

投资评级：买入(维持)

华鲁恒升(600426)

目标价:23.7元

50万吨乙二醇产能如期投产，尿素、醋酸等产品价格上涨

市场数据 2018-10-09

收盘价(元)	17.18
一年内最低/最高(元)	11.89/21.82
市盈率	11.5
市净率	2.52

基础数据

净资产收益率(%)	14.02
资产负债率(%)	42.0
总股本(亿股)	16.2

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
张兴宇	联系人
zhangxingyu@ctsec.com	

相关报告

- 《600426-事件点评:醋酸价格上涨,50万吨乙二醇有望近期投产》 2018-09-27
- 《600426-中报点评:中报业绩超预期,主要产品维持高景气,期待下半年50万吨乙二醇顺利投产》 2018-08-10
- 《600426-季报点评:一季报超预期,费用率历史新低,2018业绩有望持续高增长》 2018-04-20

- **50万吨煤制乙二醇投产,高油价下煤化工产品价格优势凸显。**公司50万吨/年乙二醇项目生产装置打通全部流程,达到70%负荷稳定运行,生产出优等品,进入试生产阶段。目前全球油价中枢抬升,石油乙烯制乙二醇成本提高,推动乙二醇产品价格提高,煤制乙二醇价差扩大,盈利优势明显。我国乙二醇进口依存度在60%以上,进口替代驱动力强劲,叠加下游聚酯需求增长下煤制乙二醇掺混比例提升,国内煤制乙二醇市场空间广阔。同时公司依托于洁净煤气化技术,生产实现“一头多尾”,原料综合利用率高,单位煤耗、电耗等指标均远低于行业平均水平,随着煤制乙二醇项目投产,成本优势进一步凸显。
- **尿素、醋酸等产品价格上涨,高景气有望持续。**山东地区小颗粒尿素出厂价2150-2200元/吨,相比节前上涨100元/吨,主要因为:1)由于美国贸易制裁等因素影响,印度首次暂时终止从伊朗进口货源,伊朗货源退出导致印度本轮西海岸最低报价为352.88美元/吨,上轮为274.8美元/吨;2)国内尿素产量少、库存低,加之可能受11月份限气因素影响,未来供需紧张格局有望持续。近日醋酸价格达到4715元/吨,较9月初上涨741元/吨,涨幅达18.6%。主要因为:1)景气国内外其余停车较多,而进入10月份后,塞拉尼斯南京装置预计10月上旬停车检修,江苏索普预计10月底起检修30天,供应压力较大;2)需求端国内受益于下游聚酯行业复苏,PTA装置集中投产,需求持续向好。长期来看,醋酸行业产能投放进入空窗期,2019年几无新增产能,而随着下游聚酯行业景气,大量PTA新项目投产放量,需求尚好下供应持续紧张支撑醋酸产品价格向上。
- **进入山东省化工园区,未来成长动力仍然强劲。**公司已成功进入山东省化工园区,园区占地5.89平方公里,未来三年公司现金流足以支撑下一轮百亿级资本扩张,成长性仍强。

盈利预测及投资评级:公司煤气化技术及成本优势突出,原油价格上涨,煤化工产品价格优势凸显,公司盈利持续向好,50万吨乙二醇为公司四季度带来新增长。维持买入评级,预计18-20年EPS为1.96、2.28、2.38元,对应PE为9.6、8.2、7.9倍。

风险提示:主要产品价格下滑,新项目投产不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	7,701	10,408	15,342	17,201	17,462
增长率	-11.0%	35.2%	47.4%	12.1%	1.5%
归属母公司股东净利润(百万)	875	1,222	3,169	3,695	3,855
增长率	-3.2%	39.6%	159.3%	16.6%	4.3%
每股收益(元)	0.54	0.75	1.96	2.28	2.38
市盈率(倍)	34.8	24.9	9.6	8.2	7.9

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,701	10,408	15,342	17,201	17,462	成长性					
减: 营业成本	6,143	8,367	10,608	11,841	12,074	营业收入增长率	-11.0%	35.2%	47.4%	12.1%	1.5%
营业税费	61	76	115	129	130	营业利润增长率	-2.6%	40.0%	157.1%	16.6%	4.3%
销售费用	167	189	338	361	349	净利润增长率	-3.2%	39.6%	159.3%	16.6%	4.3%
管理费用	154	170	353	378	332	EBITDA 增长率	-6.3%	21.8%	91.1%	14.8%	4.2%
财务费用	141	152	182	123	17	EBIT 增长率	-10.1%	36.1%	144.2%	14.3%	1.8%
资产减值损失	0	6	21	22	26	NOPLAT 增长率	-10.2%	36.6%	144.2%	14.3%	1.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.6%	17.6%	32.6%	-6.5%	11.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.7%	13.8%	29.3%	25.7%	21.2%
营业利润	1,035	1,449	3,726	4,345	4,534	利润率					
加: 营业外净收支	-2	-11	2	2	2	毛利率	20.2%	19.6%	30.9%	31.2%	30.9%
利润总额	1,034	1,438	3,728	4,347	4,536	营业利润率	13.4%	13.9%	24.3%	25.3%	26.0%
减: 所得税	158	216	559	652	680	净利润率	11.4%	11.7%	20.7%	21.5%	22.1%
净利润	875	1,222	3,169	3,695	3,855	EBITDA/营业收入	27.4%	24.7%	32.0%	32.8%	33.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	15.3%	15.4%	25.5%	26.0%	26.1%
货币资金	621	754	1,227	1,376	1,703	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	396	328	258	240	242
应收帐款	18	42	52	53	53	流动营业资本周转天数	7	-2	12	11	11
应收票据	574	656	1,901	966	1,944	流动资产周转天数	81	73	79	83	87
预付帐款	136	130	341	152	418	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	519	402	777	736	673	存货周转天数	18	16	14	16	15
其他流动资产	129	263	176	189	210	总资产周转天数	580	505	421	417	426
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	464	394	336	331	333
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	10.7%	13.2%	26.4%	24.5%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	7.6%	15.9%	18.5%	18.0%
固定资产	8,231	10,720	11,256	11,675	11,824	ROIC	10.6%	13.0%	27.0%	23.2%	25.3%
在建工程	1,336	1,412	3,088	3,212	2,948	费用率					
无形资产	523	518	652	783	910	销售费用率	2.2%	1.8%	2.2%	2.1%	2.0%
其他非流动资产	1,118	1,125	414	806	722	管理费用率	2.0%	1.6%	2.3%	2.2%	1.9%
资产总额	13,206	16,022	19,884	19,948	21,405	财务费用率	1.8%	1.5%	1.2%	0.7%	0.1%
短期债务	740	660	1,408	1,216	-	三费/营业收入	6.0%	4.9%	5.7%	5.0%	4.0%
应付帐款	769	1,359	1,116	1,647	1,036	偿债能力					
应付票据	-	-	118	14	120	资产负债率	38.2%	42.0%	39.6%	24.3%	14.5%
其他流动负债	1,444	1,581	1,805	1,883	1,846	负债权益比	61.8%	72.5%	65.5%	32.1%	17.0%
长期借款	2,065	3,115	3,348	-	-	流动比率	0.68	0.62	1.01	0.73	1.67
其他非流动负债	26	17	78	85	102	速动比率	0.50	0.51	0.83	0.57	1.44
负债总额	5,044	6,733	7,873	4,846	3,104	利息保障倍数	8.36	10.55	21.47	36.22	272.21
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	1,247	1,620	1,620	1,620	1,620	DPS(元)	0.08	0.15	0.29	0.37	0.41
留存收益	6,954	7,695	10,391	13,482	16,680	分红比率	14.2%	19.9%	14.9%	16.3%	17.0%
股东权益	8,161	9,289	12,011	15,102	18,301	股息收益率	0.4%	0.8%	1.6%	2.0%	2.2%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	875	1,222	3,169	3,695	3,855	EPS(元)	0.54	0.75	1.96	2.28	2.38
加: 折旧和摊销	949	987	1,005	1,170	1,322	BVPS(元)	5.04	5.73	7.41	9.32	11.29
资产减值准备	0	6	21	22	26	PE(X)	34.8	24.9	9.6	8.2	7.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.3	2.5	2.0	1.7
财务费用	147	155	182	123	17	P/FCF	56.4	105.3	125.6	26.3	33.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.0	2.9	2.0	1.8	1.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	12.2	13.0	7.1	5.4	5.0
营运资金的变动	-1,228	-879	-1,008	1,310	-1,655	CAGR(%)	61.6%	46.7%	51.9%	61.6%	46.7%
经营活动产生现金流量	997	1,711	3,369	6,320	3,565	PEG	0.6	0.5	0.2	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-1,255	-2,150	-3,361	-1,848	-1,348	ROIC/WACC	1.1	1.4	2.9	2.5	2.7
融资活动产生现金流量	447	574	466	-4,323	-1,891	REP	2.2	2.0	0.7	0.8	0.6

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。