

买入 (维持)

华鲁恒升

600426

18年业绩实现大幅增长，拟新建精己二酸、酰胺及尼龙新材料开启新一轮成长

2019年03月20日

市场数据

市场数据日期	2019-03-19
收盘价(元)	14.86
总股本(百万股)	1626.66
流通股本(百万股)	1617.42
总市值(百万元)	24774.03
流通市值(百万元)	24633.26
净资产(百万元)	12067.95
总资产(百万元)	18657.03
每股净资产	7.42

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14357	15687	16184	16684
同比增长(%)	37.9%	9.3%	3.2%	3.1%
净利润(百万元)	3020	2440	2668	3124
同比增长(%)	147.1%	-19.2%	9.3%	17.1%
毛利率(%)	30.5%	23.9%	25.0%	27.2%
净利润率(%)	21.0%	15.6%	16.5%	18.7%
净资产收益率(%)	25.0%	16.7%	15.8%	15.9%
每股收益(元)	1.86	1.50	1.64	1.92
每股经营现金流(元)	2.42	3.06	3.32	3.72

相关报告

《华鲁恒升(600426)预增公告点评: 18年业绩大幅增长, 乙二醇项目顺利投产, 绿色化工新材料建设启动保障持续成长(20190114)》2019-01-15

《华鲁恒升(600426)18年三季报点评: 三季度业绩维持大幅增长, 乙二醇项目顺利投产推动公司迈入发展新阶段(20181025)》2018-10-26

《华鲁恒升(600426)2018年中报点评: 二季度业绩实现大幅增长, 充裕现金与优质绿色化工新材料项目保障持续成长(20180810)》2018-08-10

分析师:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

研究助理:

黄彦东

huangyandong@xyzq.com.cn

投资要点

- **事件:** 华鲁恒升发布2018年年报, 报告期内实现营业收入143.57亿元, 同比增长37.94%; 实现归属上市公司股东的净利润30.20亿元, 同比增长147.10%, 按最新16.27亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益1.86元。

公司同时公告称拟建设精己二酸品质提升项目(计划投资额15.72亿元)与酰胺及尼龙新材料项目(计划投资额49.8亿元)。

- **维持“买入”的投资评级。** 华鲁恒升2018年业绩实现良好增长, 我们分析主要系公司新项目投产(新羰基合成气平台与尿素装置等)与产品价格景气(醋酸、尿素等)推动所致。

华鲁恒升是中国成本领先型现代煤化工标杆企业, 公司于红海行业凭借不断降本增效、扩大规模、精细管理, 穿越周期、持续稳健增长。公司17年100万吨新氨醇平台、18年100万吨尿素、50万吨乙二醇与5万吨三聚氰胺项目陆续投产, 盈利中枢提升; 目前各主营产品价格处于历史较低分位, 盈利安全边际较高。公司化工园区醋酸、氨醇产业链被山东新旧动能转换国家战略列为重点建设内容, 100亿绿色化工新材料项目入选山东新旧动能转换第一批优选项目; 目前16万吨精己二酸、30万吨己内酰胺及尼龙新材料项目启动建设, 保障未来持续成长。另外公司开展第二期限制性股票激励计划绑定核心骨干利益, 彰显未来发展信心。我们调整公司2019-2020年EPS分别至1.50、1.64元的投资预测, 并引入对2021年EPS为1.92的预测, 维持“买入”的投资评级。

风险提示: 原材料价格大幅波动的风险; 主营产品价格大幅波动的风险; 项目建设进度慢于预期的风险。

报告正文

事件

- 华鲁恒升发布 2018 年年报, 报告期内实现营业收入 143.57 亿元, 同比增长 37.94%; 实现营业利润 35.69 亿元, 同比增长 146.21%; 实现归属上市公司股东的净利润 30.20 亿元, 同比增长 147.10%, 按最新 16.27 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 1.86 元, 每股经营性净现金流 2.42 元。

其中第四季度实现营业收入 35.08 亿元, 同比增长 10.47%; 实现营业利润 5.85 亿元, 同比增长 29.58%; 实现归属上市公司股东的净利润 4.85 亿元, 同比增长 29.62%; 折合单季度 EPS 为 0.30 元。

同时公司公布 2018 年度利润分配及公积金转增股本预案, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税), 不送红股、不以公积金转增股本。

- 华鲁恒升公告称拟投资建设精己二酸品质提升项目: 项目以苯为原料, 采用先进成熟的生产技术, 建设 16.66 万吨/年己二酸生产装置, 并配套环己醇装置以及相应公用工程。项目预计总投资 15.72 亿元, 项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决, 建设期为 24 个月。项目建成投产后, 预计年均实现营业收入 19.86 亿元、利润总额 2.96 亿元。
- 华鲁恒升公告称拟投资建设酰胺及尼龙新材料项目(30 万吨/年): 项目以苯和氢气为原料, 采用先进的工艺技术, 主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置, 配套建设双氧水、甲酸、硫酸装置。项目预计总投资 49.8 亿元, 项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决, 建设期为 30 个月。项目建成投产后, 可年产己内酰胺 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。预计年均实现营业收入 56.13 亿元, 利润总额 4.46 亿元。

点评

华鲁恒升 2018 年业绩实现良好增长, 我们分析主要系公司新项目投产(新羰基合成气平台与尿素装置等)与产品价格景气(醋酸、尿素等)推动所致。

- **营业收入大幅增长, 综合毛利率显著提升, 期间费用率下降。**

公司 18 年全年实现营业收入 143.57 亿元(同比+37.94%), 综合毛利率 30.48%(同比+10.87pct), 期间费用率 4.50%(同比-0.41pct)。其中, 18Q4 实现营业收入 35.08 亿元(同比+10.47%, 环比-8.92%), 综合毛利率 22.95%(同比+2.87pct, 环比-9.58pct), 期间费用率 5.19%(同比+0.18pct, 环比+1.01pct)。

图 1、公司 2002-2018E 营收 CAGR=24%

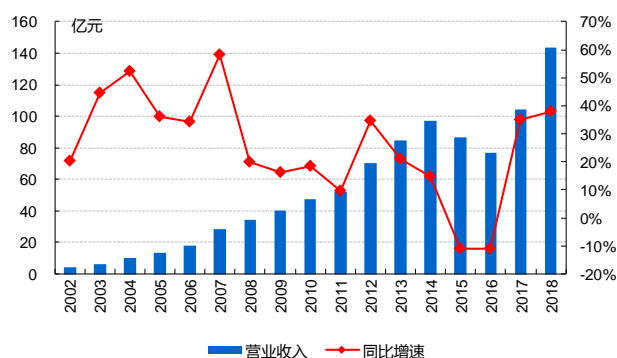
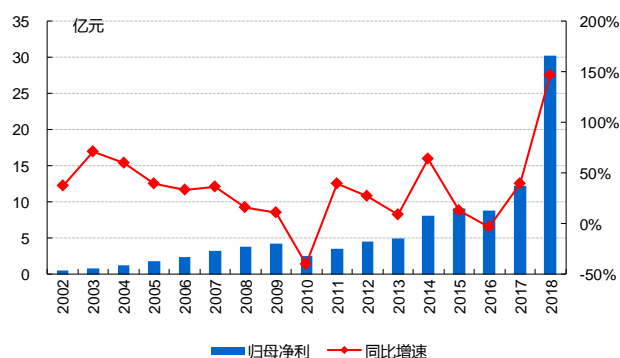


图 2、公司 2002-2018E 归母净利润 CAGR=30%



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

产品销售量价齐升，推动营收与毛利率双增。

拆分公司各产品毛利润贡献，由大到小依次为醋酸及衍生品（同比+8.5 亿元）、肥料（同比+5.6 亿）、其他产品（同比+5.5 亿元）、有机胺（同比+2.5 亿元）、己二酸及中间品（同比+1.1 亿元）、多元醇（同比+0.2 亿元），我们分析醋酸价格的大幅上涨、新合成气平台和肥料功能化装置的投产（使甲醇与尿素的外销量大幅增加）是公司 2018 年业绩大幅增长的主要原因。

产品销量：公司 17 年 10 月投产第三套羰基合成气生产装置（100 万吨氨醇）、12 月投产空分装置节能技术改造项目，整体生产能力大幅提升（使中间环节产品甲醇产销量大幅提升，带来“其他产品”利润贡献增厚），整体生产装置也得以稳定高效运行；其后 18 年 5 月肥料功能化项目（100 万吨尿素与复合肥）、10 月乙二醇项目（50 万吨）陆续投产，尿素与乙二醇产量分别增加至 158 万吨、11.6 万吨，最终使 18 年肥料与多元醇销量同比分别增长+23%、+35%。分季度来看，肥料产品 17 年平均季度产量为 41 万吨，而 18Q1 至 Q4 产量分别为 40、51、58、65 万吨呈现逐级提升态势，18Q4 产量同比增长 24 万吨（与 100 万吨新尿素产能单季度产量基本匹配）；多元醇则产量于 18Q4 环比增加 7 万吨。

产品盈利能力：受化工行业去产能、环保加强及国际原油价格波动等因素影响，全年看公司主要化工产品价格同比均有较大涨幅提升；其中醋酸及衍生品、肥料产品销售均价同比上升 52%、21%，在原料煤炭价格温和变化的背景下（18 年烟煤同比涨价 1%），这两块业务的单吨毛利润分别同比提升 161%、173%；另外“其他产品”因甲醇大幅涨价且销量提升，单吨毛利润也提升了 152%。分季度而论，18Q4 受国际原油价格大跌、中美贸易战等宏观因素影响，化工产品价格出现不同程度的下降；值得注意的是，DMF 产品 18Q4 市场价环比跌 5%而公司有机胺销售均价环比增长 2%，再次反映公司“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式通过调节产品结构平抑价格波动之能力（有机胺板块可调节 DMF、一甲胺、二甲胺、三甲胺之销售比例，甲胺系列市场价格相对稳定）。

表 1、华鲁恒升主营产品毛利润与毛利率

	毛利润(亿元)				单吨毛利润/(元/吨)				毛利率			
	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2018.FY 同比	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2018.FY 同比	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2018.FY 同比
肥料	3.6	2.6	8.2	220%	195	168	439	161%	18%	13%	28%	+15pct.
有机胺	4.1	5.6	8.1	43%	1111	1579	2182	38%	28%	30%	39%	+9pct.
己二酸及中间品	2.2	3.2	4.3	33%	1054	1511	2147	42%	17%	18%	23%	+5pct.
醋酸及衍生品	3.0	5.1	13.6	168%	480	799	2183	173%	26%	30%	55%	+25pct.
多元醇	0.6	0.8	1.0	17%	288	374	323	-14%	6%	6%	5%	-1pct.
其他	2.0	3.0	8.5	187%	60	101	253	152%	28%	20%	30%	+10pct.
合计	15.5	20.3	43.6	115%					20%	20%	39%	+19pct.

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、华鲁恒升季度经营数据

	产量/(万吨)											2018.Q4		2018.FY
	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2017.Q1	2017.Q2	2017.Q3	2017.Q4	2018.Q1	2018.Q2	2018.Q3	2018.Q4	季度 同比	季度 环比	同比
肥料	198	164	214	41	41	41	41	40	51	58	65	58%	13%	31%
有机胺	37	35	37	9	8	10	8	9	8	9	10	24%	8%	6%
己二酸及中间品	32	33	32	9	8	8	8	8	8	8	7	-12%	-9%	-4%
醋酸及衍生品	61	64	63	16	16	16	16	16	16	16	15	-6%	-5%	-1%
多元醇	23	22	31	5	5	6	5	5	6	6	13	136%	108%	39%
合计	350	318	377	80	77	81	80	79	89	98	111	39%	14%	19%

	销量/(万吨)											2018.Q4		2018.FY
	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2017.Q1	2017.Q2	2017.Q3	2017.Q4	2018.Q1	2018.Q2	2018.Q3	2018.Q4	季度 同比	季度 环比	同比
肥料	185	152	187	39	38	38	37	37	42	56	52	40%	-6%	23%
有机胺	37	36	37	9	7	11	9	8	8	10	10	12%	-6%	4%
己二酸及中间品	21	21	20	5	6	5	5	5	5	5	4	-21%	-16%	-7%
醋酸及衍生品	61	64	62	16	15	16	16	15	16	17	15	-9%	-14%	-2%
多元醇	23	22	29	5	6	6	5	5	6	6	11	122%	85%	35%
合计	327	295	335	74	72	77	73	71	78	94	92	27%	-2%	14%

	收入/(亿元)											2018.Q4		2018.FY
	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2017.Q1	2017.Q2	2017.Q3	2017.Q4	2018.Q1	2018.Q2	2018.Q3	2018.Q4	季度 同比	季度 环比	同比
肥料	19.6	19.8	29.3	5.2	4.8	4.8	5.1	5.4	6.6	8.5	8.7	68%	1%	48%
有机胺	14.5	19.0	20.9	4.8	3.8	5.3	5.1	5.3	4.9	5.5	5.2	3%	-4%	10%
己二酸及中间品	12.9	18.3	18.3	5.0	4.2	4.0	5.2	5.3	4.7	4.8	3.5	-32%	-27%	0%
醋酸及衍生品	11.4	16.8	25.0	3.8	3.6	4.0	5.4	6.1	6.7	6.5	5.7	5%	-13%	49%
多元醇	11.1	14.1	19.4	2.9	3.5	4.3	3.5	3.7	4.4	4.3	7.0	101%	61%	38%
合计	69.4	88.0	112.9	21.6	19.8	22.4	24.3	25.9	27.2	29.7	30.1	24%	1%	28%

	销售均价(扣税)/(万元/吨)											2018.Q4		2018.FY
	2016.FY	2017.FY	2018.FY	2017.Q1	2017.Q2	2017.Q3	2017.Q4	2018.Q1	2018.Q2	2018.Q3	2018.Q4	季度 同比	季度 环比	同比
肥料	1060	1299	1567	1321	1244	1259	1375	1483	1573	1533	1657	21%	8%	21%
有机胺	3917	5332	5661	5367	5303	4899	5862	6269	5872	5264	5374	-8%	2%	6%
己二酸及中间品	6231	8548	9169	9960	7332	7566	9469	10076	9052	9287	8065	-15%	-13%	7%
醋酸及衍生品	1855	2633	4007	2356	2367	2431	3369	4041	4239	3865	3886	15%	1%	52%
多元醇	4929	6460	6600	5700	6345	6949	6738	6814	6876	7023	6115	-9%	-13%	2%
合计	2126	2983	3366	2916	2757	2920	3338	3645	3506	3148	3255	-3%	3%	13%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、华鲁恒升主要产成品市场价格

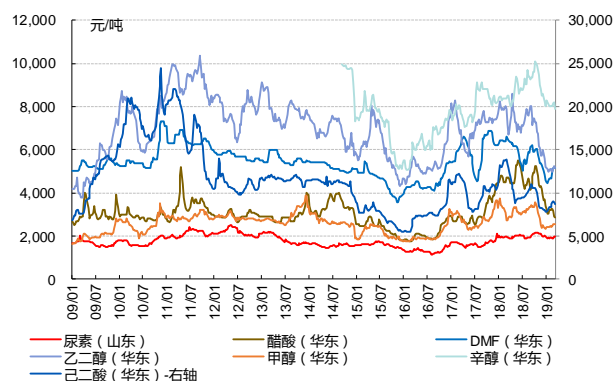
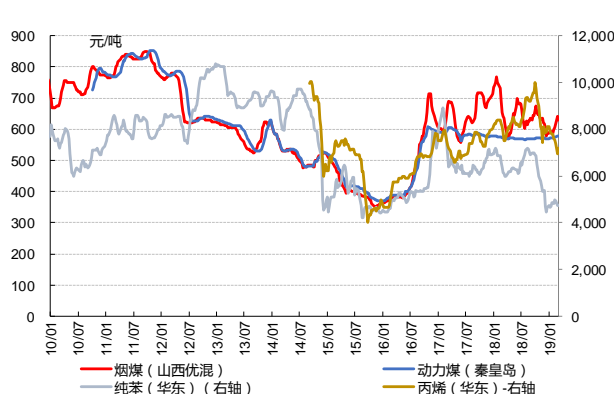


图 4、华鲁恒升主要原材料市场价格



资料来源：百川资讯，隆众资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：百川资讯，隆众资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

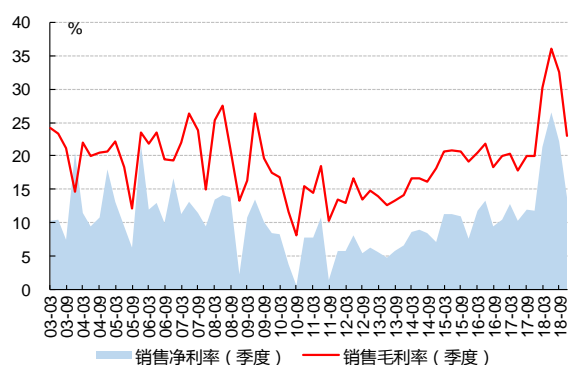
表 3、华鲁恒升主要产成品与原材料市场价格跟踪

华鲁恒升主要产成品与原材料市场价格跟踪 (含税)																
		季度均价									年度均价					
		2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	18Q4环比	18Q4同比	19Q1环比	19Q1同比	2017FY	2018FY	2019FY	2018FY同比	2019FY同比
肥料	尿素	1798	1942	1993	1978	2072	1920	3%	15%	-7%	-1%	1655	1997	1920	21%	-4%
	尿素-烟煤价差	1073	1211	1339	1315	1412	1293	3%	32%	-8%	7%	984	1321	1293	34%	-2%
	复合肥	2007	2167	2167	2167	2167	2152	0%	3%	-1%	-1%	1975	2167	2152	10%	-1%
有机胺	DMF	6556	6429	5954	5754	5454	4777	5%	7%	-12%	-26%	5984	5887	4777	-2%	-19%
	DMF-烟煤价差	4366	4226	3980	3754	3463	2886	8%	21%	-17%	-32%	3960	3848	2886	-3%	-25%
己二酸及中间体	己二酸	10592	13054	9754	10169	8935	8473	2%	6%	-5%	-35%	10104	10427	8473	3%	-19%
	己二酸-苯价差	5514	7903	4971	4869	4425	4782	0%	10%	8%	-39%	4938	5496	4782	11%	-13%
	环己酮	12496	12400	12185	12977	11254	9982	3%	10%	-11%	-20%	10868	12200	9982	12%	-18%
	环己酮-苯价差	5902	5710	5973	6094	5397	5189	1%	0%	-4%	-9%	4159	5795	5189	39%	-10%
醋酸及衍生品	醋酸	3919	4629	4905	4465	4381	3120	2%	12%	29%	-33%	3089	4594	3120	49%	-32%
	醋酸-烟煤价差	2932	3635	4014	3564	3483	2267	2%	12%	-35%	-38%	2176	3675	2267	69%	-38%
	醋酐	7038	8083	8269	7400	7258	6236	2%	3%	-14%	-28%	5692	7746	6236	36%	-19%
多元醇	乙二醇	7400	7643	7428	7557	6292	5095	7%	5%	-19%	-33%	7080	7222	5095	2%	-50%
	乙二醇-烟煤价差	3631	3851	4031	4116	2865	1841	10%	21%	-36%	-52%	3597	3713	1841	3%	-50%
	异辛醇	8308	8354	8696	9265	9100	8075	2%	10%	-11%	-3%	8047	8864	8075	10%	-9%
羧醇平台	异辛醇-丙烯价差	2818	2528	2806	2788	2887	2560	0%	2%	-11%	-1%	2759	2757	2560	0%	-7%
	甲醇	3110	3158	3106	3258	2850	2464	3%	8%	-14%	-22%	2768	3092	2464	12%	-20%
	甲醇-烟煤价差	2063	2104	2163	2302	1898	1500	8%	8%	-21%	-29%	1800	2117	1500	18%	-39%
	液氨	2767	2841	2986	3142	3275	3006	0%	13%	-8%	6%	2517	3065	3006	22%	-2%
原料	液氨-烟煤价差	1514	1580	1856	1997	2135	1924	1%	4%	-10%	22%	1359	1898	1924	40%	1%
	烟煤	698	702	629	637	635	603	0%	0%	-5%	-14%	645	650	603	1%	-7%
	动力煤	579	575	571	568	570	573	0%	2%	0%	0%	585	571	573	-2%	0%
	苯	6595	6690	6212	6883	5857	4793	5%	11%	-18%	-28%	6709	6405	4793	-5%	-25%
丙烯	7625	8092	8181	8996	8629	7659	4%	13%	-11%	-5%	7344	8482	7659	15%	-10%	

资料来源：百川资讯，隆众资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

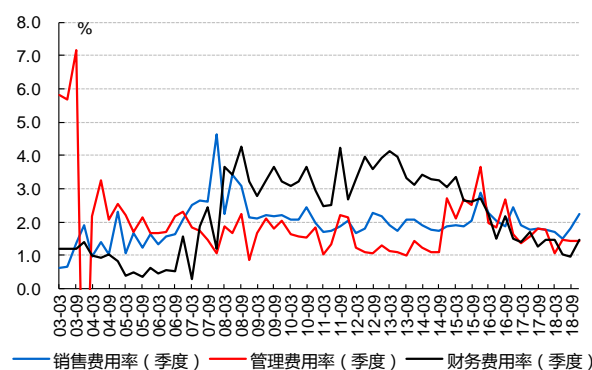
三费率基本持平或小幅减少，延续公司上市以来精细化管理带来的低费用水平。期间费用方面，公司全年销售费用率 1.81%（同比基本持平），管理费用率 1.46%（同比-0.18pct），财务费用率 1.23%（同比-0.23pct）。其中，Q4 销售费用率 2.25%（同比+0.47pct，环比+0.46pct），管理费用率 1.45%（同比-0.31pct，环比+0.03pct），财务费用率 1.48%（同比+0.02pct，环比+0.52pct）。

图 5、公司毛利率、净利率长期相对稳定



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司三费长期控制较好



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

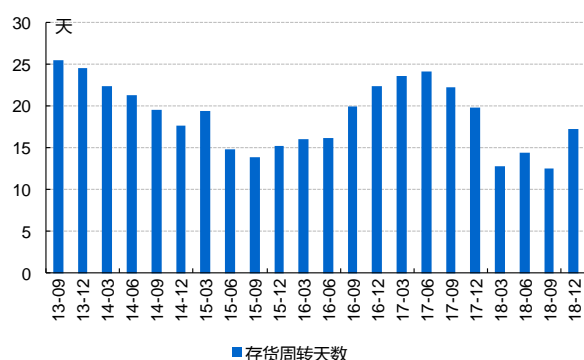
研发支出持续增长，硕果累累。公司 18FY 研发支出达 4.63 亿元（同比 +25.3%），其中资本化部分 85.3%。公司坚持依靠技术进步和创新驱动，提高企业竞争力；2018 年，公司加强与有关科研院所的合作，设立院士工作站，共同研发水煤浆提浓技术、水煤浆添加剂应用技术等，完善协同创新和产学研合作机制，加快创新人才团队的引进与培养；根据自身需求，继续推进技术研发，乙二醇硝酸无催化还原技术取得良好应用效果，钌催化剂的回收研究解决了关键技术问题，十几项技术创新成果成功应用于工业化装置。本年度公司获得国家专利授权 13 项，其中发明专利 1 项、实用新型专利 12 项。

新购置较多土地保障持续拓展。公司 18FY 无形资产同比增加 1.78 亿元（同比 +34.4%），主要系购置土地使用权所致，保障企业未来持续拓展经营。

存货周转天数仍处低位。公司 18FY 存货余额 5.57 亿元，相较于 18Q3 增加 2.86 亿元、较于 17FY 增加 1.55 亿元（主要为库存商品增加 1.47 亿元）；公司坚持战略采购原则和点对点采购模式，以提升资源掌控能力、满足生产需求、降低采购成本为目标，及时把握各种大宗化工原料的市场节奏，一定程度地化解市场波动风险。18FY 公司存货周转天数 17.29 天，仍处于较低水平。

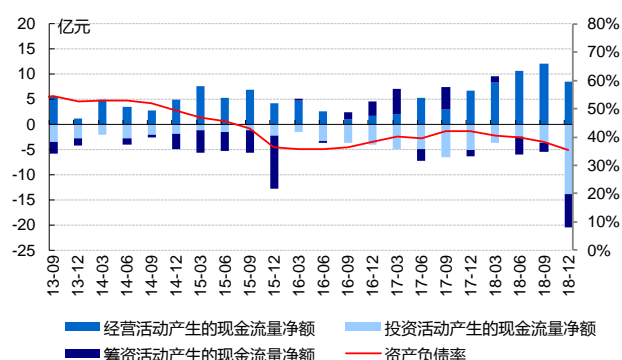
现金流健康、速动资金充裕，保障未来项目建设。18FY 公司经营活动现金流量净额 39.41 亿元，为上市以来的最高水平；叠加同期增加的 4.23 亿元银行承兑汇票（18FY 公司应收票据余额 10.79 亿元，全部为银行承兑汇票），产品价格大幅上涨之下公司现金回款情况良好。其中 18Q4 经营现金流净额亦达 8.42 亿元。综合考虑公司 18FY 货币资金余额 12.83 亿元、其他非流动资产 12.02 亿元（其中银行结构性存款 10.80 亿元）、资产负债率 35.32%（18 年内逐季下降），当下公司速动资金充裕，保障未来项目建设。

图 7、公司历史存货周转天数



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司现金流情况(季度)



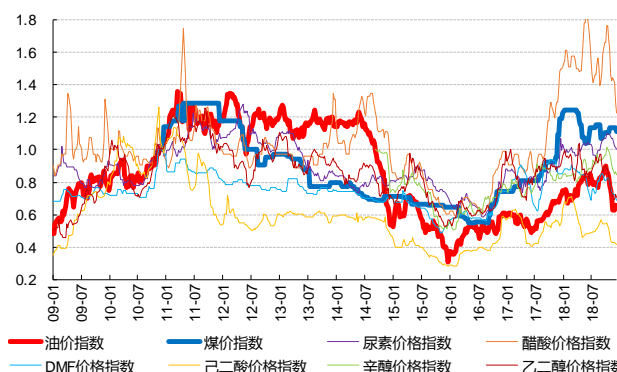
资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **油价大幅上涨、醋酸与尿素格局优化、华鲁借力市场正效应加强产销协同、第三套羰基合成气平台投产带来成本降低是 18 年盈利能力大增的内在原因。**

华鲁恒升主营煤化工产品，原料主要为煤炭；产品下游终端分布于农业约占 10%（尿素、复合肥）、纺织服装约占 50%（醋酸、乙二醇、己二酸、DMF、辛醇）等领域。原油价格对华鲁各产品价格产生系统性影响，包括（1）终端应用和油价有关，如油价影响农业领域尿素需求，油价表征化工产业链整体景气度（2）配套产业链原料和油价有关，上游丙烯、苯等均受油价影响较大，从而将变动传导给辛醇、己二酸等产品（3）产品可替代性带来的传导，如乙二醇可以用原油裂解得到的乙烯生产，原油价格变动影响其他路线的产出，进而影响行业整体成本和价格（4）主要中间体作为传导媒介，甲醇和液氨产能可切换，原油价格变化影响下游中间体甲醇需求等。

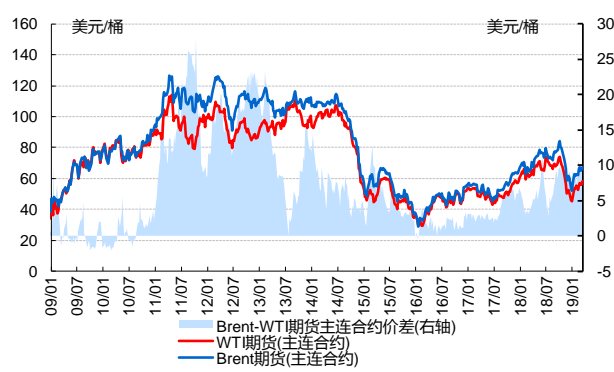
18 年原油价格涨幅远甚于煤炭价格涨幅是华鲁各产品盈利达较强水平之背景，但与此同时每一种产品自身的供需格局也会使其自身价格、价差走出独立行情；一如 17 年以来受益于持续低迷数年带来的产能周期、装置集中检修、聚酯需求拉动的醋酸景气大周期，又如深受受益于供给侧改革与无烟煤-烟煤价差扩大而维持较高价格水平的尿素行业，原油价格大幅上涨与这些行业内格局变化因素，以及华鲁借力市场正效应加强产销协同、17 年底第三套羰基合成气平台投产华鲁完成全部固定床置换带来的成本降低，都是使 18 年盈利能力大幅增长的重要原因。

图 9、煤、油价格与华鲁产品价格



资料来源: Bloomberg, 百川资讯, 隆众资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、原油价格



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 油价下跌、宏观预期波动，多数主营产品价格、价差 18Q4 至今跌至历史底部区域，下跌空间有限；华鲁强成本优势、抗波动能力助其抵御风险、穿越周期，具备高安全边际。

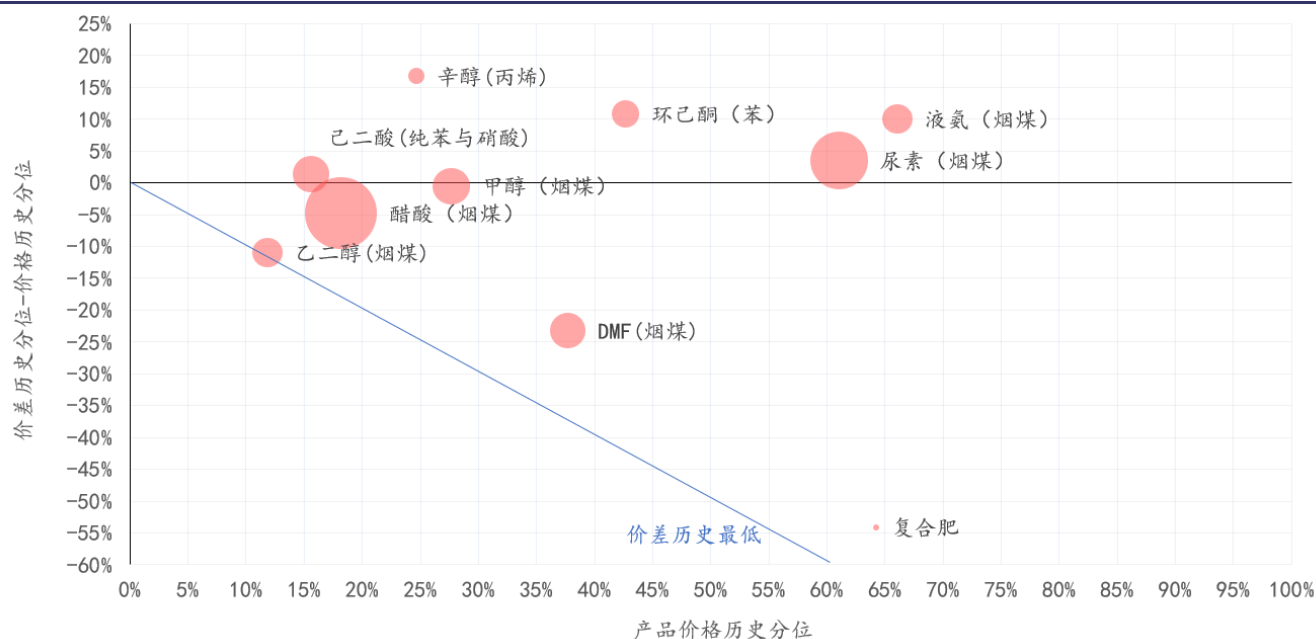
除尿素、液氨外华鲁恒升多数产品于 18Q4 均发生价格大幅下跌，时至今日多数产品价格已跌至历史 15-35% 的水平，部分品种价差下跌程度更甚，如 DMF 于 18Q4 触及行业成本线。作为化工产业链的一环，当产品的供需格局未发生系统性转差之时产品盈利性（以价差锚定）若处于历史偏低区位，则继续下跌空间有限。在华鲁的各主营产品中，除乙二醇外各产品新增产能都较为有限，尿素、DMF 等行业甚而已进入了产能清出阶段。

表 4、华鲁恒升主营产品价格与价差所处历史分位

华鲁恒升主要产销品与原材料市场价格跟踪（含税）								
		历史分位						
		回溯年数	历史最低	历史最高	2018FY 所处分位	18Q4 所处分位	19Q1 所处分位	最新价所处分位
肥料	尿素	10	1150	2510	62%	68%	57%	63%
	尿素-烟煤价差	10	628	1759	61%	69%	59%	64%
	复合肥	10	1750	2950	35%	35%	33%	21%
有机胺	DMF	10	3575	7300	62%	50%	32%	42%
	DMF-烟煤价差	10	2455	4868	58%	42%	18%	30%
	己二酸	10	5450	24500	26%	18%	16%	16%
己二酸及中间体	己二酸-苯价差	10	1997	19072	20%	14%	16%	17%
	环己酮	10	6200	18150	50%	42%	32%	40%
	环己酮-苯价差	10	1650	10850	45%	41%	38%	50%
醋酸及衍生品	醋酸	10	1750	5500	76%	70%	37%	30%
	醋酸-烟煤价差	10	1169	4587	73%	68%	32%	24%
	醋酐	10	4500	8500	81%	69%	43%	38%
多元醇	乙二醇	10	3800	10350	52%	38%	20%	20%
	乙二醇-烟煤价差	10	830	5839	58%	41%	20%	18%
	异辛醇	4	5050	10100	76%	80%	60%	55%
氮醇平台	异辛醇-丙醇价差	4	1597	4096	46%	52%	39%	43%
	甲醇	10	1640	3850	66%	55%	37%	38%
	甲醇-烟煤价差	10	775	2935	62%	52%	34%	21%
	液氨	10	1690	3600	72%	83%	69%	82%
原料	液氨-烟煤价差	10	725	2413	69%	84%	71%	83%
	烟煤	10	351	850	60%	57%	50%	56%
	动力煤	8	371	853	42%	41%	42%	43%
	苯	10	3000	10800	44%	37%	23%	22%
	丙烯	4	4000	10025	74%	77%	61%	52%

资料来源: 百川资讯, 隆众资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、华鲁恒升主营产品价格与价差所处历史分位



注：历史分位数据为兴证化工基于数据库数据回溯计算，括号内表示计算价差时所用的原料；气泡大小为估计的 2018 年各产品毛利润贡献。

资料来源：百川资讯，隆众资讯，公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

大宗化工品价格周期性波动是大宗化工品公司面临的系统性风险，华鲁通过“四大优势”：**(1) “一头多线”** 循环经济柔性多联产运营模式，平抑价格波动，并建立循环体系充分利用能源；**(2) 先进的煤气化工艺路线并优化生产细节**，站稳最低成本梯队；**(3) 德州市地理位置优势、与神华战略合作方式、低成本火运途径**，稳定地采购廉价优质煤炭；**(4) 精细化管理控制各项费用**；最终实现相对较弱的周期性。

在“四大优势”的背后体现公司“两大内核”——持续投入与精益求精；化工行业的技术工艺在不断进步，**华鲁凭借不断为自身提供加速动力以持续取得领先于市场的收益**；在 2001 年领先全市场置换先进的水煤浆煤气化炉，并于 2017 年完成最后一套固定床煤气化炉的淘汰，而彼时全行业仍有近 50% 企业在使用固定床这种相对落后的技术，**体现华鲁数十年来持续领跑市场的决心和能力**。上市以来华鲁不断开拓视界，投入大量财力、人力进行新产品线的投建（如醋酸产品线、乙二醇产品线等），以及生产工艺的改造（如近两年内的传统产业升级及清洁生产综合利用项目等）；除此以外，华鲁的精益求精精神也在生产运营和管理中充分体现，使得**华鲁装置开车速度、稳定性都远高于同行**，体现强工程掌控力，在相同工艺与原料的企业中华鲁成本也占据优势。成本优势不是严格的壁垒，但确实是企业领跑大宗品市场最重要的素质，是企业穿越周期最强的保障（如华鲁依托廉价合成气优势成功度过 14-16 年醋酸大熊）；“一头多线” 柔性循环经济多联产模式也让华鲁能够在下游产品线中横向、纵向切换产能，助力自身在行业景气时最大化收益水平，在如今行业低迷下抵御风险。华鲁进可充分受益于行业景气，退则安心赚取

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

成本优势之收益，具备较高的安全边际。

- **18年山东省综合化工园区认定完成，尿素、乙二醇新装置顺利投产：19年3月公告拟建设精己二酸品质提升项目、酰胺及尼龙新材料项目，新一轮五年发展计划启动，建设煤气化与石油化工综合产业平台，构筑新增长点。**

华鲁恒升依托洁净煤气化技术，提高资源综合利用能力，打造了“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式；公司化工园区醋酸、氨醇产业链被山东新旧动能转换国家战略列为重点建设内容，其150万吨绿色化工新材料项目（投资额共计100亿元）被列入新旧动能转换重大项目库第一批450个优选项目名单。2018年内公司统筹存量优化和增量升级，加强平台建设和资源综合利用，实现了三大气化平台互联互通，提升了资源利用效率；年产50万吨乙二醇、肥料功能化等项目顺利投产，且均一次开车成功，为公司后期生产运营提供增量保障。

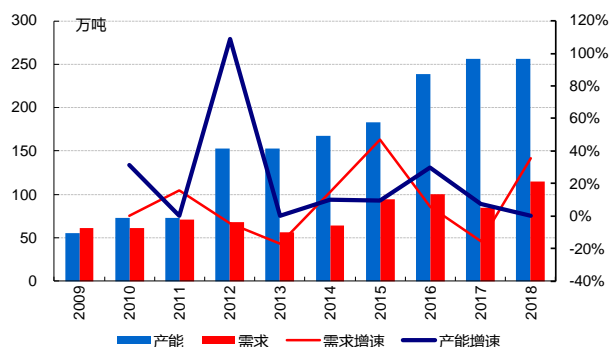
2018年7月25日山东省第二批拟认定综合性化工园区名单对外公示，德州运河恒升化工产业园在列；如今园区认定已经完成，新项目审批窗口陆续开启。100亿绿色化工新材料项目计划中，目前公司已披露拟建设精己二酸品质提升项目（计划投资15.72亿元）、酰胺及尼龙新材料项目（计划投资49.8亿元），这两个项目都以苯为前端原料且大量使用氢气、合成氨等原料。苯是石油化工中易于采购的品种，且18年以来受益于山东新地炼的加入其价格长期维持较低水平、与油价的相关性也有所减弱（纯苯价格季度涨幅+0.6%，而同期油价涨幅+25%）；公司充分利用合成气平台优势向煤气化与石油化工综合产业平台发展，将通过降低低附加值传统合成气产品向高附加值精细化产业链延伸，构筑新增长点。

拟建设精己二酸品质提升项目（计划投资15.72亿元）：

国际上己二酸主要用于生产聚氨酯泡沫、合成革（PU）、聚酯多元醇、尼龙66盐等；国内己二酸作为聚氨酯原料用量占70%，其余作为尼龙66和增塑剂等原料。随着聚氨酯大量应用和应用领域的扩展，我国对己二酸原料的需求量与日俱增（过去5年中国己二酸表观消费量CAGR=+15.4%），同时下游产品对己二酸产品质量的差异化需求逐步显现，对高端己二酸产品的需求也不断凸显。但目前国内具备替代进口高端己二酸的生产商还未形成规模，且产品质量较国外高端己二酸产品还存在一定差距。

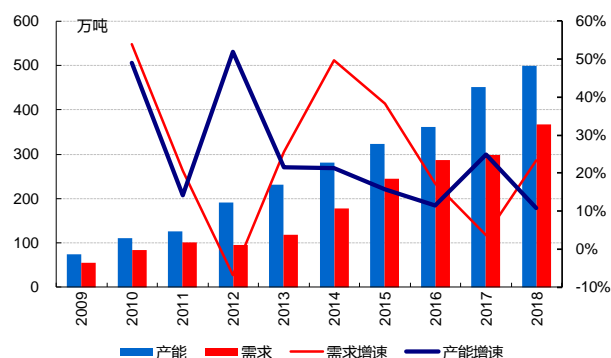
华鲁恒升精己二酸品质提升项目分别于2018年2月与11月进行第一次与第二次环评公示，并于2019年3月18日正式公告。根据公告，该项目总投资额15.72亿元（项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决），建设期为24个月，预计年均实现营业收入19.86亿元、利润总额2.96亿元。

图 12、中国己二酸行业供需格局



资料来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、中国环己酮行业供需格局



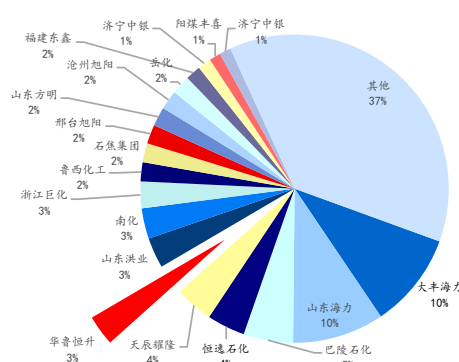
资料来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、中国己二酸主要生产企业

企业	工艺	产能
重庆华峰	环己烯法	48
河南神马	环己烯法	45
大丰海力	环己烯法	30
山东海力	环己烷法	22.5
浙江曙扬	空气氧化法	16
华鲁恒升	环己烷法	16
唐山中浩	环己烯法	15
辽阳石化	环己烷法	14
山东洪业	环己烷法	14
阳煤太化	环己烯法	14
山西丰喜	环己烷法	7.5
天利高新	环己烷法	7.5
洪达化工	环己烷法	7

资料来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、中国环己酮产能分布



资料来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

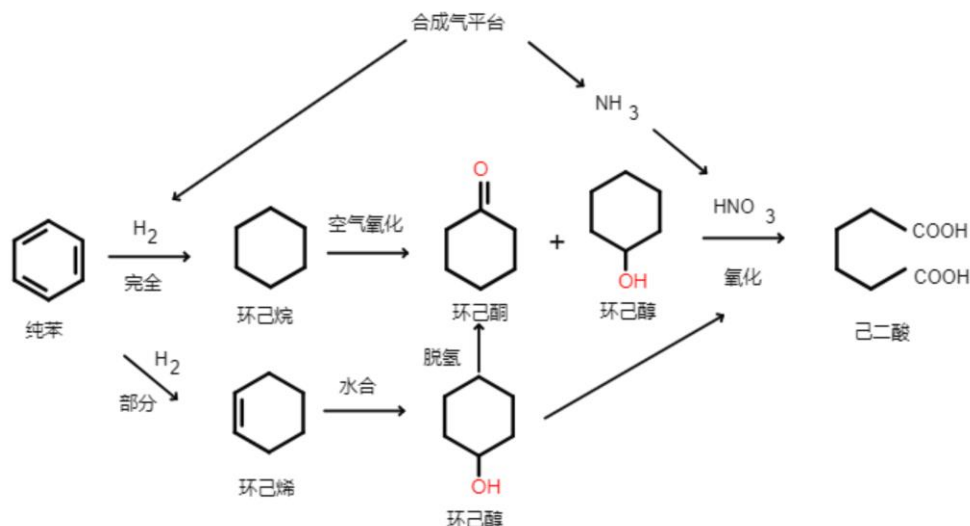
根据环评信息, 该项目最终产品为高品质己二酸与环己酮(环己酮主要下游为己二酸和己内酰胺)、副产品为二元酸, 主生产装置包括环己醇装置(单线 16.5 万吨环己醇/年, 中间产品为环己烯)、醇脱氢装置(单线 8 万吨环己酮/年, 中间产品为醇酮)和己二酸装置(单线 16.66 万吨/年精己二酸, 含二元酸与废气处理单元)。

环己烷与环己烯是己二酸的工业化生产路线中的两类主要中间体, 其他中间体路线工业化推广极少。环己烷法通过氧化得到 KA 油(环己醇与环己酮的混合物)进一步氧化得到己二酸(故又称 KA 油法), 该工艺较成熟, 但是工艺流程长、一次性资金投入大、产品收率不高、副产物多、三废污染相对高, 制备高纯度的己二酸产品较难; 而环己烯法则是一种更新的工艺, 通过将环己烯氧化为环己醇再氧化得到己二酸(故又称环己醇法), 有较高的产品收率与纯度、较低的能耗与物耗, 较少的三废排放, 但是其催化剂一般是较为昂贵的过渡金属复杂化合物。

全球范围来看, 环己烷路线占主要组成, 而国内多数企业于 20 世纪 70 年代开始从法国、日本引进己二酸生产装置和工艺设备, 也相对陈旧。华鲁第一

套 16 万吨己二酸装置（含 2 条苯加氢及醇酮生产线，4 条己二酸生产线）即为环己烷法；根据环评信息，本次新精己二酸品质提升项目中环己醇装置涉及环己烯中间体。

图 16、己二酸生产工艺流程图：环己烷法（上）、环己烯法（下）



资料来源：知网，兴业证券经济与金融研究院整理

己二酸生产中大量使用氢气、硝酸（由合成氨生产）等合成气平台产品，华鲁恒升凭借自身合成气平台优势与综合园区优势，使现有环己烷法己二酸产品的技术水平和成本控制达到行业前列。“十三五”中后期，公司依托现有的技术和成本优势，实施精己二酸品质提升项目；该项目不仅是华鲁新一个五年规划的合理外沿，而且也出色地把握了己二酸行业的工艺更新迭代的机遇期。华鲁通过本次技术升级，不仅可提升规模效益，也进一步提高产品品质，实现产品高端化，进入行业第一梯队，加强市场话语权，提高企业盈利能力。

表 5、环己烷法与环己烯法消耗对比

	KA 油路线	环己醇路线
主要原料消耗	消耗定额	消耗定额
苯/ $t \cdot t^{-1}$	0.98	1.07
硝酸(折 100%)/ $t \cdot t^{-1}$	0.932	0.902
氢气/ $m^3 \cdot t^{-1}$	913	716
副产		
环己烷/ $t \cdot t^{-1}$	0	0.25
主要公用工程消耗		
循环水/ $t \cdot t^{-1}$	407	400
电/ $kW \cdot h \cdot t^{-1}$	563	190
中压蒸汽/ $t \cdot t^{-1}$	2.134	1
低压蒸汽/ $t \cdot t^{-1}$	1.6	4.5

资料来源：知网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、环己烷/环己烯法是全球主要己二酸生产法

生产厂家名称	生产能力 ($万 t \cdot a^{-1}$)	生产工艺
英威达 (Invista) 公司	85.5	环己烷法生产技术
罗地亚 (Rhodia) 公司	53.5	环己烷法生产技术
美国首诺公司	40.0	环己烷法生产技术
巴斯夫(BASF)公司	26.0	环己烷法生产技术
山东博汇集团海力化工有限公司	22.5	环己烷法生产技术
山东华鲁恒升集团公司	16.0	环己烷法生产技术
河南神马尼龙化工有限责任公司	25.0	环己烯法生产技术
中国石油辽阳石油化工公司	14.0	环己烷法生产技术
山东洪业化工集团股份有限公司	14.0	环己烷法生产技术
新疆独山子天利高新技术股份有限公司	7.5	环己烷法生产技术
唐山中浩化工有限公司	14.0	环己烯法生产技术

资料来源：知网，兴业证券经济与金融研究院整理

拟建设酰胺及尼龙新材料项目(计划投资 49.8 亿元):

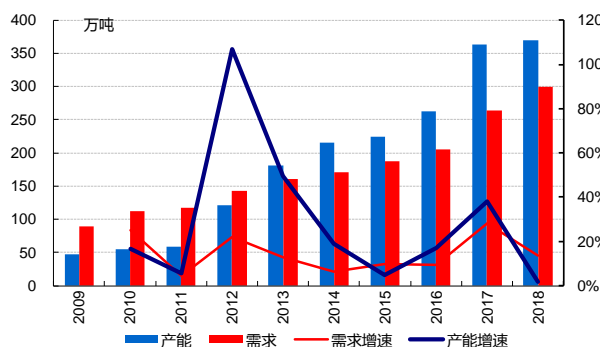
己内酰胺(CPL)是生产尼龙6(纤维、膜、工程塑料)的重要单体,主要消费领域为尼龙6纤维、尼龙6工程塑料和薄膜、尼龙工业丝。2018年全球总消费量预计约为642万吨,中国消费量约为316万吨(占全球49.2%),且贡献了全球主要增量。就己内酰胺质量而言,高端己内酰胺的供应在今后几年内明显不足,因此使用先进技术、生产高品质己内酰胺成为发展方向。

表 7、中国己内酰胺主要生产企业

企业名称	地理位置	产能(万吨/年)	企业名称	地理位置	产能(万吨/年)
南京东方	江苏南京	40	山东方明	山东菏泽	20
石家庄炼化	河北石家庄	10	江苏海力	江苏大丰	20
巴陵石化	湖南岳阳	30	鲁西化工	山东聊城	30
巨化集团	浙江衢州	15	湖北三宁	湖北	14
巴陵恒逸	浙江萧山	35	天辰耀龙	福建	35
山东海力	山东淄博	20	神马股份	河南平顶山	10
旭阳化工	河北沧州	10	兰花科创	山西晋城	10
山西潞宝	山西长治	10	阳煤化工	山西太原	20
申远新材料	福建连江	40			

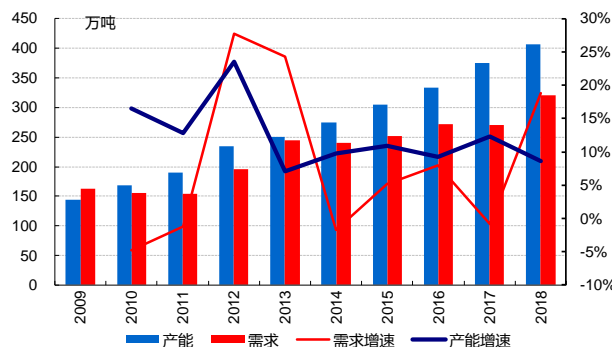
资料来源:中化纤网,兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、中国己内酰胺供需格局



资料来源:卓创资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、中国 PA6 供需格局



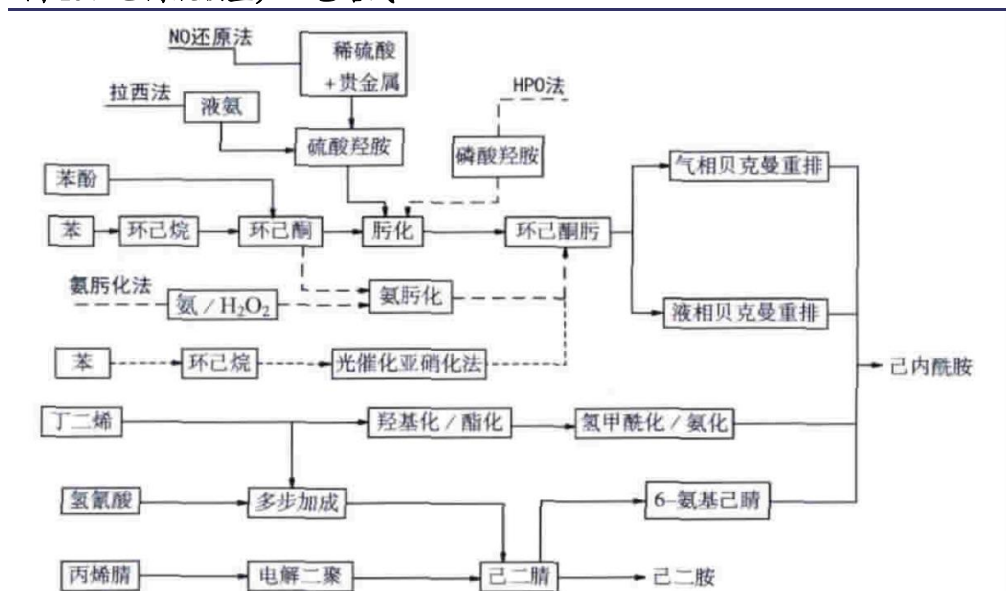
资料来源:卓创资讯,兴业证券经济与金融研究院整理

己内酰胺的工艺路线较为复杂,其中以苯为原料的环己酮-羟胺法是为主流方法(占比可达80%);其下又可细分拉西法(HSO法)、一氧化氮还原法(NO法)、硝酸根离子还原法(HPO法)等。HSO法工艺成熟、运转稳定、容易操作且对原料纯度要求不高,但是环境污染严重、副产硫酸铵较多(己内酰胺:硫酸铵=1:4.4);NO法的氨、氢总耗量比较低,但是设备投资大,还需要使用贵金属催化剂,副产硫酸铵中等(己内酰胺:硫酸铵=1:2.8);HPO法工艺生产流程长、操作复杂,氢气、蒸汽消耗相对大,但是相对于其他环己酮-羟胺法

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

而言 HPO 法副产物硫酸铵较少 (己内酰胺: 硫酸铵=1: 1.8)。由于硫酸铵滞销, 因此减少或消除副产硫酸铵是当今己内酰胺工业生产经济性的一个重要因素; 从这一角度来说, HPO 法占有一定优势。

图 19、己内酰胺生产工艺路线



资料来源: 知网, 兴业证券经济与金融研究院整理

华鲁恒升酰胺及尼龙新材料项目于 2019 年 3 月正式公告; 本项目预计总投资 49.8 亿元 (项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决), 建设期为 30 个月, 预计年均实现营业收入 56.13 亿元, 利润总额 4.46 亿元。项目以苯和氢气为原料, 采用先进的工艺技术, 主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置, 配套建设双氧水、甲酸、硫酸装置; 可年产己内酰胺 30 万吨 (其中 20 万吨自用)、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫酸铵 48 万吨 (己内酰胺: 硫酸铵=1: 1.8) 等。

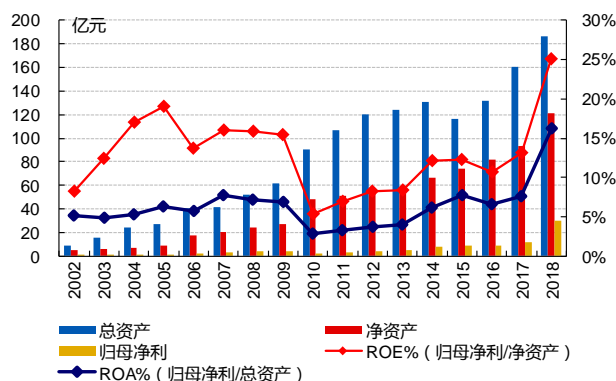
华鲁本项目依托公司既有的气化平台, 充分利用合成气资源, 以发掘合成气的高附加值应用为出发点, 以羰基化路线和变换制氢气为方向, 结合公司现有的原料甲醇和氨以及蒸汽、电力等能源优势, 发展环己酮-己内酰胺-尼龙 6 (聚酰胺) 切片产业链, 打造一体化新材料产业基地。项目推进将进一步拓展公司产业链, 优化产品结构, 提高企业盈利能力。

● 长期回报率具有保障, 持续资本开支助力华鲁走上新台阶。

本次华鲁拟新建项目的预期回报率分别为精己二酸项目=16.0%、己内酰胺及尼龙新材料项目=6.8% (实际所得税率假设为 15%, 以可研净利润除项目总投资额估计; 下同), 对比以往华鲁对新项目的预期盈利, 如 50 万吨乙二醇的预期投资回报率=11.2%、含 100 万吨尿素的肥料功能化项目预期回报率=8.0%, 可见该预期回报率符合公司一贯的谨慎务实风格。

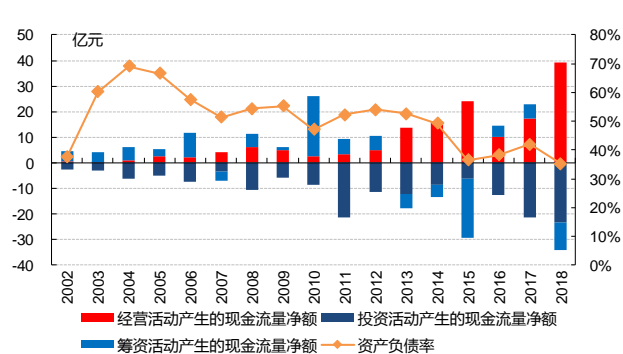
从长周期的公司历史视角看,除 10-13 年公司遭遇产品价格与原料价格“双杀”且在大型醋酸项目尚未投产产生效益以外,公司历史 ROA%一般位于 6-8%之间,这一总资产回报率水平基本可以作为华鲁领跑市场所取得的长周期超额回报估计。目前 100 亿绿色化工新材料项目中的 65 亿项目已正式公告,华鲁可利用其充沛的速动资金与健康的现金流完成每年 20-30 亿的 CapEx,持续资本开支可使自身走上新的台阶。

图 20、公司 ROA%与 ROE%历史情况



资料来源:公司公告, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、公司现金流情况(年度)



资料来源:公司公告, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 持续加大安全环保投入,为企业生产经营保驾护航。**化工环保、安全压力不断增加,公司自我加压,培根固本,经受住了各级督察和生产管控考验,顺利通过山东省“四评级一评价”评审。安全方面,公司修订安全生产责任制,逐级落实安全生产主体责任,加大安全隐患大排查和整改落实,年度内未发生重大人身伤亡和工艺设备事故,2018 年公司安全生产投入 2552 万元。环保方面,公司持续推动“三废”减量化、无害化和资源化,提高项目投资环保配套设施标准,完成煤场封闭改造和输煤系统除尘改造,煤场粉尘在线监测下降 35%;通过加强管理及全方位监测,全年未发生较大及以上级别突发环境事件,废水、废气、废渣达标排放,危险废物合规处置,上级部门监督监测主要污染物合格率为 100%。2018 年公司进行多项技术改造,包括煤炭货场环保治理及排水改造项目、己二酸中间罐区安全环保改造、稀硝酸装置驰放气回收、10 万吨三聚氰胺(二期)配套尾气回收及熔盐炉燃料气管网项目等;同年公司环保投入资金达 2.63 亿元,达营收的 1.83%。
- 第二期限限制性股票激励计划绑定核心骨干利益,彰显未来发展信心。**公司于 2018 年 11 月 10 日公告称将向 160 名公司董事、高级管理人员以及核心技术、管理、业务和技能等骨干人员以 8.64 元/股的价格授予限制性股票 633 万股;限售期为授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月,三个限售解禁期的业绩考核条件以 2016 年营业收入(77.01 亿元)为基数分别要求 19%、20%、21 年收入增长不低于 70%、80%、90%(分别对应 130.9 亿元、138.6 亿元、146.3 亿元),且税前每股分红高于 0.15 元等内容。

- **维持“买入”的投资评级。**华鲁恒升是中国成本领先型现代煤化工标杆企业，公司于红海行业凭借不断降本增效、扩大规模、精细管理，穿越周期、持续稳健增长。公司 17 年 100 万吨新氨醇平台、18 年 100 万吨尿素、50 万吨乙二醇与 5 万吨三聚氰胺项目陆续投产，盈利中枢提升；目前各主营产品价格处于历史较低分位，盈利安全边际较高。公司化工园区醋酸、氨醇产业链被山东新旧动能转换国家战略列为重点建设内容，100 亿绿色化工新材料项目入选山东新旧动能转换第一批优选项目；目前 16 万吨精己二酸、30 万吨己内酰胺及尼龙新材料项目启动建设，保障未来持续成长。另外公司开展第二期限制性股票激励计划绑定核心骨干利益，彰显未来发展信心。我们调整公司 2019-2020 年 EPS 分别至 1.50、1.64 元的投资预测，并引入对 2021 年 EPS 为 1.92 的预测，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；主营产品价格大幅波动的风险；项目建设进度慢于预期的风险。

表、华鲁恒升分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	17-4Q	18-1Q	18-2Q	18-3Q	18-4Q	QOQ	2017-12	2018-12	YOY
营业收入	3176	3438	3559	3852	3508.1	10.5%	10408	14357	37.9%
营业成本	2538	2402	2277	2599	2703.0	6.5%	8367	9980	19.3%
毛利	638	1036	1282	1253	805.1	26.2%	2041	4376	114.4%
销售费用	57	59	53	69	79.1	39.3%	189	261	37.9%
管理费用	42	36	52	2	51.0	22.5%	118	141	19.4%
财务费用	46	50	37	37	52.1	12.2%	152	177	16.4%
资产减值	5	-4	3	63	14.2	171.8%	6	76	1216.7%
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
投资收益	0	0	0	0	11.6	-	0	12	-
营业利润	451	866	1111	1008	584.9	29.6%	1449	3569	146.2%
利润总额	439	865	1110	1006	583.8	33.0%	1438	3565	147.9%
净利润	374	734	946	855	485.1	29.6%	1222	3020	147.1%
EPS	0.230	0.451	0.582	0.525	0.3	29.6%	0.751	1.856	147.1%
销售费用率	1.8%	1.7%	1.5%	1.8%	2.3%	0.5%	1.8%	1.8%	0.0%
管理费用率	1.3%	1.1%	1.5%	0.1%	1.5%	0.1%	1.1%	1.0%	-0.2%
财务费用率	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.5%	0.0%	1.5%	1.2%	-0.2%
所得税率	14.8%	15.2%	14.8%	15.1%	16.9%	2.1%	15.0%	15.3%	0.3%
毛利率	20.1%	30.1%	36.0%	32.5%	23.0%	2.9%	19.6%	30.5%	10.9%
净利润率	11.8%	21.4%	26.6%	22.2%	13.8%	2.0%	11.7%	21.0%	9.3%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4317	7423	9962	12011
货币资金	1283	4175	6784	10096
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	23	59	61	63
其他应收款	1	1	1	1
存货	557	478	486	486
非流动资产	14340	14594	15036	15307
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	12983	13227	13503	13696
在建工程	203	601	801	900
油气资产	0	0	0	0
无形资产	696	686	679	672
资产总计	18657	22017	24998	27318
流动负债	3978	5016	5887	5684
短期借款	270	600	600	600
应付票据	0	0	0	0
应付账款	0	2149	2186	2186
其他	3708	2268	3101	2899
非流动负债	2612	2412	2221	2020
长期借款	2594	2394	2194	1994
其他	17	18	27	26
负债合计	6589	7429	8108	7704
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2063	2063	2063	2063
未分配利润	7645	9841	11876	14288
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12068	14588	16890	19614
负债及权益合计	18657	22017	24998	27318

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3020	2440	2668	3124
折旧和摊销	1192	1375	1543	1725
资产减值准备	76	-13	0	0
无形资产摊销	28	18	18	18
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	188	139	86	24
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-555	679	1077	1184
经营活动产生现金流量	3941	4974	5393	6055
投资活动产生现金流量	-2356	-2009	-2011	-2011
融资活动产生现金流量	-1055	-74	-772	-732
现金净变动	530	2891	2610	3312
现金的期初余额	754	1283	4175	6784
现金的期末余额	1283	4175	6784	10096

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14357	15687	16184	16684
营业成本	9980	11938	12143	12143
营业税金及附加	98	125	146	133
销售费用	261	345	453	501
管理费用	141	188	210	200
财务费用	177	139	86	24
资产减值损失	76	80	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
营业利润	3569	2872	3136	3674
营业外收入	1	4	4	4
营业外支出	4	5	2	2
利润总额	3565	2871	3138	3676
所得税	546	431	471	551
净利润	3020	2440	2668	3124
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3020	2440	2668	3124
EPS(元)	1.86	1.50	1.64	1.92

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	37.9%	9.3%	3.2%	3.1%
营业利润增长率	146.2%	-19.5%	9.2%	17.1%
净利润增长率	147.1%	-19.2%	9.3%	17.1%
盈利能力(%)				
毛利率	30.5%	23.9%	25.0%	27.2%
净利率	21.0%	15.6%	16.5%	18.7%
ROE	25.0%	16.7%	15.8%	15.9%

偿债能力(%)				
资产负债率	35.3%	33.7%	32.4%	28.2%
流动比率	1.09	1.48	1.69	2.11
速动比率	0.94	1.38	1.61	2.03
营运能力(次)				
资产周转率	82.8%	77.1%	68.8%	63.8%
应收账款周转率	41683.8%	35807.6%	25389.9%	25380.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.86	1.50	1.64	1.92
每股经营现金	2.42	3.06	3.32	3.72
每股净资产	7.42	8.97	10.38	12.06
估值比率(倍)				
PE	8.0	9.9	9.1	7.7
PB	2.0	1.7	1.4	1.2

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn