



证券研究报告·上市公司简评

化学制品

多产品价格持续走高，白马龙头 业绩有望再迎高增长（更新）

华鲁恒升 (600426)

事件

近期公司主营产品价格在淡季持续走高，就月度涨幅而言，公司所有产品价格均保持平稳或者上涨，无一下跌。就涨幅排名而言，公司已二酸涨幅最高，达到 28%，现报价 13250 元/吨；醋酸月度涨幅 6.7%，现报价 4400 元/吨。

简评

产品价格全线上涨，季度业绩有望节节升高

根据我们定时跟踪数据，公司 Q4 季度相比 Q3 季度而言，除了多元醇（正丁醇和辛醇）外，其余产品 Q4 季度均价都超过 Q3 季度，对比当前价格（1 月 15 日）与 Q4 季度均价以及月度涨幅而言，所有产品价格全线上涨或持稳，未有下跌，公司 Q3、Q4、2018 Q1 季度业绩有望节节升高。

氨醇联产装置 10 月投产，煤化工龙头再度扩产

公司年生产能力为 13.68 亿方的羰基合成气（CO+H₂）生产装置置于 2017 年 10 月正式投产，至此公司再新增 100 万吨氨醇生产能力，平台总产能达到 320 万吨，新产能主要以甲醇为主，投产后公司的甲醇将不仅仅自给自足，甚至外售一部分（年预计外销量为 80 万吨），同时采暖季期间，受到气荒影响，气头甲醇装置大部分处于停产状态，带动甲醇价格大涨，价格由 11 月初的 2670 元/吨涨至 3300 元/吨。

“一头多线”柔性联产，煤化工成本全行业最低

公司是国内煤化工企业龙头，1）采用水煤浆气化工工艺形成最上游的 煤气化平台，造气后以甲醇、合成氨为主要原料中间体向下游进行延伸，相比于传统的 UGI 固定床造气工艺，节省成本 300 元/吨左右；2）公司煤炭采购通过专用铁路线，节省了陆运成本，相比其他存在陆运的企业，煤炭成本每吨可以节省 20 元左右；3）“一头多线”柔性联产，可以灵活调节合成氨和甲醇生产比例，实现利润最大化。

50 万吨乙二醇明年中投产，煤化工龙头再迎高成长

公司新建 50 万吨煤制乙二醇项目，预计 2018 年中正式投产，上游甲醇配套已经建成，投产后公司乙二醇成本有望控制在 4000 元/吨以下，按照当前价格计算将为公司带来 35 亿元的销售收入和 10 亿元左右的净利润，拓宽公司未来成长空间。

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.82、1.18、1.48 元，对应 PE 为 22X、15X、12X，维持买入评级。

表1. 华鲁恒升产品产能和价格

产品	产能（万吨）	当前价格（元/吨）	Q4 均价（元/吨）	Q3 均价（元/吨）
甲醇	180	3300	3111	2376
乙二醇	5	8100	7604	7418
尿素	180	1920	1789	1554
复合肥	30	2600	2272	2081
醋酸	60	4400	4033	2958
DMF	25	6550	6660	5976
己二酸	16	13250	10588	9219
正丁醇	20	7100	6890	7468
辛醇	5	8300	8134	8517
三聚氰胺	5	8800	8620	7484

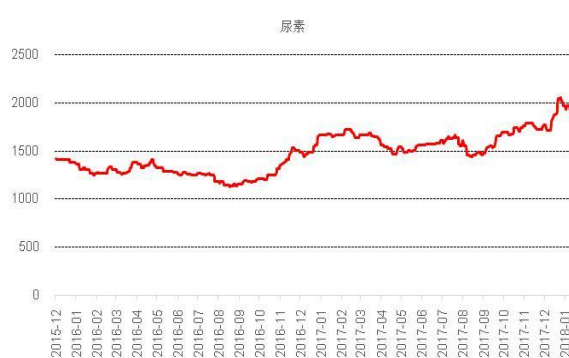
资料来源：中信建投证券研究发展部

图1. 甲醇价格走势

单位：元/吨


图2. 尿素价格走势

单位：元/吨


图3. 醋酸价格走势

单位：元/吨


图4. 己二酸价格走势

单位：元/吨



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部



图5. 纯苯价格走势

单位：元/吨



图6. 纯苯价格走势

单位：元/吨



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

预测和比率

	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入（百万）	7,701.06	8,561.18	10,948.53	13,107.56
营业收入增长率	-10.98%	11.17%	27.89%	19.72%
EBITDA（百万）	1,974.11	2,671.42	3,395.76	3,980.23
EBITDA 增长率	-8.72%	35.32%	27.11%	17.21%
净利润（百万）	875.49	1,320.15	1,909.43	2,403.62
净利润增长率	-3.22%	50.79%	44.64%	25.88%
ROE	10.73%	13.87%	16.71%	17.38%
EPS（元）	0.702	0.815	1.178	1.483
P/E	25.21	21.73	15.02	11.93
P/B	2.70	2.32	1.93	1.59
EV/EBITDA	12.85	8.72	6.03	4.27



分析师介绍

罗婷：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012 年、2017 年新财富基础化工入围、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名、万得金牌分析师第二名。

研究助理郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2 年石油行业工作经验，2 年基础化工研究经验。2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyong@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

程一天 18520809878 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 15013819353 caoying@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622