

2018年10月12日

罗健  
H70406@capital.com.tw  
目标价(元)

21

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2018/10/11)	16.79
上证指数(2018/10/11)	2583.46
股价 12 个月高/低	21.66/12.06
总发行股数(百万)	1620.36
A 股数(百万)	1614.53
A 市值(亿元)	271.08
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司 (32.32%)
每股净值(元)	6.62
股价/账面净值	2.54
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	2.6 -11.1 29.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

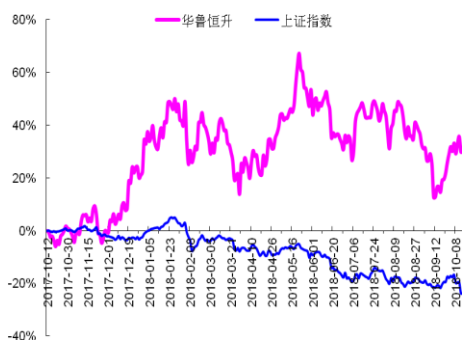
产品组合

醋酸及衍生品	18.43%
多元醇	11.66%
肥料	17.41%
己二酸及中间体	14.43%
有机胺	14.71%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.5%
一般法人	36.6%

股价相对大盘走势



华鲁恒升 (600426.SH)

Buy 买入

50 万吨乙二醇项目顺利投产，看好煤化工龙头成本优势

结论与建议：

公司发布50万吨/年乙二醇项目投产公告，该项目生产装置近日打通全部流程，达到70%负荷稳定运行，生产出优等品，进入试生产阶段。当前国内乙二醇对外进口依赖度近60%，随着50万吨乙二醇项目投产，公司乙二醇产能达到55万吨/年，成为国内煤化工合成气路线制乙二醇的最大生产企业，公司将充分受益于进口替代的广阔空间，另外国际油价中枢上移，公司依托先进的煤气化技术，其下游产品更加凸显成本优势，公司业绩有望再上新台阶，维持“买入”评级。

■ **新投产乙二醇项目性价比高，未来业绩贡献明显：** 公司前期 5 万吨/年乙二醇项目投资 4.52 亿元，从项目建设到聚酯级优等品历时近 5 年。在此基础上，公司积累相关项目经验、工艺技术经验，50 万吨/年乙二醇项目总投资为 26.74 亿元，单吨乙二醇建设成本下降四成有余，项目建设到生产出优等品耗时不足 3 年，其性价比明显优于前期项目。原 5 万吨乙二醇完全成本不足 5000 元/吨，随着新产能的投产，规模效应将进一步降低生产成本，当前乙二醇价格为 7480 元/吨，yoy+3.6%，价格高位运行，盈利能力可观，待新项目满产后可增厚公司年化净利润约 8 亿元。目前国内规划中的乙二醇项目较多，但受限於建设周期、工艺技术路线，以及较大的供给缺口，近年内乙二醇都有望维持高景气度。

■ **受煤改气影响、迭加外围市场价格上涨，公司尿素盈利稳定：** 公司产品主要分为肥料和化工产品，其中肥料以尿素为主。国内受环保政策及煤改气影响，18 年上半年天然气表观销售量同比增加 17.5%，液化天然气价格居高不下，对气头尿素的开工率起到抑制作用，同时受到供给侧改革影响，今年前 8 个月尿素产量同比减少 15%，18 年尿素价格始终高位运行。此外，伊朗受美国制裁影响退出印度招标，而印度三成尿素需要进口获得，带动国际尿素价格上涨，当前国内尿素价格为 2088 元/吨，yoy+26.9%，环比三季度上涨 9.7%。随着取暖季来临，为保障居民用气，近三成的气头尿素产能将进一步受到冲击，后市尿素价格易涨难跌，加之公司 18 年 5 月份新老尿素产能替换及扩大，公司尿素将持续稳定盈利。

■ **以醋酸为首的煤化工产品价格高位震荡，确保全年业绩高增长：** 目前公司煤化工下游产品 DMF、己二酸、醋酸、甲醇、辛醇最新价格分别为 5800、10750、5150、3455、9800 元/吨，同比涨跌幅为 -10.8%、+2.38%、+45.1%、+24.3%、+11.4%，环比三季度均价上涨 2.6%、6.0%、15.9%、6.3%、6.0%，多数产品同比上涨，仅 DMF 有所下跌且近期价格有止跌回升的迹象。醋酸未来两年新增产能有限，海外装置老旧，故障频发且进入检修周期，下游需求占比达 22% 的 PTA 行业需求旺盛，有望维持较长的景气周期。冬季取暖天然气供需偏紧，无疑会进一步推涨甲醇价格，另外国际油价中枢上移，对整个化工产品价格都起到支撑作用，公司煤化工产品价格有望乘风高位运行。

■ **盈利预测：** 我们预计公司 2018/2019 年实现净利润 29.4/33.7 亿元，yoy+141%/+14.4%，折合 EPS 为 1.82/2.08 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 9.2、8.1 倍。鉴于公司 18 年业绩有望保持大幅增长，维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 1、公司产品价格不及预期；2、新建项目不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	875	1222	2944	3368	3717
同比增减	%	-3.22%	39.58%	140.92%	14.40%	10.37%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.70	0.75	1.82	2.08	2.29
同比增减	%	-25.56%	7.38%	140.92%	14.40%	10.37%
A 股市盈率(P/E)	X	23.91	22.26	9.24	8.08	7.32
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.15	0.17	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	0.60%	0.89%	1.01%	1.19%	1.19%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7701	10408	15090	17968	19730
经营成本	6143	8367	10799	13031	14286
营业税金及附加	60.77	76.14	121.60	146.04	160.35
销售费用	167.09	188.92	258.24	307.45	337.58
管理费用	153.69	170.40	232.67	275.38	302.46
财务费用	140.64	151.67	198.84	236.08	259.20
资产减值损失	0.46	5.78	5.05	4.54	5.02
投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1035	1449	3475	3968	4379
营业外收入	3.65	1.49	1.26	1.36	1.47
营业外支出	5.28	12.57	15.41	16.65	17.98
利润总额	1034	1438	3461	3953	4363
所得税	158	216	517	585	645
少数股东损益	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
归属于母公司股东权益	875	1222	2944	3368	3717

## 附二：合并资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	621	754	1244	1957	2910
应收账款	17.27	41.37	43.48	46.96	48.37
存货	519.40	401.63	422.11	455.88	469.56
流动资产合计	1998	2247	2833	3673	4677
长期股权投资	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
固定资产	8231	10720	11578	12504	13129
在建工程	1336	1412	2101	2803	3997
非流动资产合计	11208	13775	15405	17172	19029
资产总计	13206	16022	18238	20845	23706
流动负债合计	2953	3601	3614	3573	3490
非流动负债合计	2091	3132	2666	2270	1820
负债合计	5044	6733	6280	5843	5310
少数股东权益	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
股东权益合计	8161	9289	11958	15002	18395
负债及股东权益合计	13206	16022	18238	20845	23706

## 附三：合并现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	997	1711	1848	1941	1980
投资活动产生的现金流量净额	-1255	-2150	-1978	-1879	-1691
筹资活动产生的现金流量净额	447	574	620	651	664
现金及现金等价物净增加额	197	132	491	713	953

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。