

成本优势和新产品给予公司投资价值



——华鲁恒升深度报告（600426）

核心观点

❖ 关注疫情后基本面回暖和估值修复的机会，化工产品价格有望触底回升。

受疫情影响，下游开工被推迟，部分地区交通被限制，短期影响大宗商品生产企业成本和需求，公司产品价格有所下降。但我们认为疫情对行业内具有优势企业的影响偏向短期。

❖ 公司成本在行业里较低，并且仍在不断降本。公司自建并不断改造自有的煤气化平台，具有行业内加工成本低、检修时间短的优势。公司在煤化工产品中不断寻找适合自有煤气化平台适合生产的产品，通过降低投资和加工的成本以及维持同业内最低的管理成本获得超额利润，从而获得超额投资价值。

❖ 探索煤气化平台可生产的利润较高产品

公司依托低成本煤气化平台，利用山东地区生产石化产品的优势，增加己内酰胺、尼龙6和精己二酸等更高价值的产品，有望在2021-2022年贡献业绩。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司在国内具有同业较低的加工及管理成本，并通过扩大生产线复制原有优势，新的产品线附加值更高，并且产品生产可以通过平台柔性调节。预计2019-2021年营业收入分别为145、155、170亿元，实现EPS分别为1.50、1.70、1.98元/股，对应PE分别为12、11、9倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：国际油价长期下跌、煤价大幅上涨、主要产品价格长期下跌、安全生产及环保风险。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021
营业收入(百万)	14357	14500	15500	17000
+/-%	38%	1%	7%	10%
归属母公司净利润	3020	2439	2763	3221
+/-	147%	-19%	13%	17%
EPS(元/股)	1.86	1.50	1.70	1.98
PE	9.91	12.27	10.83	9.29

资料来源：公司第三季度公告，预测截止日期2020年2月21日、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	基础化工
报告时间	2020/2/23
前收盘价	18.40元
公司评级	增持评级

分析师

白竣天
证书编号：S1100116070002
010-66495962
baijuntian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、公司概况	4
1. 公司简介	4
2. 业务简介	5
2.1 肥料、三聚氰胺	7
2.2 醋酸及衍生品	11
2.3 有机胺	12
2.4 己二酸及中间品	14
2.5 多元醇	16
二、财务情况	18
1. 经营情况	18
2. 财务情况	21
三、投资看点	23
1. 加工成本及管理费用长期给予投资溢价	23
2. 未来扩产机会	25
四、估值评级	26

图表目录

图 1:	公司股权结构图.....	4
图 2:	公司分产品主营业务收入结构.....	5
图 3:	公司分行业主营业务收入结构.....	6
图 4:	公司各产品单季度生产量.....	6
图 5:	公司各产品单季度营业收入.....	6
图 6:	肥料营收及毛利率.....	7
图 7:	尿素（小颗粒）市场价.....	8
图 8:	国内合成氨月产量.....	8
图 9:	尿素和无烟煤价差.....	9
图 10:	液氨、合成氨价格.....	9
图 11:	三聚氰胺现货价.....	10
图 12:	醋酸及衍生品营收及毛利率.....	11
图 13:	醋酸现货价格.....	12
图 14:	有机胺营收及毛利率.....	12
图 15:	DMF 国内现货价格.....	13
图 16:	己二酸及中间品营收及毛利率.....	14
图 17:	纯苯、己二酸、己内酰胺的现货价.....	14
图 18:	己内酰胺的产量和出口量.....	15
图 19:	多元醇营收及毛利率.....	16
图 20:	乙二醇华北市场价.....	17
图 21:	沙特的乙二醇出口对我国影响较大.....	17
图 22:	正丁醇、辛醇和丙烯的价格.....	18
图 23:	研发投入及其占营业收入比重.....	18
图 24:	营业收入与净利润的增速.....	19
图 25:	营业收入与毛利率.....	19
图 26:	毛利率变化情况.....	20
图 27:	2018 年营业收入构成.....	20
图 28:	各业务毛利率.....	20
图 29:	2018 年各业务毛利占比.....	20
图 30:	三费占营业总收入的比重.....	21
图 31:	应收账款周转率和存货周转率.....	21
图 32:	非经常性损益.....	22
图 33:	经营活动现金流量净额.....	22
图 34:	国内同行业企业醋酸毛利率比较.....	23
图 35:	国内同行业企业肥料（尿素）毛利率.....	24
图 36:	公司与可比公司管理费用率对比.....	24
表格 1:	公司发展历程.....	4
表格 2:	华鲁恒升可比公司.....	26

一、公司概况

1. 公司简介

山东华鲁恒升化工股份有限公司（简称“华鲁恒升”，以下简称“公司”）是多业联产的现代化工企业，主要产品为尿素、乙二醇、甲醇、醋酸等。公司专注于主业优化、技术升级和资源利用，在优化结构中打造产业平台，打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。

公司前身为 1968 年建立的德州化肥厂，先后进行了四次大的技术改造，1989 年公司成为山东省化肥行业的排头兵。2000 年成立华鲁恒升，2002 年上市。2004 年，公司新建年产 4 万吨的二甲基甲酰胺（DMF）生产线。2009 年，公司年产 20 万吨的醋酸项目建成投产。2015 年，公司年产 60 万吨的硝酸项目(一期)生产线投产。2016 年，公司投资建设年产 50 万吨的乙二醇项目。2017 年，公司铁路专用线开通投用，打破了厂区内原材料和成品运输瓶颈。

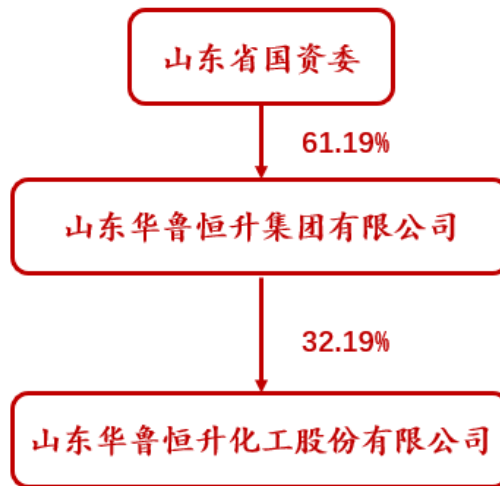
表格1：公司发展历程

时间	历程事件
1968年	公司前身为德州化肥厂
2000年	公司成立
2002年	在上海交易所成功上市，股票简称华鲁恒升，股票代码600426
2004年	新建年产4万吨的二甲基甲酰胺（DMF）生产线
2009年	年产20万吨的醋酸项目建成投产
2015年	公司年产60万吨的硝酸项目(一期)生产线投产
2016年	投资建设年产50万吨的乙二醇项目
2017年	公司铁路专用线开通投用，打破了厂区内原材料和成品运输瓶颈

资料来源：公司官网，川财证券研究所

山东华鲁恒升集团有限公司是公司第一大股东，持股 32.19%，山东省国资委是公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构图

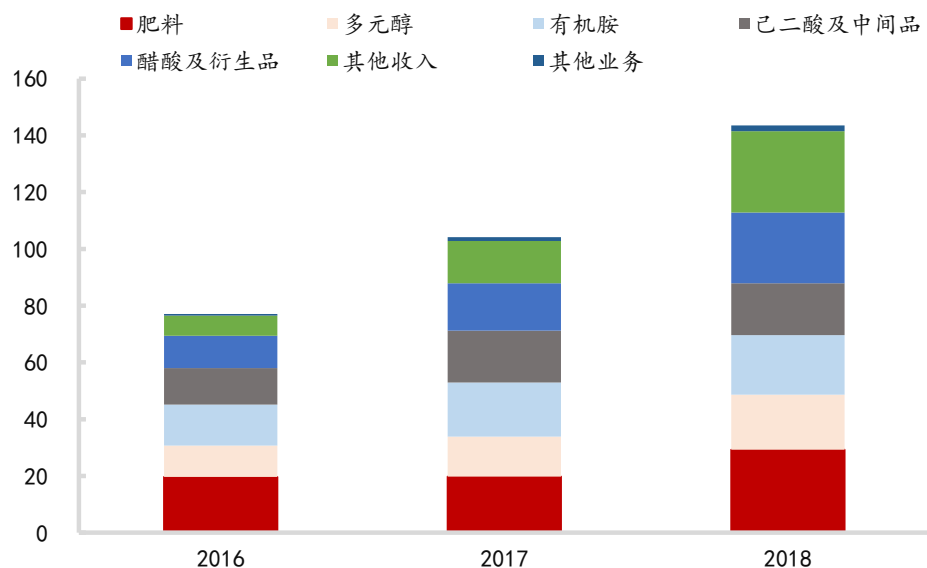


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 业务简介

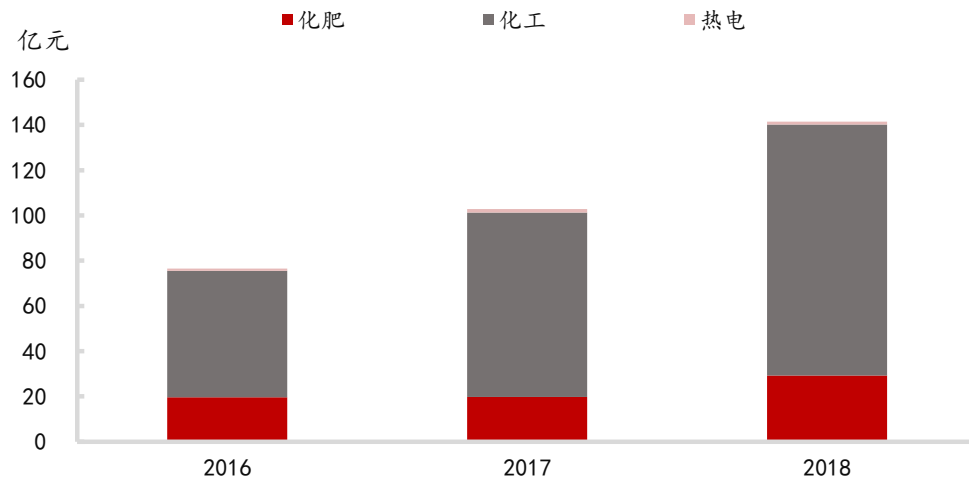
公司为多业联产的新型化工企业，主要业务包括化工产品及化学肥料的生产、销售，发电及供热业务。主要产品：肥料、醋酸及衍生品、有机胺、己二酸及中间品、多元醇等。

图 2：公司分产品主营业务收入结构



资料来源：公司年报，川财证券研究所

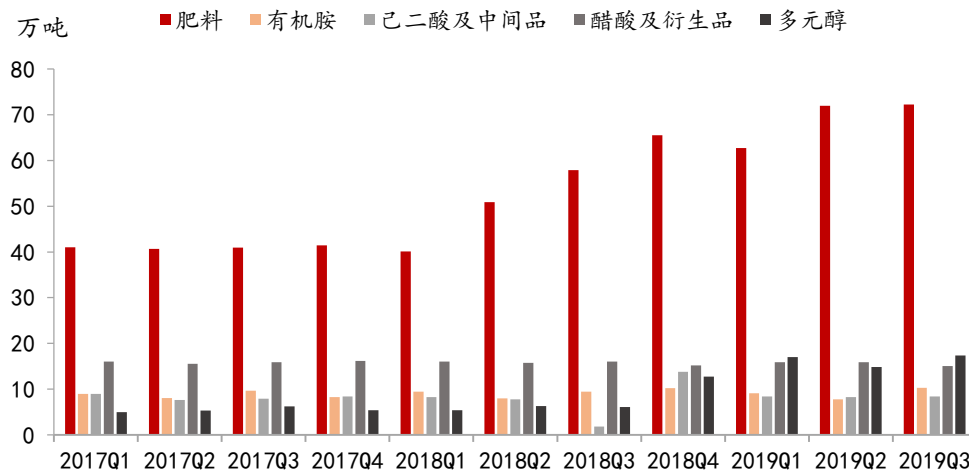
图 3：公司分行业主营业务收入结构



资料来源：公司年报，川财证券研究所

分产品来看，公司尿素和多元醇产量持续增长，有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品产销量稳定。

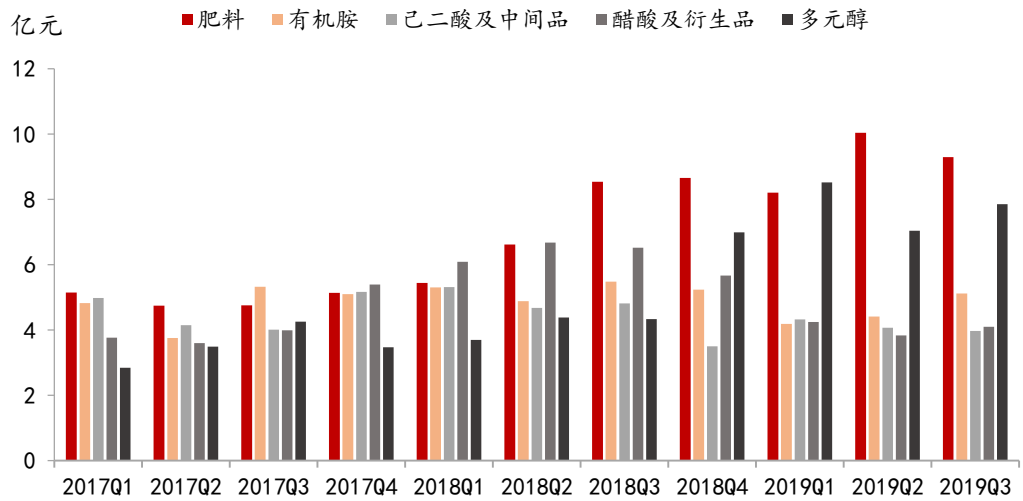
图 4：公司各产品单季度生产量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5：公司各产品单季度营业收入

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源：公司公告，川财证券研究所

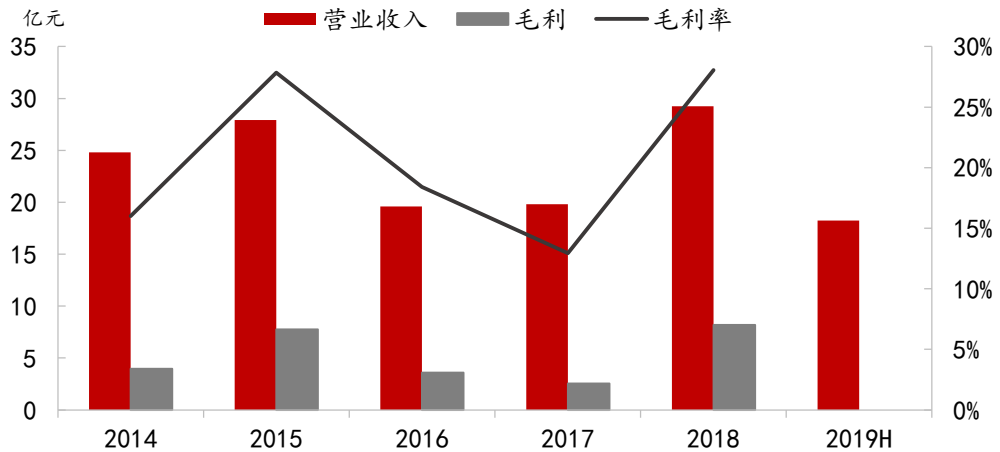
2.1 肥料、三聚氰胺

公司主营业务中占比最大的是肥料业务，化肥是重要的农业生产资料，是农业生产发展和国家粮食安全的重要保障。主要包括氮肥、磷肥、钾肥、复合肥等子行业。公司的主要产品为尿素，属于氮肥行业，主要用于农业生产和工业加工，颗粒状，以袋装运输为主。

公司“友谊”牌尿素在山东、河北、河南、安徽、东北及南方部分地区均具有较高的知名度。

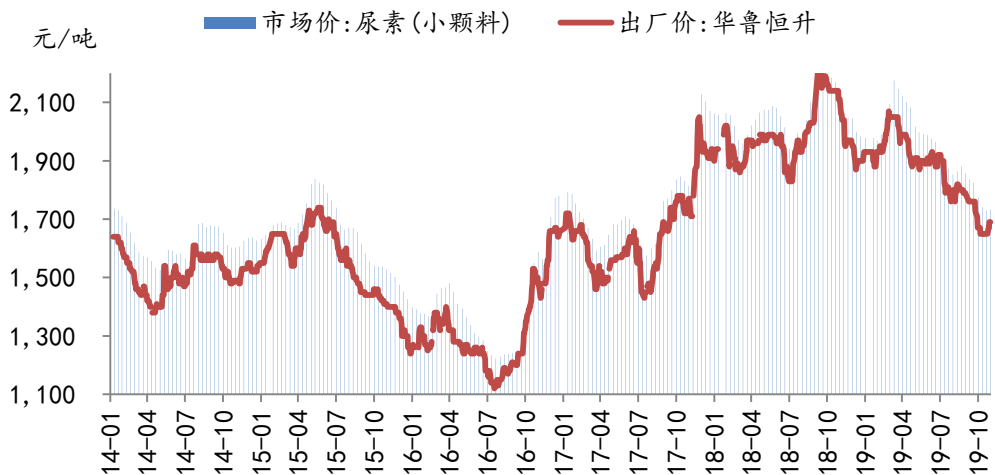
2018年受供给侧改革、安全环保、原材料价格上涨、下游需求、国际市场等因素影响，尿素行业开工率维持在61%左右，价格同比出现增长，2018年，国内尿素市场年均价格为1996元/吨，创5年来新高，同比上涨19%左右，2018年公司肥料营收及毛利为29.26亿元及8.20亿元，毛利率同比增长28.04%。

图 6：肥料营收及毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7：尿素（小颗粒）市场价

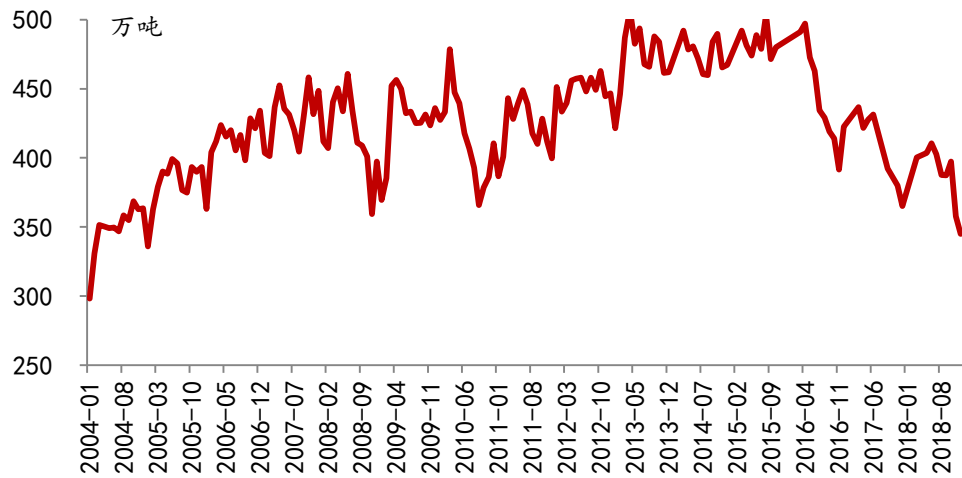


资料来源：公司公告，川财证券研究所

国内氮肥用量在 2012 年达到高点，而后持续下降，并在 2014-2017 年间处于加速下滑趋势，由 2014 年的 2393 万吨下滑到 2017 年的 2222 万吨。受此影响，国内氮肥供给也不断收缩，价格下降，而后于 2017、2018 年氮肥价格触底反弹，公司因尿素成本比同业公司更低，且尿素产能不断扩大，受益更为明显。2018 年公司肥料板块毛利超过 8.2 亿，创 10 年来新高。

图 8：国内合成氨月产量

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

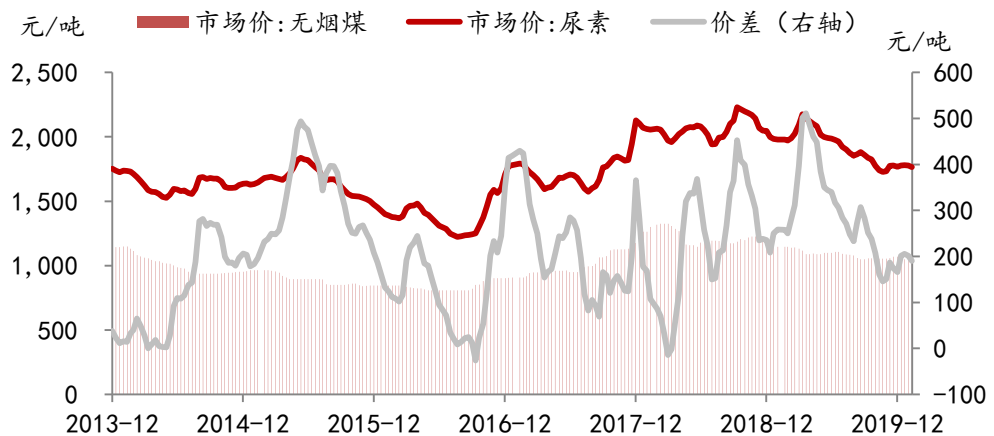


资料来源：公司公告，川财证券研究所

传统的固定床气化都是用无烟中块，公司的装置已经采用烟煤为主要原材料，因此原材料来源相对广泛且价格也更低。

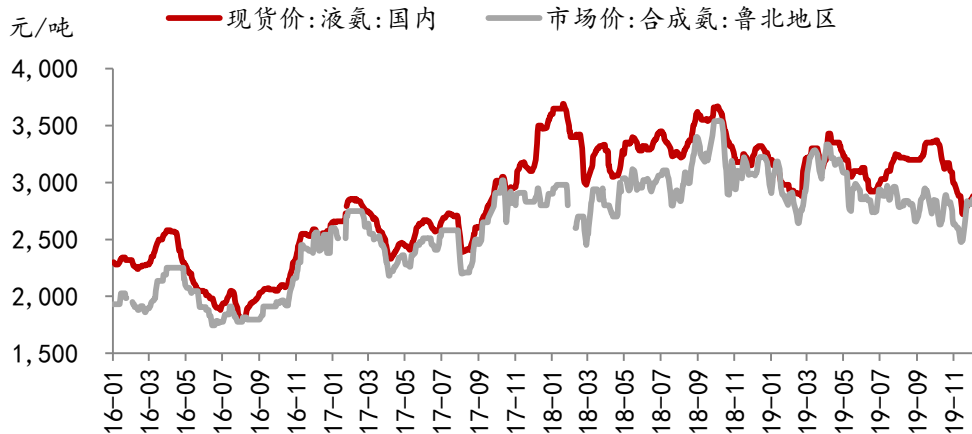
尿素的市场需求主要在肥料和三聚氰胺的原料。

图 9：尿素和无烟煤价差



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 10：液氨、合成氨价格



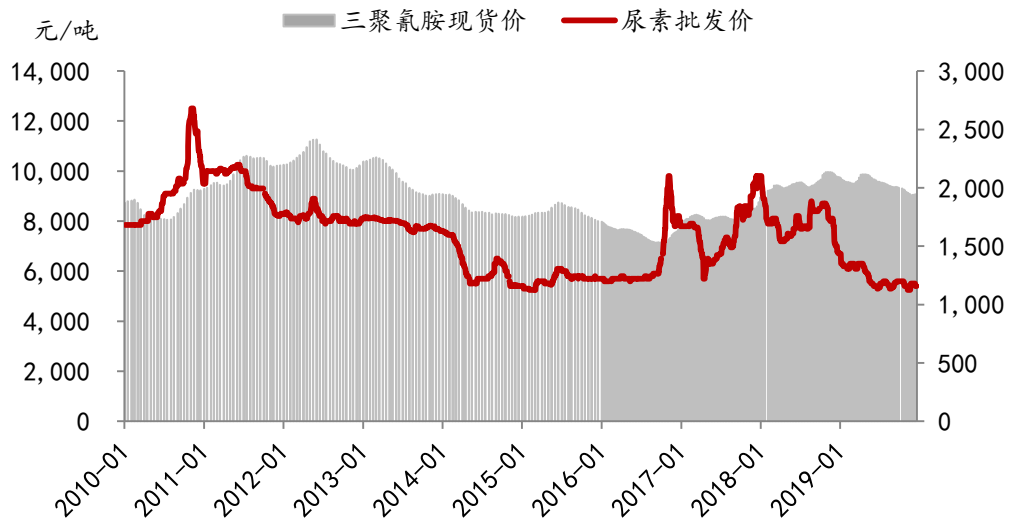
资料来源:公司公告,川财证券研究所

尿素在东亚、南亚、西亚的产量最大,东亚占全球的40%,中国占全球产量的四分之一,中国产量约有五分之一出口。国内氮肥和磷肥的出口关税仍为零关税,并且从2018年4月起,化肥企业增值税由11%调整到10%。

三聚氰胺:因国内尿素较为廉价,其也是国内三聚氰胺的主要原材料,在380-400°C温度下沸腾反应,先分解生成氰酸,并进一步缩合生成三聚氰胺。约3吨多尿素产1吨三聚氰胺。

公司三聚氰胺一期5万吨/年在2014年投产,二期5万吨/年在2018年12月底投产,项目概算可研投资2.78亿元。估算公司三聚氰胺的完全成本在4100-4200元/吨,现货价格5000元的情况下完全可以实现盈利。

图 11: 三聚氰胺现货价

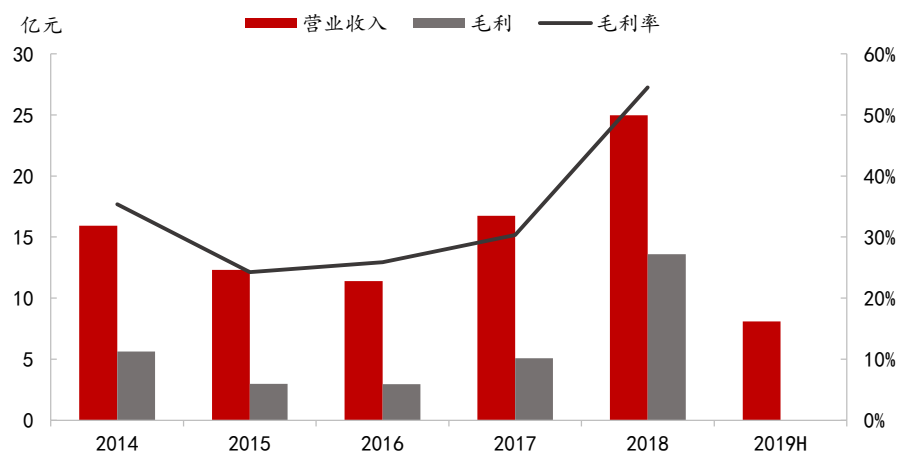


资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 醋酸及衍生品

公司醋酸及衍生品系列产品主要包括醋酸、醋酐等,其中醋酸是公司主导产品。醋酸是一种基础化工原料,液体状态,罐装储运。从需求上看,醋酸酯类约占总需求的 29%, PTA 占 25%, 醋酸乙烯占 18%, 氯乙酸和甘氨酸占 9%。

图 12: 醋酸及衍生品营收及毛利率



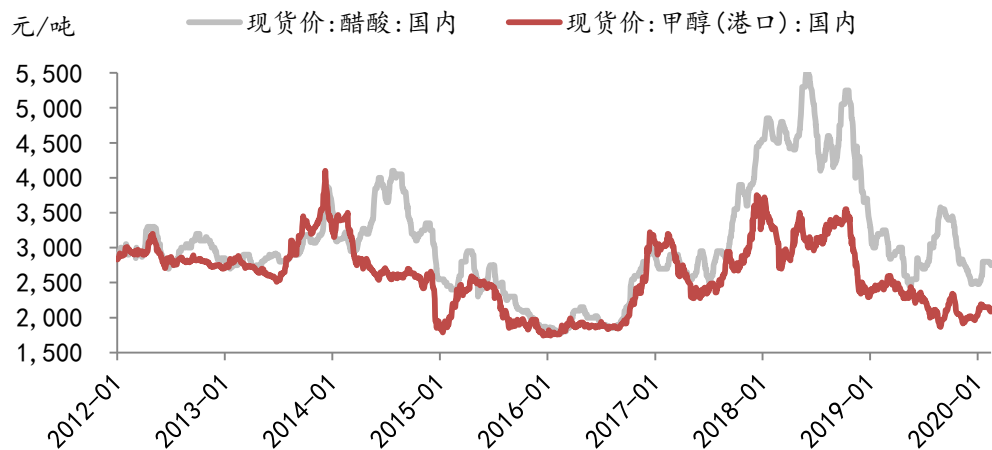
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

醋酸作为公司的主导产品之一,产品市场占有率达到 9%左右。2018 年,醋酸国内产能 920 万吨,产量 770 万吨,平均开工率 84%,国内表观消费量 688

万吨，处于动态平衡。

因 2017 年美国飓风导致醋酸生产的不可抗力因素，2018 年国内冰醋酸价格走出“倒 V”格局，全年平均价格在 4450 元/吨左右，大幅超过往年水平。公司该板块的毛利大幅增长达到 13.6 亿元，占公司毛利的三分之一。

图 13：醋酸现货价格



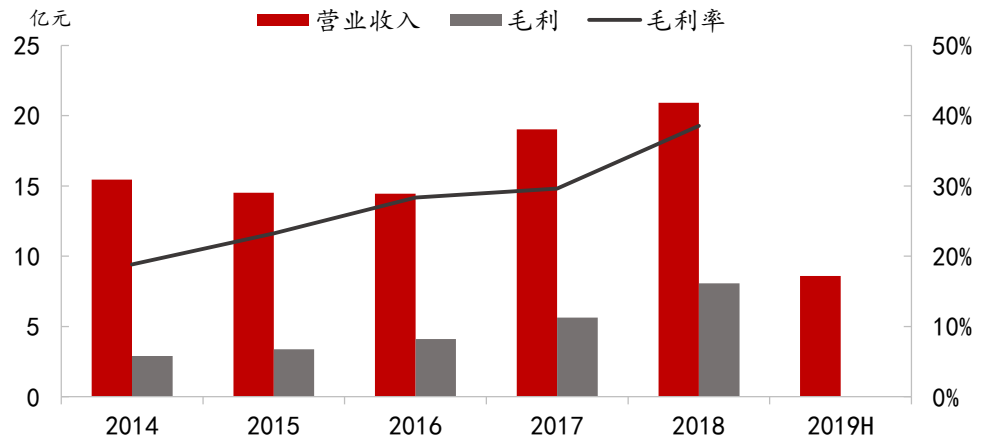
资料来源：公司公告，川财证券研究所

75%的工业用醋酸是通过甲醇的羰基化制备的，因此醋酸的原材料多为甲醇和一氧化碳，公司醋酸产能 50 万吨，产量能够达到 60 万吨。

2.3 有机胺

公司有机胺系列产品主要包括 DMF、一甲胺、二甲胺、三甲胺等相关产品，其中 DMF 为公司主导产品，需求的 69% 用于 PU 浆料行业，维生素、激素、杀虫剂和兽药行业能占需求的 14%，食品添加剂和电子行业占 17%。DMF（二甲基甲酰胺）作为化工原料，是一种用途很广的溶剂。液体状态，罐装储运。目前公司是全球最大的 DMF 制造企业。

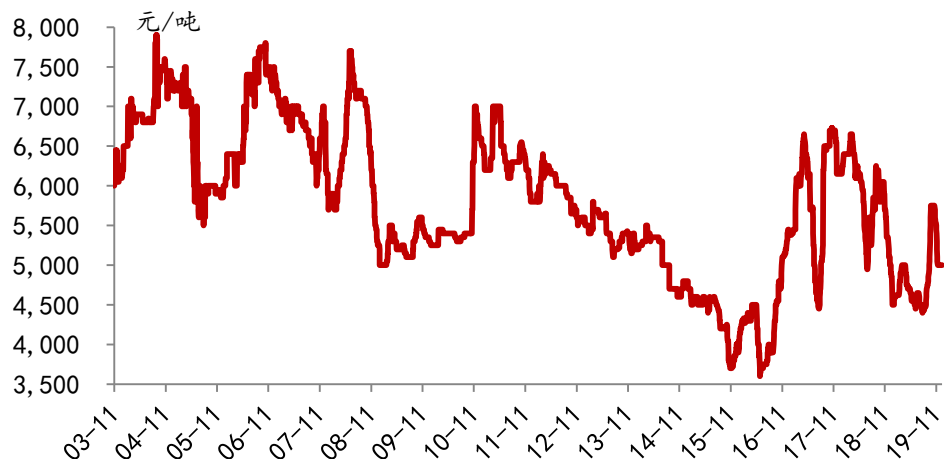
图 14：有机胺营收及毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2018 年公司 DMF 国内市场占有率超过三成，具有较强的竞争实力，继续保持了行业的引领地位。2018 年，DMF 行业产能 95 万吨，产量 72 万吨，开工率 76%。受国内供需关系影响，整体市场维持动态供需平衡。从全年价格走势分析，DMF 市场受原料上涨、成本推动及平稳需求支撑，前三季度价格处于高位，最高到 6000 元/吨，从 10 月份开始，下游需求出现急剧下滑，造成 DMF 价格一路下探，最低到 4100 元/吨，下滑明显。

图 15：DMF 国内现货价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

Dmf（二甲基甲酰胺）国内一年出口 12 万吨左右，公司产量 25 万吨/年。

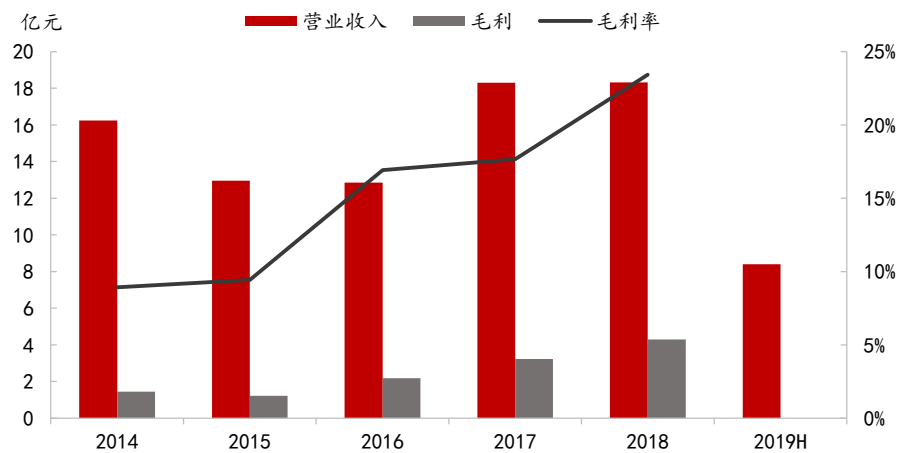
DMF 的原材料主要为甲醇和液氨，每吨 DMF 约需要 1.2 吨甲醇和 0.4 吨液氨。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.4 己二酸及中间品

公司已二酸及中间品系列产品主要包括己二酸、环己酮等，其中己二酸为公司主导产品。己二酸主要用作尼龙 66 和工程塑料的原料，亦可作为生产酯类、医药、酵母提纯、杀虫剂等产品的原料。白色结晶体，主要为袋装储运。

图 16: 己二酸及中间品营收及毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2018 年，公司已二酸及中间品市场占有率达到 11%。2018 年，国内己二酸产能 257 万吨，产量 150 万吨，平均开工率 58% 左右，整体处于产能过剩状态。除出口及企业自用外，实际产销处于动态平衡。2018 年全年平均价格在 10000 元/吨左右。

精己二酸品质提升项目以苯为原料，采用环己烯水合法生产环己醇和硝酸氧化生产己二酸的技术，预计 2020 年底完成，产量 16.66 万吨，总投资 15.72 亿元。根据公司可行性研究，投产后可实现营业收入 19.86 亿元，利润 2.96 亿元。

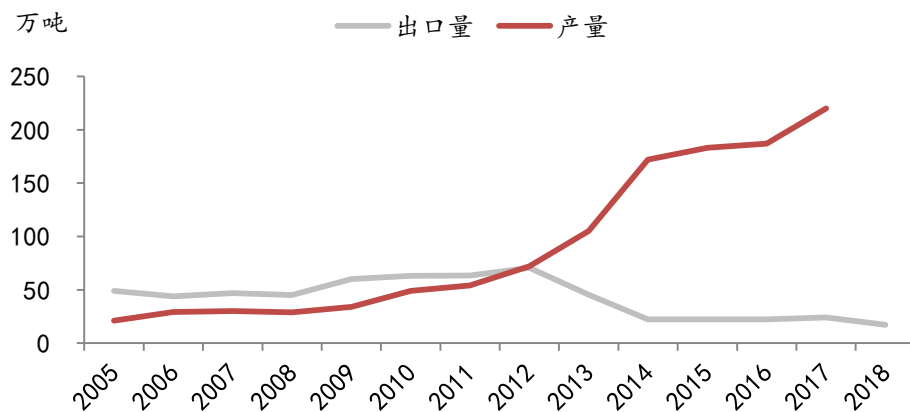
图 17: 纯苯、己二酸、己内酰胺的现货价



资料来源: Wind, 川财证券研究所

己二酸有 70% 用于聚氨酯, 其余用作尼龙 66 和增塑剂等原料。其作为聚氨酯原料用量占 70%。每吨己二酸约需要 0.74 吨的苯和 0.94 吨的硝酸作为原材料参与合制备。

图 18: 己内酰胺的产量和出口量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司的己内酰胺产能项目将发展环己酮-己内酰胺-尼龙 6 切片产业链, 预计 2021 年中期完成, 预计总投资 49.8 亿元, 可年产己内酰胺 30 万吨 (其中 20 万吨自用)、甲酸 20 万吨、尼龙切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等, 预计届时己内酰胺价格有望恢复到 1.6-1.7 万/吨的水平。

己内酰胺 (CPL) 是生产尼龙 6 的重要单体, 约占用量的 54% 左右, 其主要用在民用丝、工业丝、地毯丝等, 其在工程塑料和食品包装膜上也发展较快,

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

约占用量的 24%左右，2018 年全球总消费量在 600 万吨左右，需求增长主要在我国。

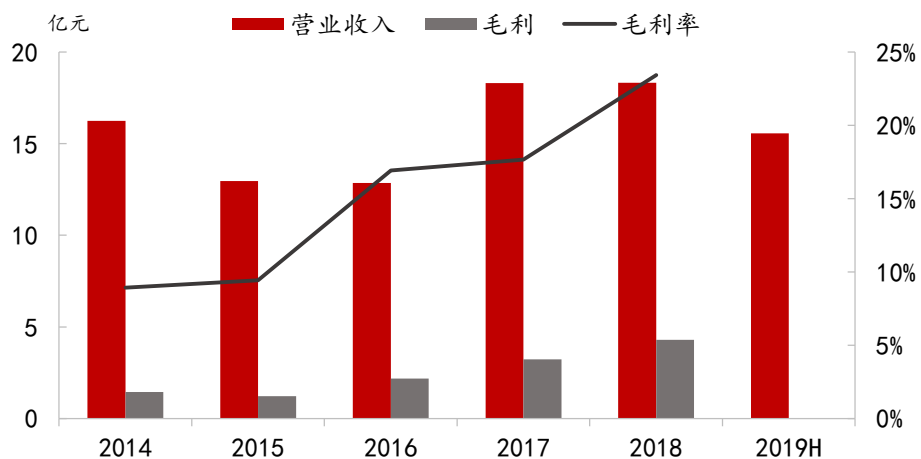
2.5 多元醇

公司多元醇产品主要包括异辛醇、乙二醇、正丁醇等产品。受市场因素影响，2018 年公司阶段性恢复正丁醇产品产销，从而多元醇产品以异辛醇、乙二醇、正丁醇为主。

异辛醇主要用作增塑剂的原料和溶剂，DOP 占总需求量的 53%，DOTP 占 33%，其本身是液体，采用罐装储运。正丁醇占丙烯酸丁酯总需求的 52%、醋酸丁酯需求的 22%、增塑剂需求的 11%，本身是液体，也采用罐装储存。乙二醇主要用于聚酯、防冻液、不饱和树脂、聚氨酯等，同样为液体，采用罐装储运。2018 年，异辛醇国内产能 271 万吨，实际产量 198 万吨，行业开工率 73%，总体产能过剩。

2018 年，正丁醇国内产能 251 万吨，实际产量 185 万吨，行业开工率 74%左右。从总体来看，正丁醇市场产能还在扩张，也属相对过剩，竞争较为激烈。从全年的价格走势分析，丁醇价格波动较大，全年平均价格 7450 元/吨左右。

图 19：多元醇营收及毛利率



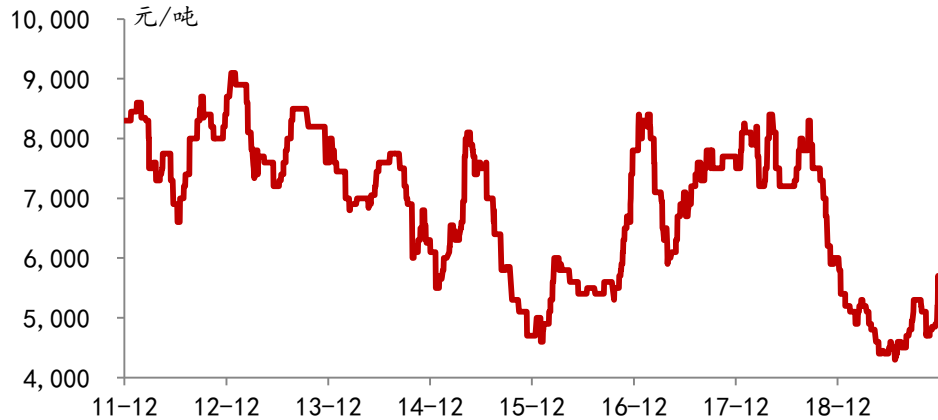
资料来源：Wind，川财证券研究所

国内乙二醇产能在三者中是最大的，总体产能 1055 万吨，2018 年实际产量 670 万吨，行业开工率 67%。国内乙二醇主要用于聚酯产业，消费量占乙二醇的 93%，预计年均需求增速在 8%-10%。从总体看，国内乙二醇产能处于

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

快速增加阶段，后期随着产能的陆续释放，预计市场竞争会趋于激烈。从全年的价格走势分析，乙二醇价格波动较大，全年港口平均价格在 7200 元/吨左右。

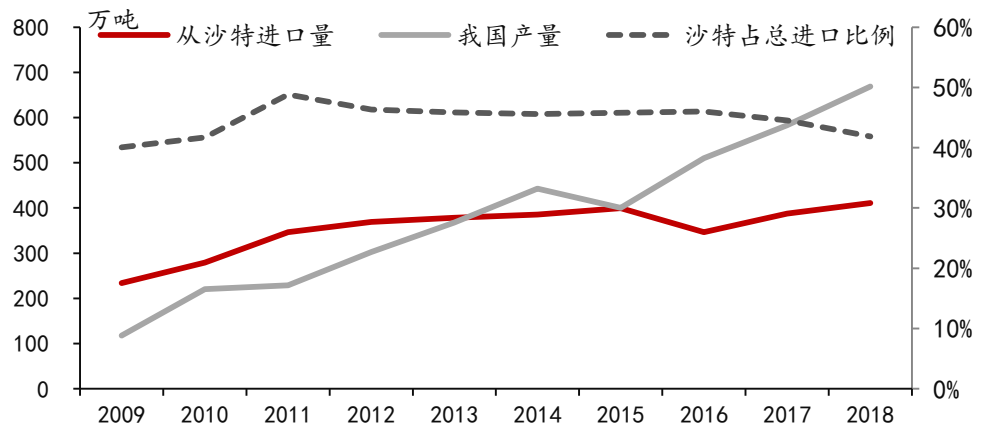
图 20：乙二醇华北市场价



资料来源：Wind，川财证券研究所

我国乙二醇大量依赖进口，尤其是从沙特的进口。2018 年从沙特进口乙二醇的量占我国总需求量的 24.8%，因此因地缘政治因素影响会导致国内进口乙二醇的运费、进口量及进口价格出现较大波动。

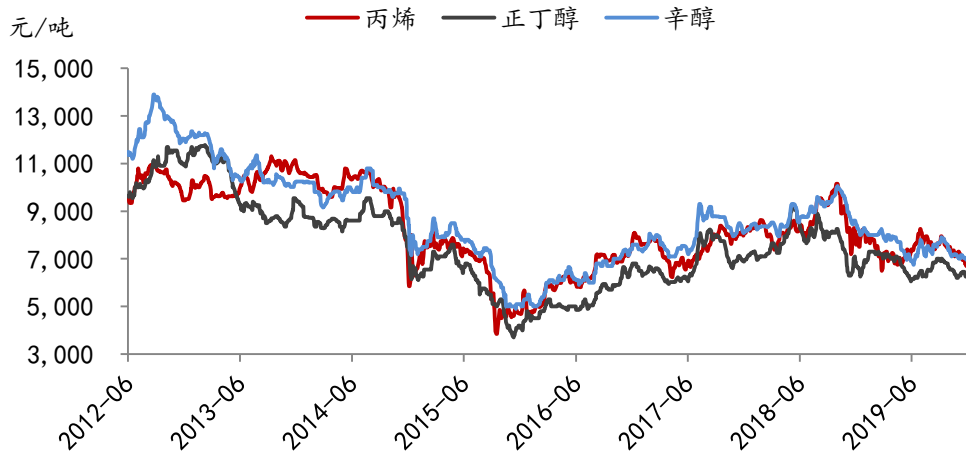
图 21：沙特的乙二醇出口对我国影响较大



资料来源：Wind，川财证券研究所

近期乙二醇港口库存量下降，尤其是宁波港和太仓港的库存自 2019 年中期以来出现明显下降。

图 22：正丁醇、辛醇和丙烯的价格



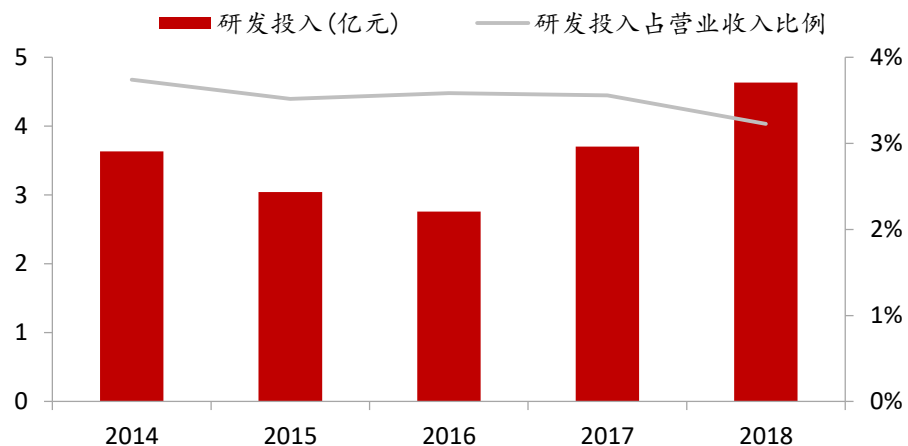
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、财务情况

1. 经营情况

公司近年研发投入持续增加，占营收比重在 3%-4% 左右，总额超 4.6 亿元，研发占比在同业公司中相对较高。研发支出主要以新产品研发、新生成装置研发、旧设备改造等为主。

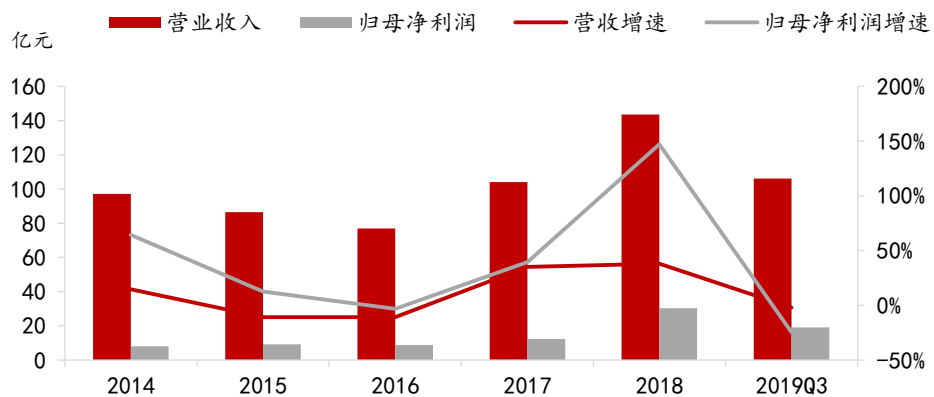
图 23：研发投入及其占营业收入比重



资料来源：公司公告，川财证券研究所

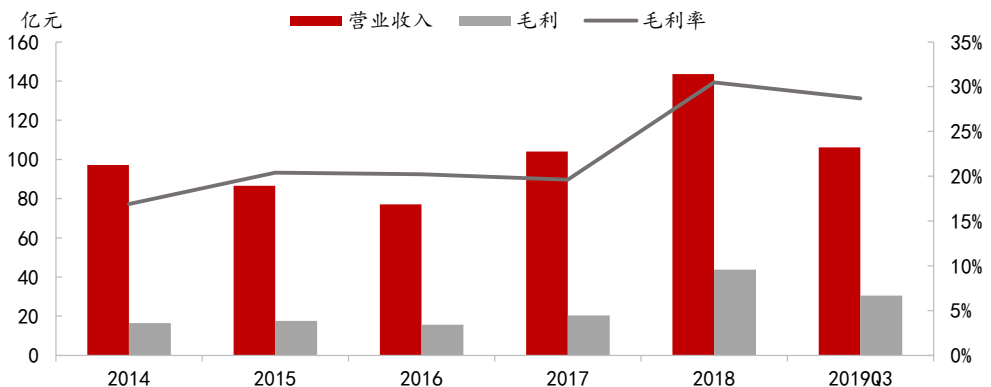
近年来，公司业绩维持较高增速。2014-2018年，公司营业收入从97亿元增长到144亿元，复合增长率约为10.38%，归母净利润从8亿元增长到30.2亿元，复合增长率约为39%，毛利润从16.42亿元增长到43.76亿元，复合增长率约为28%；2019年前三季度公司实现营业收入106.11亿元，归母净利润19.12亿元，毛利30.43亿元。

图 24：营业收入与净利润的增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 25：营业收入与毛利率



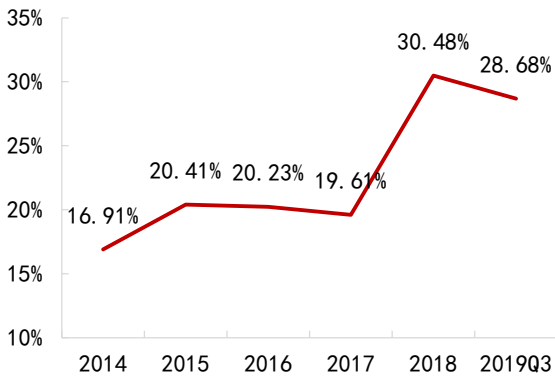
资料来源：公司年报，川财证券研究所

由于产品景气度提升，价格上涨，2018年公司毛利率较2017年上升10.87%，提升至30.48%，2019年前三季度毛利率28.68%，仍维持在高位。

2018年，公司各项产品对营收的贡献较为均衡，其中肥料营收占比最高，为

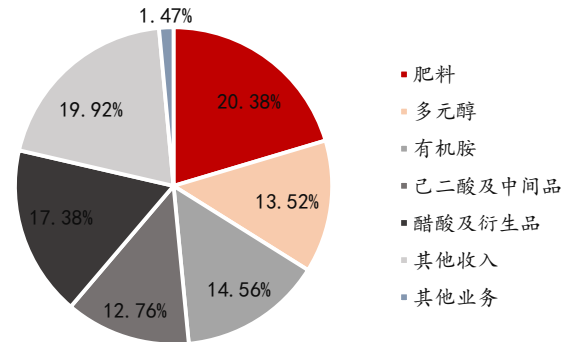
20.38%；己二酸及中间品营收占比最低，为 12.76%。

图 26：毛利率变化情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

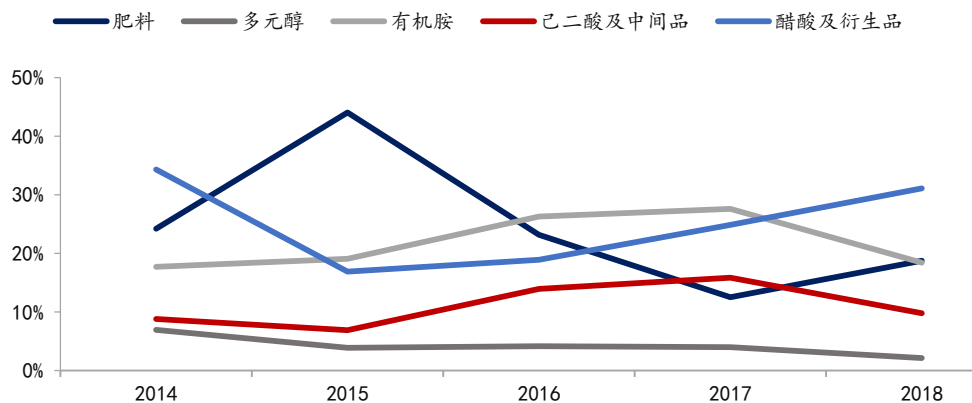
图 27：2018 年营业收入构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

近年来，各项业务毛利率走势不尽相同，醋酸及衍生品毛利率上升趋势明显，多元醇毛利率维持低位。就各业务对毛利率的贡献来看，2018 年，醋酸及衍生品毛利润占整体毛利润比重最高，为 38.75%；肥料毛利占比 23.36%；有机胺毛利占比 22.96%；己二酸及中间品毛利占比 12.22%；多元醇毛利占比最低，仅为 2.71%。

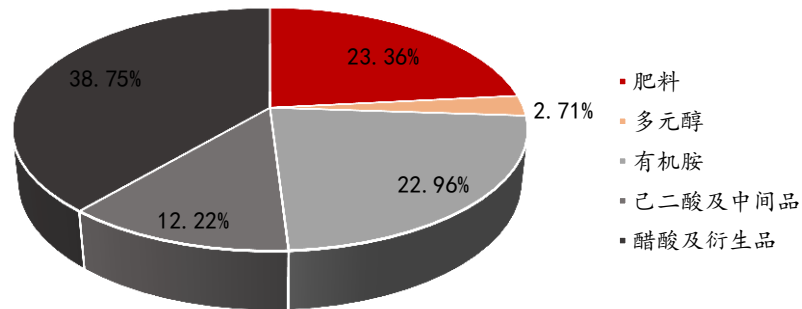
图 28：各业务毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：2018 年各业务毛利占比

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

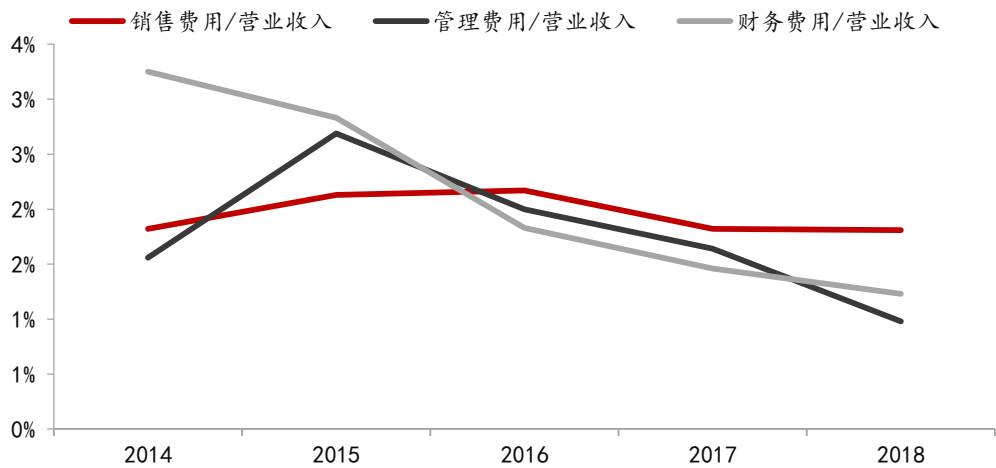


资料来源: Wind, 川财证券研究所

2. 财务情况

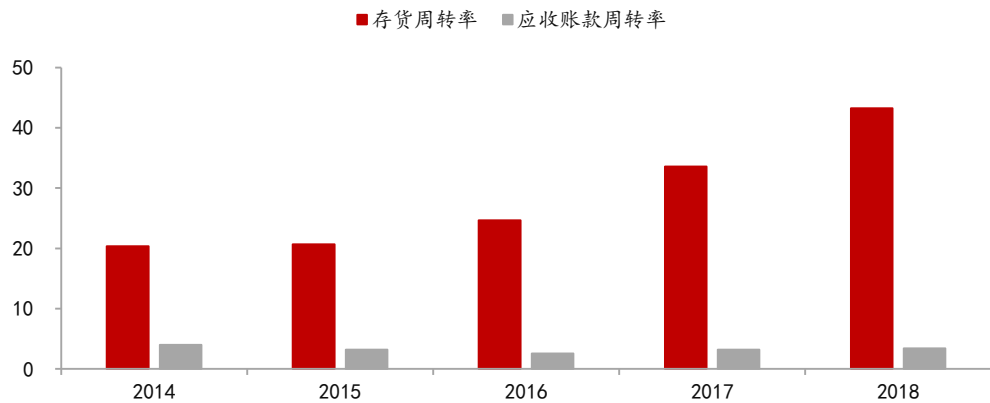
公司三费占比近年来下降趋势明显。存货周转率上升趋势明显,公司存货管理水平提升。

图 30: 三费占营业总收入的比重



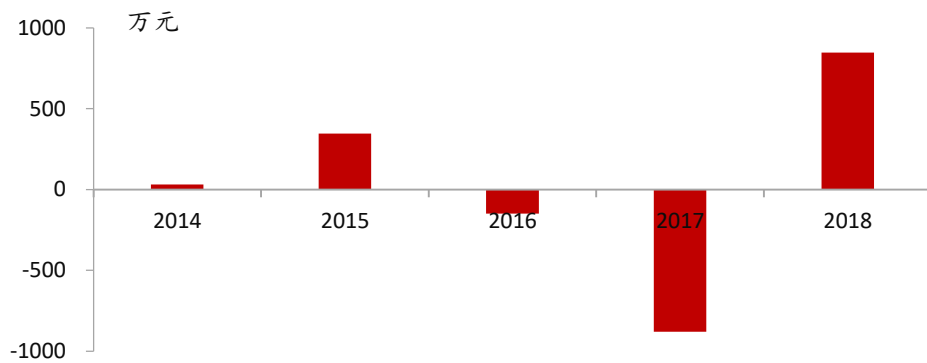
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: 应收账款周转率和存货周转率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

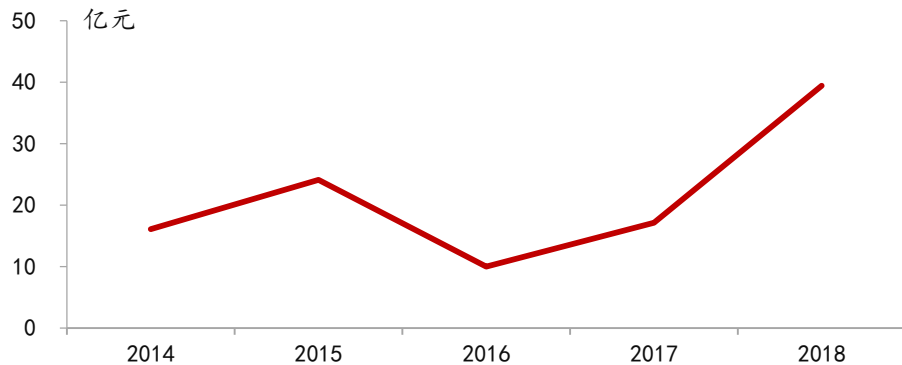
图 32: 非经常性损益



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从成本效率上看, 公司具备低成本的清洁煤气化优势, 利用“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式, 实现了三大气化平台互联互通, 提升了资源利用效率, 间接提高了存货周转率和现金流。并且公司建立了招投标和购销比价制度, 提升了资源掌控能力, 有利于及时把握各种大宗化工原料的市场节奏。

图 33: 经营活动现金流量净额



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2018 年公司经营活动现金流量净额为 39.4 亿元, 盈余现金保障倍数 1.3, 公司当期净利润中现金收益的保障程度较高。

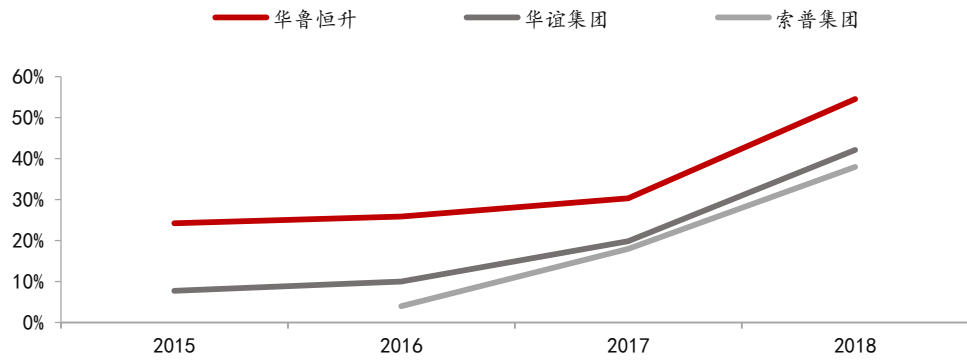
三、投资看点

1. 加工成本及管理费用长期给予投资溢价

公司的主要产品毛利率在化工企业中处于较高水平, 企业人员数量低, 管理费用低, 短期看利润有保底, 长期看具备投资溢价。

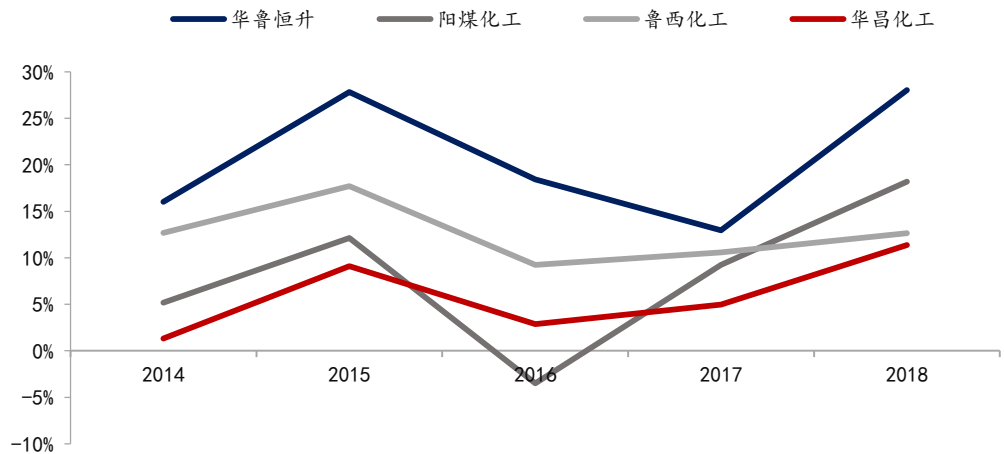
- 1、公司生产装置以自建为主, 并能够将生产经验应用到后期改造中, 建造投资也相对较低;
- 2、公司的新装置投产后可以使用 3 年再进行检修, 而其他企业在 1-2 年后就需要大修, 在设计阶段即节省了后续的成本。
- 3、原材料可以使用烟煤替代无烟煤, 节省原材料成本;
- 4、有铁路线保障原材料和产品的运输, 受到交通限制的影响较小;
- 5、自有一定电力供应, 降低用电成本;
- 6、附近有蒸汽供应;
- 7、山东地炼可以提供较为廉价的苯供应, 新建项目原材料成本也有保障;

图 34: 国内同行业企业醋酸毛利率比较



资料来源：公司公告，川财证券研究所

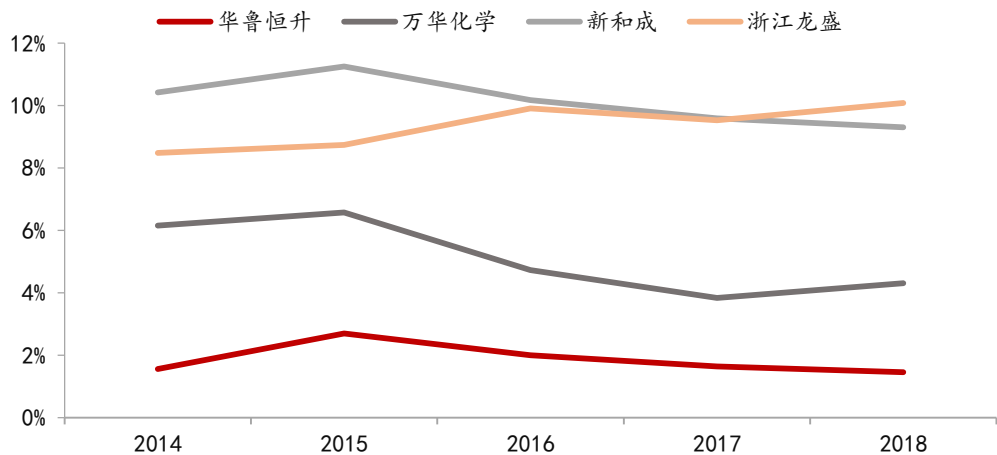
图 35：国内同行业企业肥料（尿素）毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司的管理费用在众多化工企业中是较低的，同行业人数较低，带来管理上的高效和低成本。

图 36：公司与可比公司管理费用率对比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2. 未来扩产机会

公司在山东新旧动能转换中上报了 150 万吨的绿色化工新材料项目, 并获得批准。目前正在建的有己内酰胺和尼龙新材料项目, 以及精己二酸品质提升项目。

1、2019 年底, 公司公告投资建设己内酰胺和尼龙新材料项目, 投资金额 49.8 亿元, 建设期 30 个月。项目投产后每年可生产己内酰胺 30 万吨, 其中 20 万吨自用、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等, 预计年营业收入 56 亿元, 利润总额 4.46 亿元。

2、2019 年 10 月, 公司公告投资建设精己二酸品质提升项目, 投资金额 15.7 亿元, 建设期 24 个月。该项目以苯为原料, 建设年产 16.66 万吨己二酸生产装置, 预计实现年营业收入 19.86 亿元, 利润总额 2.96 亿元。

两个项目有望在 2022 年全部投产, 贡献营业收入 76 亿元、贡献利润总额 7.5 亿元。

四、估值评级

公司在国内具有同业较低的加工及管理成本，并通过扩大生产线复制原有优势，新的产品线附加值更高，并且产品生产可以通过平台柔性调节。预计2019-2021年营业收入分别为145、155、170亿元，实现EPS分别为1.50、1.70、1.98元/股，对应PE分别为12、11、9倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格2：华鲁恒升可比公司

代码	简称	收盘价 20200220 (原始币种：元)	总市值 20200220 (原始币种：亿元)	ROE-2019 三季报 (%)	PE20200220 (TTM) (倍)
600426.SH	华鲁恒升	18.26	297	14.86	12.39
000830.SZ	鲁西化工	9.49	139	8.19	8.8
600339.SH	华谊集团	6.07	128	2.97	17.04
603727.SH	阳煤化工	1.9	45	-2.92	-29.83
601808.SH	万华化学	51.2	1608	21.31	16.94
600871.SH	浙江龙盛	13.2	429	17.81	8.92

资料来源：Wind, 川财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4317	7701	11333	15429
现金	1283	5353	8926	12816
应收账款	23	35	33	38
其他应收款	1	1	1	1
预付账款	171	184	47	54
存货	557	588	636	689
其他流动资产	2281	1541	1689	1832
非流动资产	14340	13333	12076	10897
长期投资	0	0	0	0
固定资产	12983	11802	10563	9294
无形资产	696	798	920	1036
其他非流动资产	662	733	594	567
资产总计	18657	21034	23409	26326
流动负债	3978	4160	4292	4494
短期借款	270	400	357	371
应付账款	1568	1743	1852	2017
其他流动负债	2140	2017	2083	2106
非流动负债	2612	2612	2442	2329
长期借款	2594	2597	2426	2312
其他非流动负债	17	15	17	16
负债合计	6589	6772	6734	6822
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2063	2063	2063	2063
留存收益	8459	10572	12986	15814
归属母公司股东权	12068	14262	16675	19503
负债和股东权	18657	21034	23409	26326

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3941	4470	4179	4312
净利润	3020	2439	2763	3221
折旧摊销	1221	1311	1318	1322
财务费用	177	70	-69	-215
投资损失	-12	-8	-9	-9
营运资金变动	-555	855	107	13
其他经营现金流	90	-196	68	-20
投资活动现金	-2356	-125	-140	-135
资本支出	1287	2	-1	0
长期投资	1080	0	0	0
其他投资现金流	12	-123	-141	-135
筹资活动现金	-1055	-277	-464	-287
短期借款	-390	130	-43	14
长期借款	-520	3	-172	-113
普通股增加	6	0	0	0
资本公积增加	50	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-409	-250	-188
现金净增加额	530	4069	3574	3889

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14357	14500	15500	17000
营业成本	9980	11050	11760	12800
营业税金及附加	98	102	108	119
营业费用	261	263	281	309
管理费用	141	135	160	190
财务费用	177	70	-69	-215
资产减值损失	76	5	3	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	8	9	9
营业利润	3569	2883	3266	3806
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	4	7	6	6
利润总额	3565	2877	3261	3801
所得税	546	438	497	579
净利润	3020	2439	2763	3221
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3020	2439	2763	3221
EBITDA	4966	4264	4515	4912
EPS (元)	1.86	1.50	1.70	1.98

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	37.9%	1.0%	6.9%	9.7%
营业利润	146.2%	-19.2%	13.3%	16.5%
归属于母公司净利	147.1%	-19.2%	13.3%	16.6%
获利能力				
毛利率(%)	30.5%	23.8%	24.1%	24.7%
净利率(%)	2.2%	21.0%	16.8%	17.8%
ROE(%)	25.0%	17.1%	16.6%	16.5%
ROIC(%)	21.6%	19.8%	23.9%	30.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	35.3%	32.2%	28.8%	25.9%
净负债比率(%)	63.78%	62.65%	60.27%	57.89%
流动比率	1.09	1.85	2.64	3.43
速动比率	0.94	1.71	2.49	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.73	0.70	0.68
应收账款周转率	417	467	427	448
应付账款周转率	6.89	6.68	6.54	6.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.86	1.50	1.70	1.98
每股经营现金流(最)	2.42	2.75	2.57	2.65
每股净资产(最新摊)	7.42	8.77	10.25	11.99
估值比率				
P/E	9.91	12.27	10.83	9.29
P/B	2.48	2.10	1.79	1.53
EV/EBITDA	7	8	7	7

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

国际油价长期下跌

国际油价长期下跌将削弱煤化工产品的竞争力，导致乙二醇等产品价格下跌。

煤价大幅上涨

公司产品的主要原材料为煤炭，国内煤价的上涨将提高公司原材料成本。

主要产品价格长期下跌

主要产品价格的长期下跌将减少公司的盈利。

安全生产及环保风险

公司生产化工产品受到安全生产及环保的系统要求，相关风险事件将削弱企业盈利。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004