

公布第二期股权激励草案，考核难度适中、激励效果良好

——华鲁恒升（600426）事件点评

2018年11月12日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

事件点评

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：

公司公布第二期限制性股票激励计划草案，拟向激励对象定向发行股票的方式授予限制性股票，数量为 633 万股（占当前股本总额的 0.391%），授予价格 8.64 元/股，授予对象为公司核心骨干人员为主的 160 人；限售期为自授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月，每期解除限售比例均为 1/3。

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%	38.20%
净资产收益率（%）	3.70%	2.70%	3.40%	4.03%	7.32%	8.82%	7.38%
总资产收益率（%）	2.21%	1.63%	1.97%	2.34%	4.36%	5.31%	4.56%

观点：

- **考核条件完成难度适中。**解除限售的业绩条件为：以2016年营收为基数，2019-2021年增速分别不低于70%/80%/90%，对应130.9/138.6/146.3亿；2019-2021年营收不低于同行业平均水平、同行业分位值高于2017年实际分位值水平；2019-2021年税前每股分红高于0.15元，且不低于同行业平均水平、同行业我们主要讨论第一条营收考核条件完成难度大小：

表: 基于2019年销量假设, 按历史价格模拟收入

含增值税价格	2014	2015	2016	2017	2018E	19年销量假设
尿素	1,525.4	1,561.8	1,294.6	1,631.8	1,971.9	220万吨
收入	30.5	31.2	25.9	32.6	39.4	税率 10%
复合肥	2,250.0	2,270.5	1,999.5	1,950.1	2,072.7	30万吨
收入	6.1	6.2	5.5	5.3	5.7	税率 10%
碳铵+硫铵	493.9	477.6	569.6	466.3	616.5	25万吨
收入	1.1	1.1	1.3	1.1	1.4	税率 10%
DMF	5,078.4	4,181.2	4,131.4	5,570.1	5,748.3	23万吨
收入	10.1	8.3	8.2	11.0	11.4	税率 16%
己二酸	11,170.4	9,545.2	9,216.7	7,958.8	10,959.2	15万吨
收入	14.4	12.3	11.9	10.3	14.2	税率 16%
环己酮	11,764.2	7,938.8	7,889.8	10,941.9	12,608.5	5.5万吨
收入	5.6	3.8	3.7	5.2	6.0	税率 16%
醋酸	3,389.4	2,387.7	2,108.4	3,036.3	4,641.6	57万吨
收入	16.7	11.7	10.4	14.9	22.8	税率 16%
醋酸酐	6,816.2	4,719.5	4,665.6	5,345.0	7,697.8	4万吨
收入	2.4	1.6	1.6	1.8	2.7	税率 16%
辛醇	9,495.2	6,815.5	6,175.1	7,930.3	8,800.2	8万吨
收入	6.5	4.7	4.3	5.5	6.1	税率 16%
正丁醇	8,225.2	5,705.5	5,175.1	6,626.8	7,576.7	10万吨
收入	7.1	4.9	4.5	5.7	6.5	税率 16%
乙二醇	6,830.8	5,986.3	5,388.1	7,089.0	7,487.1	40万吨
收入	26.5	23.2	20.9	27.5	29.0	税率 16%
三聚氰胺	6,162.3	5,661.4	6,351.4	7,624.6	8,045.5	4万吨
收入	2.1	2.0	2.2	2.6	2.8	税率 16%
多甲胺收入	5.4	6.2	6.5	9.0	8.5	税率 16%
硝酸	1,350.8	1,187.2	1,119.3	1,465.1	1,665.0	30万吨
收入	3.5	3.1	2.9	3.8	4.3	税率 16%
模拟收入合计	138.0	120.4	109.7	136.4	160.7	亿元
当年实际收入	97.1	86.5	77.0	104.1	148.0	亿元

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

基于以上销量假设, 按照 2014-2018 产品年均价格计算收入情况, 可见在 2015-2016 两年、尤其是 2016 年的景气度, 公司完成 130.9 亿的考核业绩难度较大, 我们认为:

- 1) 在当前油煤原材料价格下, 产品价格景气度回落至 2015-2016 两年的概率不大;
- 2) 由于是考核收入而非净利润, 假设产品景气度下滑程度严重, 公司可能会考虑提高煤气化/氨醇平台负荷, 提高外售产品产销量从而突破我们的计算;
- 3) 公司还可以考虑增加外购甲醇等原料, 在煤气化/氨醇平台不变 (假设不可抗力无非增加购煤) 的情况下, 尽可能提高外售产品装置的负荷, 提高外售产品产销量从而突破我们的计算;
- 4) 公司一头多线柔性联产的模式能够发挥作用: 例如 (1) 液氨: 尿素: 甲醇的原煤单耗 1.5:0.9:1.6,

我们看该三个品种价格基本也遵循这个比例，但如果发生价格走势上的背离，公司可以调节液氨和甲醇的产品比例，也可以调节外售液氨和尿素的产品比例；上述假设中我们假设尿素 220 万吨基本开满，如果价格趋势背离不大的话、尿素销量低于 220 而转售液氨或甲醇的情况下，计算结果差距很小

- 5) 再比如公司的丁辛醇产品比例也可以调节，近期辛醇价格明显强于丁醇，公司选择全部生产辛醇即是证明；
- 6) 在这个基础上，如果我们忽略“多线”，按“一头”来估收入，以最低点的 2016 年 220 万吨氨醇、77.0 亿的收入为基准，公司氨醇开到 320/350/380 万吨情况下，等比例换算收入分别为 112、123 和 133 亿，可见在 2016 年景气度下、公司氨醇开到 380 是可以完成收入考核的。

因此，我们判断如果景气超预期下滑至 2015-2016 年，公司完成业绩考核有难度，但也有挖潜扩量、柔性生产等手段应对；我们认为这个业绩考核设置的非常讲究，既能完成又并非躺着就可以完成，可以充分激发公司和员工们的动力和积极性。

➤ **股权激励效果良好。**草案公告指出：在股权激励计划有效期内，董事和高级管理人员个人股权激励预期收益水平，应控制在其薪酬总水平（含预期的期权或股权收益）的30%以内，解除限售时实际收益原则上不超过激励对象薪酬总水平（含股权激励收益）的40%”。该40%红线是指2008年国资委颁布的《关于规范国有控股上市公司实施股权激励有关问题的补充通知》（171号文）规定，在行权有效期内，激励对象股权激励收益占本期股票期权（或股票增值权）授予时薪酬总水平（含股权激励收益）的最高比重，境内上市公司及境外H股公司原则上不得超过40%，境外红筹公司原则上不得超过50%，超出部分上交公司。

公司第一期股权激励公告中虽未提及但作为国有上市公司均受之约束。对第二期股权激励计划，我们计算了解锁日股权激励收益占总收益40%比例下对应的股价：

表：解锁日股权激励收益占总收益40%比例下对应的股价测算

序号	姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	薪酬	获授股数/薪酬
1	常怀春	董事长、总经理	20	160.48	0.12
2	董岩	副董事长、副总经理	18	138.12	0.13
3	高景宏	董事、副总经理、财务负责人	16	121.89	0.13
4	潘得胜	副总经理	16	121.42	0.13
5	张新生	副总经理	16	121.22	0.13
6	庄光山	副总经理	16	121.16	0.13
7	于富红	副总经理	16	121.07	0.13
8	高文军	董事会秘书	7	59.87	0.12
合计			125	965.23	0.13
三年薪酬合计				2895.7	
股权激励收益占 40%时对应总薪酬				4826.2	
对应股权激励收益				1930.5	
对应每股股权激励收益				15.44	
股权激励成本				8.64	
对应股价				24.08	

当前股价	14.24
------	-------

数据来源：公司公告，东兴证券研究所；注：以上仅代表我们基于一定假设下测算，实际情况以公司披露为准

计算基本假设：

- 1) 与一期股权激励计划一致，个人获授股数和薪酬基本成正比关系，因此我们用公告披露的高管薪酬合计来计算、基本也可以代表个人的情况；
- 2) 股权激励收益要缴税，由于公司年报中披露的高管薪酬也为税前收益，因此我们计算的“（每股）股权激励收益”也为含税，税率同工资收入，同口径不必做扣税处理；
- 3) 以上计算暂时假设后续不通过转增等方式扩充股本；
- 4) 公司可能考虑三期统算，每期解锁时计算收益是否超过 40%、若超过如何处理过于繁琐、具体细则或需等后续公告，因此我们估算时以三年合计薪酬作为基数。

基于以上，当解锁时股价不超过 24.08 元时，激励对象均可以解锁全部获授股票，较当前股价尚有较大空间，且解锁时范围内股价越高、股权激励收益越高；因此，虽然这对于公司及员工是否有动力继续经营好公司虽并不是主要因素，但仍可以提高激励效果以及通过良好的生产、管理和经营提高市值的意愿。

结论：

预计公司2018-2020年归母净利润为34、36和37亿，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17年8%的ROA水平、预计该100亿的项目投资规模投产后将带来8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；下游需求大幅下滑；乙二醇行业新增产能超预期。

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						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
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
应付账款的变化	604	268	100	10	12	营运能力					
预收账款的变化	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。