东兴证券 DONGXING SECURITIES

单季营收创新高，MEG项目如期投产

——华鲁恒升（600426）三季报点评

2018 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

华鲁恒升 | 财报点评

张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn 010-66554047	
徐昆仑	研究助理	
	xukl@dxzq.net.cn 010-66554050	

事件：

公司发布 2018 年三季报，报告期内，公司实现营收 108.49 亿元，同比+50.0%；实现归母净利润 25.35 亿元，同比+198.95%；其中单 Q3 实现营收 38.52 亿元，同比+52.97%，环比+8.23%，实现归母净利润 8.55 亿，同比+182.66%，环比-9.62%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	2459	2255.47	2517.92	3175.67	3438.43	3558.64	3851.64
增长率（%）	31.25%	12.38%	54.39%	45.03%	39.83%	57.78%	52.97%
毛利率（%）	20.38%	17.75%	19.94%	20.09%	30.14%	36.02%	32.53%
期间费用率（%）	4.66%	5.04%	3.40%	6.20%	4.24%	4.00%	2.80%
营业利润率（%）	15.01%	12.12%	14.12%	14.21%	25.18%	31.21%	26.16%
净利润（百万元）	313.83	231.68	302.32	374.22	734.09	945.97	854.51
增长率（%）	41.61%	-13.68%	95.45%	62.13%	133.91%	308.30%	182.66%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.14	0.19	0.23	0.45	0.58	0.53
资产负债率（%）	40.28%	39.62%	42.00%	42.02%	40.47%	39.75%	-
净资产收益率（%）	3.70%	2.70%	3.40%	4.03%	7.32%	8.82%	-
总资产收益率（%）	2.21%	1.63%	1.97%	2.34%	4.36%	5.31%	-

观点：

- **单季度营收创历史新高，净利润环比略有收窄。**Q3单季度营收环比+2.97亿，毛成本环比+3.22亿，营业利润环比-1.03亿，归母净利润环比-0.91亿。**详细分析公司季度业绩环比变化：**

  营收方面，公司经营数据公告披露的五项主要产品营收合计环比+2.46亿，经营数据公告披露以外的产品

（如甲醇、液氨、硝酸等，以2017年单Q3为例，经营数据公告披露主要产品以外的其他产品合计营收仅2.83亿）合计营收8.82亿、环比+0.47亿。主要产品中，公告显示对营收增长贡献较大的产品为肥料（环比+1.92亿）和有机胺（环比+0.6亿）。经营数据公告反推的单位售价：肥料环比-2.54%、有机胺环比-10.36%、己二酸及中间品环比+2.6%、醋酸及衍生品环比-8.8%和多元醇环比+2.1%，说明各产品涨跌互现、以跌为主。单Q3主要产品合计产量环比+10.05%，销量环比+21.44%、且高于营收8.23%的增速，说明三季度营收增长的核心来源为产销量的增长。通过单季度总营收减去经营数据公告披露的主要产品营收可以得到其他产品（甲醇、液氨等）的营收，显示其营收环比增速+5.6%，基本匹配甲醇（+4.36%）和液氨（+5.21%）的均价环比增幅，我们推测甲醇和液氨的外售量变化不大，并没有随着尿素产量的增加而减少。

成本方面，单Q3公司毛成本25.99亿元，环比+3.22亿（+14.14%）。而Q3公司动力煤均价环比-0.45%（取秦皇岛5500动力煤山西产）、烟煤均价环比+1.19%（取秦皇岛5500山西优混）均明显低于公司实际营业成本季度环比增幅，而煤炭成本又是公司占比最大的成本项（2017年约40%）。我们测算其他主要原材料中，丙烯和纯苯的价格上涨带动成本环比提高不到3000万，因此我们判断公司三季度的成本上涨主要来源于煤炭采购量的提高，结合上述收入分析以及公司数据经营公告显示的公司前三季度的主要产品产量79.16万吨、88.78万吨和97.7万吨，我们判断公司整体煤气化/氨醇平台负荷逐季度有所提高、一定程度验证了前期我们关于公司平台能力有提升空间的推测，并相应地推动了产销量的逐季度提升（销量分别为70.94万吨、77.69万吨和94.35万吨）。

费用方面，公司单三季度营业税金附加及三项费用共1.68亿、环比-0.05亿基本维持，资产减值损失环比+0.6亿，因此公司三季度中净利润环比下滑的0.91亿中，有约5000万为资产减值损失贡献。

- **看好醋酸价格维持高位、氨醇和尿素有望复制去年采暖季行情。**据金银岛数据，2018年Q2醋酸均价4913元/吨，二季度一度达5600元/吨破09年以来新高。醋酸价格回落后自9月份重拾涨势，后期均价仍将维持高位，主要由于：一方面PTA-PET产业链新增产能将拉动需求持续增长，另一方面2018-2019年醋酸新增供给大概率仅恒力35万吨，较难满足新增PTA产能以及其他下游消费的自然增长。市场较为担心环保限产力度发生较大变化，我们认为更多的变化来自于执行手段如不再“一刀切”、针对不同区域和企业具体情况采取不同限产措施，只要减排目标不发生大的变化、我们判断总体上环保限产力度大幅削弱风险不大；国内的焦炉气甲醇和气头甲醇产能分别占总产能的15%（其中60%分布在采暖季限产区域）和14%，焦炭限产及气荒下的天然气价格上涨有望带动甲醇价格上涨，合成氨的格局与甲醇类似，甲醇和合成氨四季度以来均价分别为3263元/吨（同比去年Q4+11%）和3494元/吨（同比去年Q4+22%）；公司目前总氨能力110万吨/年，总醇能力170万吨/年，主要外售产品如尿素、醋酸、有机胺等大多是氨醇下游，将充分受益价格强势。
- **50万吨/年乙二醇项目如期投产，将贡献业绩增量。**据海关总署数据，2018前6个月乙二醇进口量505.68万吨，同比增加87.74万吨，出口量半年1000余吨可忽略不计，产量301.98万吨，同比增加30.25万吨，表观消费量同比增加近120万吨（约+15%），国内供需缺口持续拉大，预计2020年之前乙二醇过剩风险不大。考虑乙二醇项目投资约26.7亿，单吨投资仍仅0.53万元/吨，单吨折旧较原有5万吨（投资4.5亿）装置下降约270元/吨，同时考虑新项目几乎不增加人工、公用工程效率提升因素，预计乙二醇满产后、完全成本有望降至4000元/吨；乙二醇前三季度均价7560元/吨，近期虽聚酯产业链景气提升带动涨至7750元/吨，近期受聚酯产业链整体影响有所回落，我们按乙二醇均价7250元/吨计（公司折价250、售价7000），单吨扣所得税后净利润约1700元/吨，扣除相应甲醇销量减少影响（单吨乙二醇耗合成气约2450

标方，对应原料煤1.75吨；单吨甲醇耗合成气约2230标方，对应原料煤1.6吨；销售1吨乙二醇对应甲醇销售减少1.1吨），单吨新增净利润仍超1200元/吨。公司10月8日发布投产公告，预计10月份转固，目前开工率已达80%，**假设今明两年新项目分别贡献10、45万吨销量（今年按50*0.7/12+50*0.8*2/12，明年按50*0.9），则分别新增净利润1.2亿、5.4亿。**

此外，**我们认为公司乙二醇销售无需担忧：**今年6月份国内工业用乙二醇新国标发布，四家起草单位、燕山石化主导、今年12月1日起执行，其中公司作为煤制乙二醇企业位列其中，说明无论是行业还是公司自身都对公司煤制乙二醇技术、工艺稳定性及产品质量充满信心，且公司自去年以来便在客户铺垫上做充分的准备工作。

结论：

预计公司2018-2020年归母净利润为34、35和36亿，考虑公司自02年上市以来已持续验证自己成长性（年化业绩增速超20%）、受益于油煤比价长周期拉大趋势、以及年产150万吨绿色化工新材料项目（年产150万吨乙二醇、精乙二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等）入选山东新旧动能转换重大项目库第一批优选项目（按公司历史上平均6%的ROA水平、预计该100亿的项目投资规模投产后将带来6个亿的新增盈利），给予对应18年业绩12倍PE，目标市值400亿，维持**“强烈推荐”**评级。

风险：

产品价格大幅波动；新产品销售不及预期。

附注：详细说一下为什么我们推测公司外售甲醇、液氨的量三季度没有减少的问题。

17Q3/17Q4/18Q1/18Q2/18Q3的其他产品（甲醇、液氨，或许有硝酸等）营收分别为2.83亿、7.48亿、8.52亿、8.35亿和8.82亿（单季度营收-经营数据公告披露的五块主要产品合计营收可得），去年Q4氨醇100万吨投产、公司表示基本全部生产甲醇外售，其他产品板块营收环比+5.5亿，按甲醇税后2520均价计算，对应新增甲醇外销量约20万吨，年化80万吨，加上本来需要外购的15万吨，实际产量年化95万吨，基本匹配，说明甲醇的价格和销量变化的确体现在“其他产品”里；而今年Q3，其他产品板块营收环比+5.6%，甲醇和液氨季度均价环比+4.4%、+5.2%，也基本匹配，说明甲醇、液氨的外售量并没有减少。在此基础上，公司主要产品产量今年Q2和Q3均维持了10%的环比增速，说明确实公司总的产品产量有所提高，结合单三季度经营成本的大幅增长（煤炭价格并没有增长）间接说明了煤炭外购量的增长，基本可以验证结论。

表：公司单季度主营产品产销量及营收

18Q3	生产量（万吨）	销售量（万吨）	收入（亿元）	均价（元/吨）	均价环比
肥料	57.86	55.7	8.54	1533.2	-2.54%
有机胺	9.48	10.41	5.48	5264.2	-10.36%
己二酸及中间品	8.18	5.19	4.82	9287.1	2.59%
醋酸及衍生品	16.05	16.87	6.52	3864.8	-8.82%
多元醇	6.13	6.18	4.34	7022.7	2.13%
合计	97.7	94.35	29.7		

18Q2	**生产量（万吨）**	**销售量（万吨）**	**收入（亿元）**		
肥料	50.9	42.08	6.62	1573.2	
有机胺	7.99	8.31	4.88	5872.4	
己二酸及中间品	7.78	5.17	4.68	9052.2	
醋酸及衍生品	15.78	15.76	6.68	4238.6	
多元醇	6.33	6.37	4.38	6876.0	
合计	88.78	77.69	27.24		
18Q1	**生产量（万吨）**	**销售量（万吨）**	**收入（亿元）**		
肥料	40.09	36.69	5.44	1482.7	
有机胺	9.44	8.47	5.31	6269.2	
己二酸及中间品	8.24	5.28	5.32	10075.8	
醋酸及衍生品	16	15.07	6.09	4041.1	
多元醇	5.39	5.43	3.7	6814.0	
合计	79.16	70.94	25.86		
17Q4	**生产量（万吨）**	**销售量（万吨）**	**收入（亿元）**		
肥料	41.46	37.39	5.14	1374.7	
有机胺	8.24	8.7	5.1	5862.1	
己二酸及中间品	8.42	5.46	5.17	9468.9	
醋酸及衍生品	16.19	16	5.39	3368.8	
多元醇	5.39	5.15	3.47	6737.9	
合计	79.7	72.7	24.27		
17Q3	**生产量（万吨）**	**销售量（万吨）**	**收入（亿元）**		
肥料	40.98	37.82	4.76	1258.6	
有机胺	9.68	10.88	5.33	4898.9	
己二酸及中间品	7.92	5.3	4.01	7566.0	
醋酸及衍生品	15.89	16.41	3.99	2431.4	
多元醇	6.23	6.13	4.26	6949.4	
合计	80.7	76.54	22.35		
17Q2	**生产量（万吨）**	**销售量（万吨）**	**收入（亿元）**		
肥料	41	39	5.15	1320.5	
有机胺	9	9	4.83	5366.7	
己二酸及中间品	9	5	4.98	9960.0	
醋酸及衍生品	16	16	3.77	2356.3	
多元醇	5	5	2.85	5700.0	
合计	80	74	21.58		

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1998	2247	2765	5967	9476	**营业收入**	7701	10408	14984	15973	16087
货币资金	621	754	749	3820	7314	**营业成本**	6143	8367	10051	10681	10746
应收账款	17	41	57	61	61	营业税金及附加	61	76	118	126	127
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	167	189	272	347	349
预付款项	136	130	157	167	168	管理费用	154	170	245	430	433
存货	519	402	478	508	511	财务费用	141	152	192	118	44
其他流动资产	703	920	1324	1411	1421	资产减值损失	0	6	72	8	8
非流动资产合计	11208	13775	15454	15165	14848	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	8231	10720	12917	12635	12339	**营业利润**	1035	1449	4033	4264	4380
无形资产	523	518	491	464	438	营业外收入	4	1	1	1	1
其他非流动资产	2454	2536	2047	2065	2071	营业外支出	5	13	13	13	13
资产总计	13206	16022	18219	21132	24324	**利润总额**	1034	1438	4022	4253	4368
流动负债合计	2953	3601	2543	2352	2365	所得税	158	216	605	670	689
短期借款	740	660	319	0	0	**净利润**	875	1221	3417	3582	3680
应付账款	726	1330	1598	1698	1709	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	204	366	440	467	470	归属母公司净利润	875	1221	3417	3582	3680
一年内到期的非流	1117	1060	0	0	0	EBITDA	2111	2571	5514	5769	5774
非流动负债合计	2091	3132	3132	3132	3132	**EPS（元）**	0.70	0.75	2.11	2.21	2.27
长期借款	2065	3115	3115	3115	3115	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5044	6733	5675	5484	5497	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-11.0%	35.2%	44.0%	6.6%	0.7%
实收资本(或股本)	1247	1620	1620	1620	1620	营业利润增长	-2.6%	39.9%	178.4%	5.7%	2.7%
资本公积	2330	1987	1987	1987	1987	归属于母公司净利润	-3.2%	39.5%	179.8%	4.8%	2.7%
未分配利润	4585	5682	8937	12041	15219	**获利能力**					
归属母公司股东权	8161	9289	12544	15648	18826	毛利率(%)	20.2%	19.6%	32.9%	33.1%	33.2%
负债和所有者权	13206	16022	18219	21132	24324	净利率(%)	11.4%	11.7%	22.8%	22.4%	22.9%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.63%	6.6%	7.6%	18.8%	17.0%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.7%	13.1%	27.2%	22.9%	19.5%
经营活动现金流	997	1711	4783	5020	5073	**偿债能力**					
净利润	875	1221	3417	3582	3680	资产负债率(%)	38%	42%	31%	26%	23%
折旧摊销	949	987	1289	1387	1350	流动比率	0.68	0.62	1.09	2.54	4.01
财务费用	147	155	192	118	44	速动比率	0.50	0.51	0.90	2.32	3.79
应付帐款的变化	604	268	100	10	12	**营运能力**					
预收帐款的变化	163	74	28	3	3	总资产周转率	0.58	0.65	0.82	0.76	0.66
投资活动现金流	-1255	-2150	-3033	-1033	-1033	应收账款周转率	328	355	304	270	263
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.75	8.14	6.86	6.48	6.31
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.75	2.11	2.21	2.27
筹资活动现金流	447	574	-1754	-916	-546	每股净现金流(最新	0.80	1.06	2.95	3.10	3.13
应付债券增加	-38	-15	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.55	5.73	7.74	9.66	11.62
长期借款增加	47	992	-1060	0	0	**估值比率**					
普通股增加	288	374	0	0	0	P/E	21.49	20.02	7.16	6.83	6.64
资本公积增加	7	-343	0	0	0	P/B	2.30	2.63	1.95	1.56	1.30
现金净增加额	189	136	-4	3071	3494	EV/EBITDA	19.33	15.87	7.40	7.07	7.07

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。