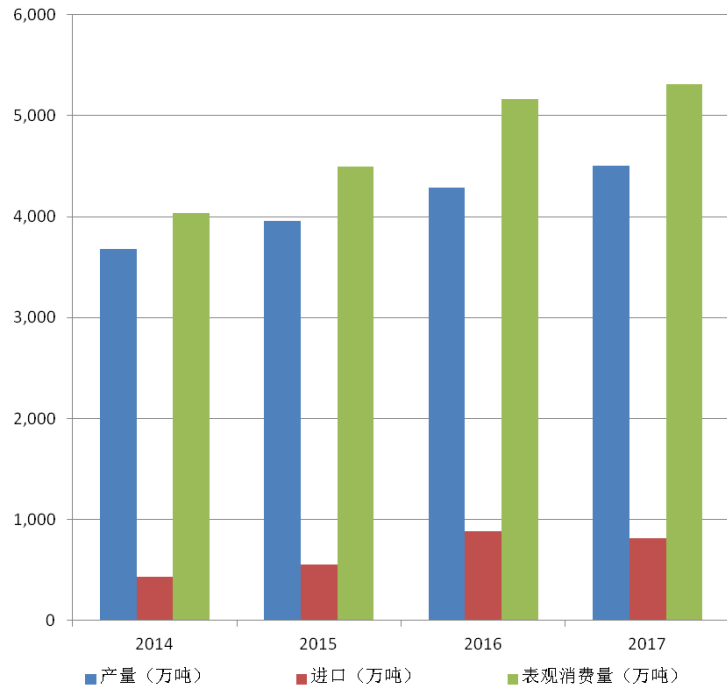


数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **甲醇市场格局:** 据百川资讯统计, 全国拥有 7204.5 万吨甲醇产能, 其中西北地区产能 3156 万吨, 占 43.8%。整体而言, 作为基础化工用品, 甲醇的市场集中度较低, 产能分布较广, 天然气、煤制、焦炉气等路线均能进行制备, 并且部分产线为联产产线。因此, 具体有效产能难以进行准确统计, 有效开工率难以计算。从产量上看, 甲醇产量逐年增加, 2014 年为 3676 万吨, 2017 年达到 4507 万吨, 年复合增速达到 7.03%; 进口量数据显示, 2014 年进口量为 433 万吨, 2016 年达到 880 万吨, 2017 年有所回落, 为 814 万吨; 表观消费量来看, 2014 年为 4034 万吨, 2017 年达到 5309 万吨, 年复合增速高达 9.59%。我们预计甲醇的需求仍然将维持较高增速, 随着天然气及油价中枢上移, 甲醇价格中枢也将出现上移, 煤制甲醇在成本端不易出现大幅上升的情况下, 将有望扩大价差。

图 19 我国历年甲醇产量、进口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

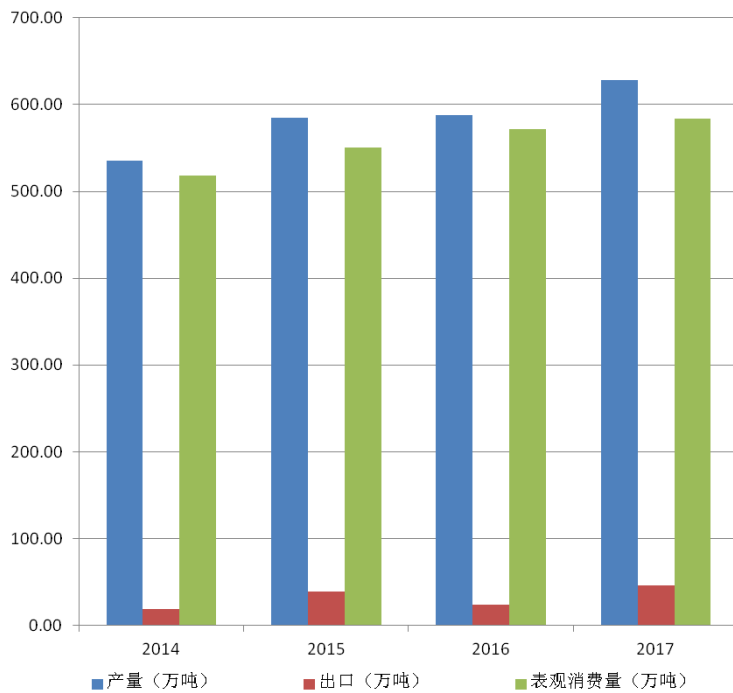
- **下游醋酸产品市场格局：**据百川资讯统计，全国约有 850 万吨醋酸产能，其中江苏索普、塞拉尼斯、兖矿国泰化工产能位居前三，分别有 120、120 和 100 万吨产能，吴泾化工（华谊）拥有 80 万吨产能，公司的 50 万吨产能属于中等水平，占比近 6%。产量方面，2014 年为 535.14 万吨，2017 年为 628.04 万吨，年复合增速为 5.48%；进出口方面，进口量维持在 10 万吨以下，出口量从 2014 年的 18.85 万吨提升至 2017 年的 45.73 万吨，年复合增速为 34.37%；表观消费量方面，2014 年为 518.04 万吨，2017 年为 583.89 万吨，年复合增速为 4.07%。需求端，醋酸酯类占 29%，PTA 占 23%，醋酸乙烯占 18%，氯乙酸和甘氨酸占 9%，受益于 PTA 等行业扩产影响，需求增量预计将会较好。出口提升较好的消化了超出行业增速的产量增量，我们认为随着油价中枢上移，出口有望继续向好，醋酸价格中枢也将上移。

表 2 醋酸行业产能情况

厂家	产能 (万吨)
江苏索普(集团)有限公司	120
塞拉尼斯(南京)化工有限公司	120
上海吴泾化工有限公司	80
南京扬子石化碧辟乙酰有限责任公司	50
兖矿国泰化工有限公司	100
山东华鲁恒升集团有限公司	50
河北忠信化工有限公司	50
天津渤化永利化工股份有限公司	25
河南永城龙宇煤化	40
河南顺达化工科技有限公司	45
河南义马气化	20
安徽华谊化工有限公司	50
扬子江乙酰化工有限公司	45
陕西延长石油榆林煤化有限公司	25
中国石化长城能源化工(宁夏)有限公司	30
<b>合计</b>	<b>850</b>

数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

图 19 我国历年醋酸产量、进口量及表观消费量示意图



数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **下游有机胺产品市场格局:** 据百川资讯统计, 全国约有 109 万吨 DMF 产能, 其中华鲁恒升、江山化工、安阳九天产能位居前三, 分别有 25、18 和 15 万吨产能, 公司产能占比近 23%。有效产能约为 93 万吨, 行业开工率超过 70%。产量方面, 2014

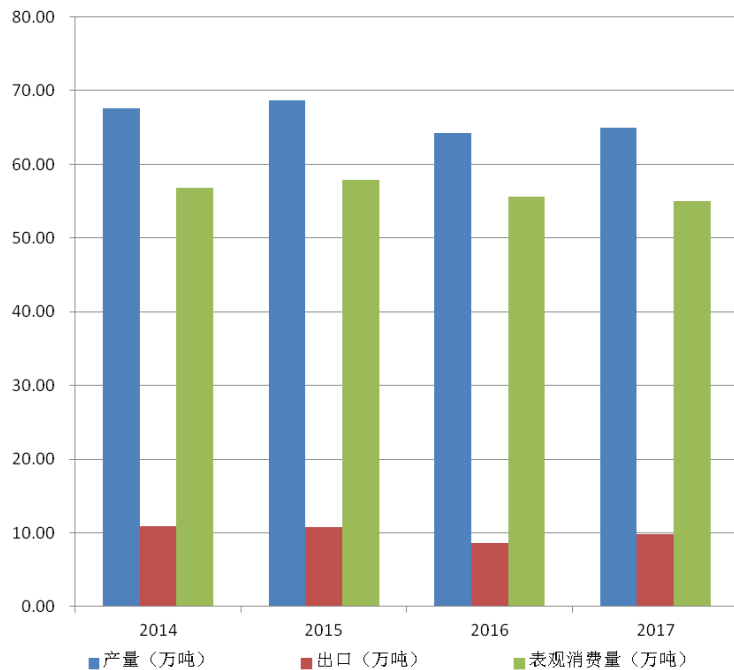
年为 67.58 万吨，2017 年为 64.91 万吨；进出口方面，进口量维持在 1000 吨以下，出口量维持在 10 万吨左右；表观消费量方面，2014 年为 56.83 万吨，2017 年为 55.07 万吨，基本维持稳定。需求端方面，PU 浆料占 70%，医药、农药、兽药等占 14%，其他食品添加剂、电子等占 16%。行业处于动态平衡状态，随着环保督查趋严，有望进一步改善供需格局。

表 3 DMF 行业产能情况

厂家	产能 (万吨)
浙江江山	18
远兴江山	10
章丘日月	10
华鲁恒升	25
鲁西化工	10
扬子石化-巴斯夫	4
江苏菱天	4
河南骏化	3
安阳九天	15
延长兴化	10
合计	109

数据来源：百川资讯，上海证券研究所

图 20 我国历年 DMF 产量、进口量及表观消费量示意图

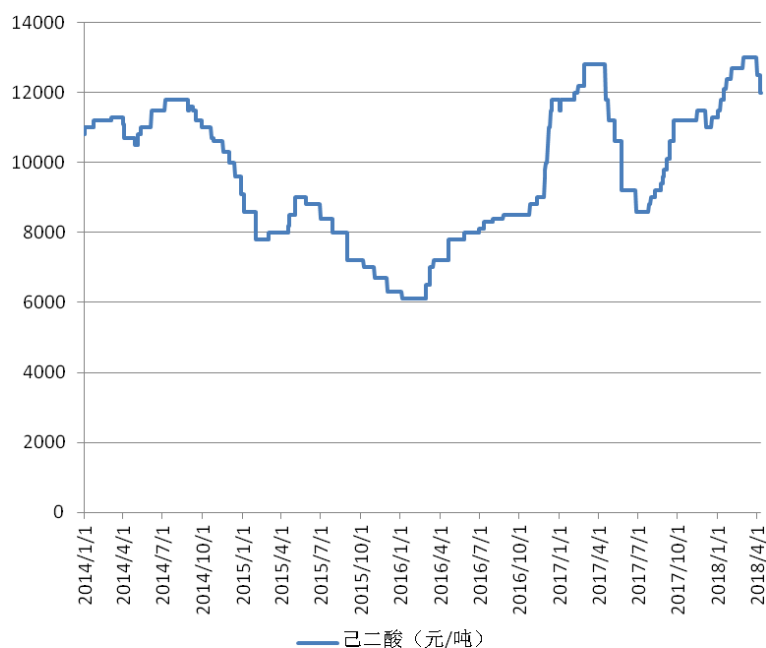


数据来源：百川资讯，上海证券研究所

### 2.3 己二酸及中间品

- **产销情况:** 公司己二酸是采用苯为原料合成环己烷, 再经过氧化制得的。公司此业务产品覆盖己二酸、环己酮等, 己二酸为主导产品, 除去自用外, 公司外销己二酸及中间品 21.42 万吨。
- **己二酸价格:** 从国内市场消费情况来看, 己二酸下游为鞋底原液、PU 浆料、尼龙 66 及盐等领域。己二酸价格在经历了 2016 年的低谷之后, 走出了波动较大的向上走势, 两次高点均突破了 14 年最高价, 市场均价突破 10000 元/吨。

图 21 己二酸历年价格示意图



数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **己二酸市场格局:** 据百川资讯统计, 全国拥有 277 万吨己二酸产能, 其中山东地区产能 110.5 万吨, 占 39.89%, 河南地区 40 万吨产能, 山西地区 28 万吨产能, 河北地区 15 万吨, 2+26 区域合计 193.5 万吨。从产量上看, 2015 年产量为近年低点, 2016 年和 2017 年增速较高, 2017 年达到 122.57 万吨, 近 4 年年复合增速达到 13.77%; 进口量数据显示, 近年进口量维持在 2 万吨左右, 出口量持续增长, 2013 年为 11.16 万吨, 2017 年达到 34.35 万吨, 年复合增速为 32.45%; 表观消费量来看, 2014 和 2015 年有所下降, 2016 年和 2017 年提升至 85.55 万吨和 89.99 万吨, 近 4 年复合增速仍有 8.78%。

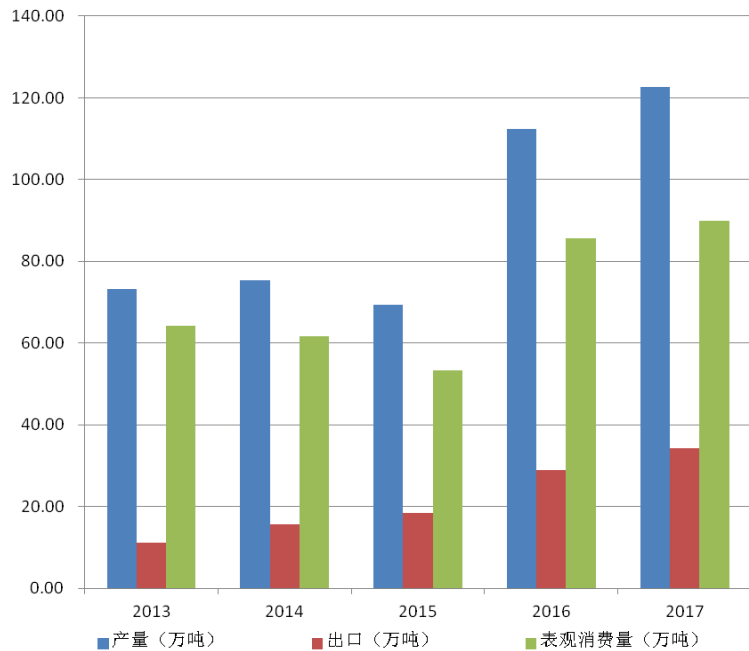
表 4 己二酸行业产能情况

厂家	产能 (万吨)
华鲁恒升	16
山东海力	22.5
海力大丰	30

山东洪业化工	28
山东洪达化工	14
辽阳石化	14
河南神马尼龙化工	25
神马尼龙科技一期	15
唐山中浩化工	15
重庆华峰化工	54
阳煤丰喜	14
阳煤太化新材料	14
浙江衢州曙扬	8
新疆天利高新	7.5
<b>合计</b>	<b>277</b>

数据来源：百川资讯，上海证券研究所

图 22 我国历年己二酸产量、进口量及表观消费量示意图



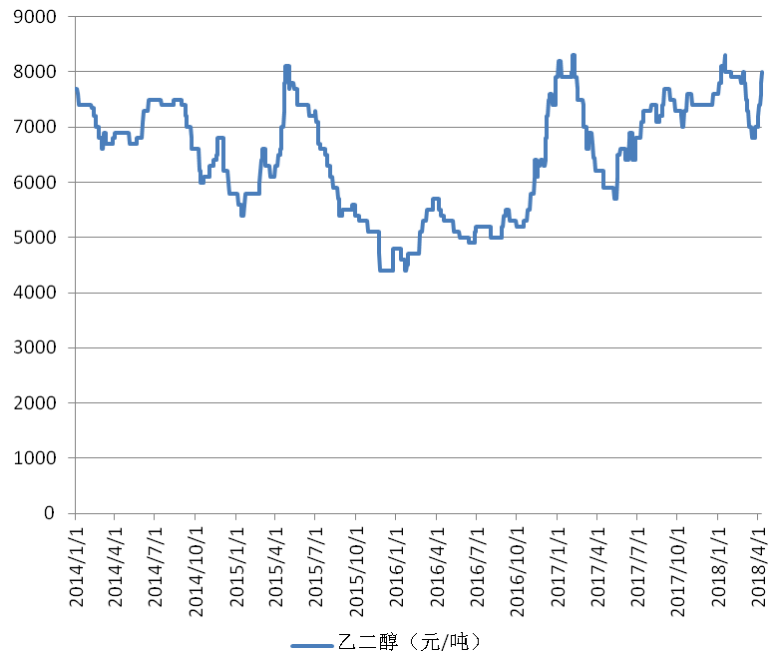
数据来源：百川资讯，上海证券研究所

## 2.4 多元醇

- **产销情况：**公司多元醇产品包括异辛醇、乙二醇、正丁醇等，以异辛醇、乙二醇为主。异辛醇方面，其应用主要是增塑剂原料、溶剂等，主要应用领域为 DOP 和 DOTP。乙二醇方面，其应用主要在聚酯行业，下游增速稳定。公司原有乙二醇产能 5 万吨，满产满销，运行时间久，技术也比较成熟。乙二醇直销占比较大，公司产品在市场内具有较好的认可度。
- **多元醇价格：**异辛醇方面，行业开工率 76%，市场过剩情况较为严重，价格波动较大，2017 年均价 8000 元/吨左右。乙二醇

方面，行业开工率 74%，市场存在过剩情况，价格宽幅波动，2017 年全年均价在 7000 元/吨左右。

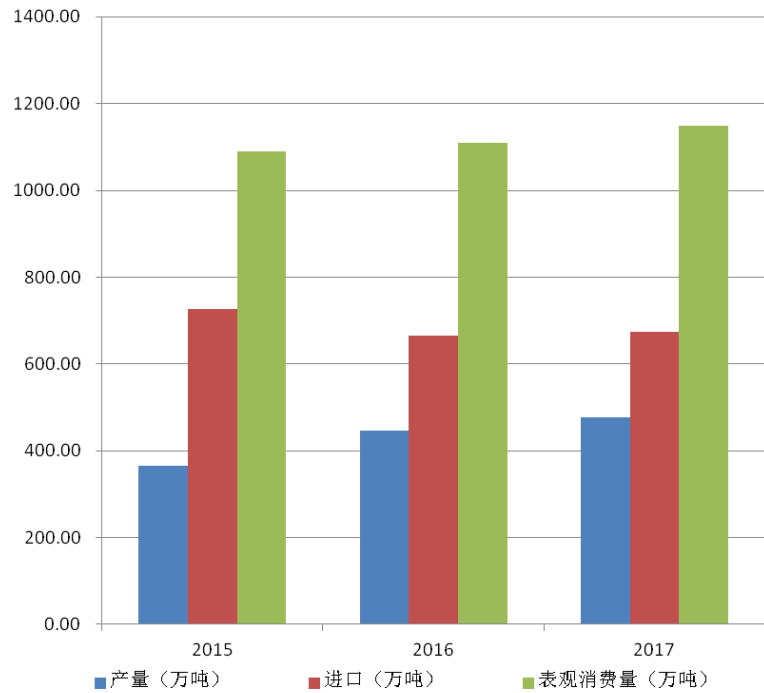
图 23 乙二醇历年价格示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **乙二醇市场格局：**据百川资讯统计，全国拥有 806.6 万吨乙二醇产能，其中油制乙二醇产能 574.60 万吨，煤制产能 232.00 万吨。从产量上看，2015 年产量 365.25 万吨，2017 年达到 477.56 万吨；进口量数据显示，近年出口量维持在低于 2 万吨，而进口量数据较大，2015 年为 725.85 万吨，2017 年为 673.74 万吨；表观消费量来看，2015 年为 1090.41 万吨，2017 年为 1149.78 万吨。整体而言，尽管国内行业开工率不高，但进口量仍然维持在较高的位置，对外依存度高达 60% 左右。我们认为随着煤制乙二醇产品质量提升，进口替代进程将加速，国内煤制乙二醇优质企业将高度受益。

图 24 我国历年乙二醇产量、进口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

### 三、盈利预测

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 140.95 亿、162.16 亿元和 169.08 亿元，增速分别为 35.42%、15.05%和 4.27%；归属于母公司股东净利润分别为 24.23 亿、28.39 亿和 30.39 亿元，增速分别为 98.30%、17.15%和 7.08%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.50、1.75 和 1.88 元，对应 PE 为 11.8、10.1 和 9.4 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

### 四、风险提示

尿素春耕行情不及预期；油价出现波动导致化工品价格波动；新产能投放不及预期；企业受环保、安全等问题导致限产或停产。

## 五、附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	591	3449	9175	13260
应收和预付款项	829	1254	1144	1357
存货	402	691	574	747
其他流动资产	263	263	263	263
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	12205	10320	8434	6549
无形资产和开发支出	518	458	399	339
其他非流动资产	1047	1008	969	969
<b>资产总计</b>	<b>15855</b>	<b>17444</b>	<b>20959</b>	<b>23485</b>
短期借款	660	0	0	0
应付和预收款项	1725	1551	2228	1715
长期借款	3115	3115	3115	3115
其他负债	1065	1065	1065	1065
<b>负债合计</b>	<b>6565</b>	<b>5731</b>	<b>6408</b>	<b>5895</b>
股本	1620	1620	1620	1620
资本公积	1987	1987	1987	1987
留存收益	5682	8105	10944	13983
归属母公司股东权益	9289	11712	14551	17591
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>9289</b>	<b>11712</b>	<b>14551</b>	<b>17591</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15855</b>	<b>17444</b>	<b>20959</b>	<b>23485</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	1722	3670	5763	4012
投资活动产生现金流量	-2150	0	0	0
融资活动产生现金流量	574	-811	-37	73
<b>现金流量净额</b>	<b>143</b>	<b>2858</b>	<b>5726</b>	<b>4085</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>10408</b>	<b>14095</b>	<b>16216</b>	<b>16908</b>
营业成本	8367	10535	12197	12737
营业税金及附加	76	106	122	127
营业费用	189	240	276	287
管理费用	170	197	227	237
财务费用	152	166	54	-55
资产减值损失	6	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1449</b>	<b>2851</b>	<b>3340</b>	<b>3576</b>
营业外收支净额	-11	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1438</b>	<b>2851</b>	<b>3340</b>	<b>3576</b>
所得税	216	428	501	536
净利润	1222	2423	2839	3039
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1222</b>	<b>2423</b>	<b>2839</b>	<b>3039</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	20%	25%	25%	25%
EBIT/销售收入	15%	21%	21%	21%
销售净利率	12%	17%	18%	18%
ROE	13%	21%	20%	17%
资产负债率	41%	33%	31%	25%
流动比率	0.60	2.17	3.39	5.63
速动比率	0.41	1.80	3.14	5.27
总资产周转率	0.66	0.81	0.77	0.72
应收账款周转率	14.92	13.45	16.89	14.92
存货周转率	20.83	15.24	21.25	17.05

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。