

华鲁恒升 (600426.SH)

煤气化技术为核心竞争力，产能投放为成长驱动力

核心观点：

● 联产优势+成本管理优势，抚平行业周期波动

公司掌握业内先进洁净煤气技术(德士古 Texaco 水煤浆加压气化技术, 该技术能用成本较低的烟煤作为原材料), 依托煤气平台, 打造“一头多线”柔性多联产模式, 可灵活调节产出产品品种及产量, 做到主动顺应市场, 充分发挥多元联产优势和产销协同效应, 实现效益最大化, 并在一定程度上抚平行业周期波动的冲击。

● 新产能投放是公司成长驱动力，原有产品降本增效巩固行业已有地位

根据公司公开资料显示, 公司现有年产 220 万吨煤氨醇生产能力, 并有若干下游产品, 产能如下: 尿素 180 万吨、醋酸 50 万吨(市占率 10%)、有机胺 45 万吨(25 万吨 DMF, 市占率 30%; 20 万吨混甲胺)、己二酸 16 万吨、多元醇 20 万吨、乙二醇 5 万吨。

公司在建项目产能 3 季度起陆续释放。根据公司 16 年年报和立项公告显示, 公司预计累计投资逾 50 亿元产业升级及清洁生产综合利用项目、煤制乙二醇项目, 将分别于 17 年 3 季度及 18 年上半年陆续投产, 达产后将新增年产 100 万吨氨醇生产能力和 50 万吨乙二醇, 产出合成气用于乙二醇生产, 并将完全实现甲醇自给; 新产能投放将有效推动公司业绩稳定发展。

● 煤制乙二醇：进口替代空间广阔，公司产品具备多种优势

我国乙二醇约 70% 依靠进口, 具备较大的进口替代空间。华鲁恒升通过不断的技术改进, 根据 2016 年年报显示, 目前 5 万吨煤制乙二醇已经实现盈利, 并与多家聚酯企业达成了定向合作协议, **预计未来 50 万吨乙二醇项目建成后, 随着规模化效应显现, 盈利能力有望进一步提升。**

● 其他产品：受益原料价格同比增长，产品价差扩大，盈利能力提升

● 预计 17-19 年净利润为 0.66、0.84 和 1.02 元/股，维持“买入”评级

● 风险提示 1、原材料价格波动，导致产品价格大幅波动；2、新产品投放进度低于预期；3、化工企业生产安全。

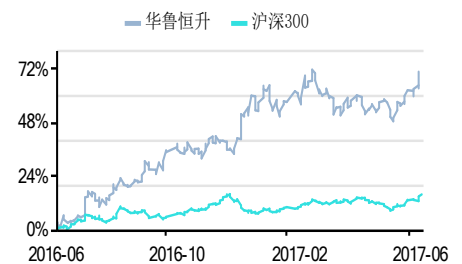
盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,651.30	7,701.06	9,972.31	11,331.50	13,278.90
增长率(%)	-10.90%	-10.98%	29.49%	13.63%	17.19%
EBITDA(百万元)	2,285.46	2,125.58	2,333.24	2,649.33	2,991.35
净利润(百万元)	904.65	875.49	1,075.43	1,355.77	1,656.94
增长率(%)	12.46%	-3.22%	22.84%	26.07%	22.21%
EPS (元/股)	0.943	0.702	0.664	0.837	1.023
市盈率 (P/E)	15.29	18.87	17.18	13.63	11.15
市净率 (P/B)	1.87	2.01	1.91	1.68	1.46
EV/EBITDA	7.25	9.32	8.09	6.31	4.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.40 元
前次评级	买入
报告日期	2017-06-12

相对市场表现



分析师：王剑雨 S0260511080001

020-87574012

wangjianyu@gf.com.cn

分析师：郭敏 S0260514070001

021-60750613

gzguomin@gf.com.cn

分析师：周航 S0260516080006

020-87575171

zhouhang@gf.com.cn

相关研究：

华鲁恒升 (600426.SH) : 年 2017-03-30

报业绩符合预期, 煤制乙二醇值得期待

华鲁恒升 (600426.SH) 综 2016-12-14

合成本优势显著, 坐享行业改善红利

华鲁恒升 (600426.SH) 业 2015-08-28

绩符合预期, 煤气化平台优势凸显

至12月31日	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1472	1998	3067	5409	8166
货币资金	424	621	664	834	1011
应收及预付	667	728	948	1044	1243
存货	246	519	455	531	612
其他流动资产	136	129	130	130	130
非流动资产	10136	11208	9560	8754	7916
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8751	8388	7734	6997	6238
在建工程	342	1336	1136	936	736
无形资产	420	601	690	821	941
其他长期资产	623	883	900	1050	1123
资产总计	11609	13206	12627	14163	16081
流动负债	2381	2953	1325	1505	1767
短期借款	30	740	0	0	0
应付及预收	1004	1089	1325	1505	1767
其他流动负债	1347	1124	1124	1124	1124
非流动负债	1853	2091	2065	2065	2065
长期借款	1792	2065	2065	2065	2065
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	60	26	0	0	0
负债合计	4234	5044	3390	3570	3832
股本	959	1247	1620	1620	1620
资本公积	2362	2369	2369	2369	2369
留存收益	4093	4585	5660	7016	8673
归属母公司股东权益	7414	8200	9649	11005	12662
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	11609	13206	12627	14163	16081

至12月31日	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8651	7701	9972	11331	13279
营业成本	6886	6143	8058	9078	10608
营业税金及附加	27	61	63	78	89
销售费用	185	167	206	237	279
管理费用	233	154	222	244	289
财务费用	245	141	152	96	58
资产减值损失	13	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1063	1035	1270	1600	1957
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	2	5	3	4	4
利润总额	1067	1034	1271	1601	1957
所得税	163	158	195	245	300
净利润	905	875	1075	1356	1657
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	905	875	1075	1356	1657
EBITDA	2285	2126	2333	2649	2991
EPS (元)	0.94	0.70	0.66	0.84	1.02

	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2409	997	2360	2455	2755
净利润	905	875	1075	1356	1657
折旧摊销	965	949	911	953	977
营运资金变动	273	-979	202	8	-18
其它	267	151	172	138	138
投资活动现金流	-607	-1255	729	-146	-138
资本支出	-613	-1263	729	-146	-138
投资变动	0	0	0	0	0
其他	6	8	0	0	0
筹资活动现金流	-2326	456	-2047	-139	-139
银行借款	194	2094	-740	0	0
债券融资	-2017	-1336	-1143	0	0
股权融资	39	0	0	0	0
其他	-543	-302	-164	-139	-139
现金净增加额	-524	197	1042	2170	2478
期初现金余额	949	424	621	1664	3834
期末现金余额	425	621	1664	3834	6311

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-10.9	-11.0	29.5	13.6	17.2
营业利润增长	11.4	-2.6	22.6	26.0	22.2
归属母公司净利润增长	12.5	-3.2	22.8	26.1	22.2
获利能力(%)					
毛利率	20.4	20.2	19.2	19.9	20.1
净利率	10.5	11.4	10.8	12.0	12.5
ROE	12.2	10.7	11.1	12.3	13.1
ROIC	11.0	8.7	12.0	15.5	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	36.4	38.1	26.0	24.5	23.2
净负债比率	0.4	0.4	-	-0.2	-0.3
流动比率	0.62	0.68	2.31	3.59	4.62
速动比率	0.46	0.45	1.85	3.12	4.15
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.62	0.77	0.85	0.88
应收账款周转率	280.37	327.76	312.37	311.32	314.30
存货周转率	23.62	16.05	17.97	17.28	17.51
每股指标(元)					
每股收益	0.94	0.70	0.66	0.84	1.02
每股经营现金流	2.51	0.80	1.46	1.52	1.70
每股净资产	7.73	6.58	5.95	6.79	7.81
估值比率					
P/E	15.3	18.9	17.2	13.6	11.1
P/B	1.9	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.3	9.3	8.1	6.3	4.8

广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨：首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏：资深分析师，同济大学材料学硕士，5年基础化工和新材料行业研究经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 周航：高级分析师，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。