

投资评级：买入(调高)

华鲁恒升(600426)

目标价:23.7元

成长穿越周期, 2018年有望再上台阶

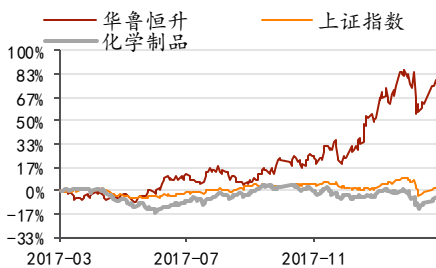
市场数据 2018-02-28

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 18.12 |
| 一年内最低/最高(元) | 10.53/20.23 |
| 市盈率 | 27.2 |
| 市净率 | 3.30 |

基础数据

| | |
|-----------|------|
| 净资产收益率(%) | 9.92 |
| 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

1 《600426-跟踪简报:LNG 大幅上涨, 利好煤头甲醇、尿素》 2017-12-12

● 追溯公司发展历程, 成长视角看公司

2002年到2016年的15年间, 公司总资产由9亿元增长到153亿元, 营业收入由4.5亿元增长到77亿元, 利润总额由0.6亿元增长到近11亿元, 均增长近20倍。我们追溯公司发展历程, 从产品结构、固定资产、技术进步三个维度去看公司过去近20年的成长。另外, 公司产品均是大宗化工品, 周期波动较强, 而公司却可以在红海市场保持长期竞争力, 我们从产业链价值、技术优势、管理优势等三个角度具体分析公司核心竞争优势。

● 行业景气高企, 周期视角看公司

重点关注醋酸行业: 进入景气周期, 价格有望长期保持高位。我们回顾此轮醋酸涨价: 1) 原材料涨价推动; 2) 国内外厂家检修停车影响; 3) 2017年醋酸出口大幅增加。中长期看, 国内从2014年起几乎没有醋酸新增项目投产, 最近较大规模装置投产预计到2020年。需求端下游产能近几年将集中释放。预计2018-2020年供需将持续维持紧平衡。

● 细拆公司成本, 平台价值优势明显

据测算, 当前煤价下公司甲醇、合成氨的成本分别为1922、1705元/吨。相比外购甲醇、合成氨成本, 公司单吨甲醇成本节约343元, 单吨合成氨成本节约594元, 对应170万吨甲醇产量, 110万吨合成氨产量, 产业链优势带来的平台价值约12亿元。另外, 我们用甲醇、合成氨成本对公司尿素等主要产品成本进行测算。按照当前各产品价格, 测算公司年化毛利润为34.04亿元。

● 盈利预测及估值

公司依托低成本合成气以及尿素、醋酸、DMF、硝酸等多样化产品结构, 竞争优势明显。上调投资评级至买入, 预计17-19年EPS为0.78、1.58、1.90, 对应PE为23.5、11.6、9.7倍。保守给予2018年15倍估值, 对应目标价23.7元/股, 仍有约31%的空间。

风险提示:原材料价格及产品价格波动, 乙二醇等项目投产不及预期

表 1: 公司财务及预测数据摘要

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 8,651 | 7,701 | 10,052 | 14,120 | 15,917 |
| 增长率 | -10.9% | -11.0% | 30.5% | 40.5% | 12.7% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 905 | 875 | 1,266 | 2,563 | 3,074 |
| 增长率 | 12.5% | -3.2% | 44.7% | 102.4% | 19.9% |
| 每股收益(元) | 0.56 | 0.54 | 0.78 | 1.58 | 1.90 |
| 市盈率(倍) | 32.9 | 34.0 | 23.5 | 11.6 | 9.7 |

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1、15年业绩增长20倍，稳定成长穿越周期 | 5 |
| 1.1 追溯公司成长历程：从单一尿素企业发展成为多业联产的现代化工企业..... | 6 |
| 1.2 追溯公司成长历程：从固定资产看公司成长..... | 7 |
| 1.3 追溯公司成长历程：依靠技术进步促进结构调整，驱动公司成长..... | 9 |
| 1.4 追溯公司成长历程：从历史看未来，猜想公司未来成长方向..... | 10 |
| 2、探究公司核心竞争优势：如何在红海市场保持长期竞争力 | 11 |
| 2.1 核心优势之一：依托氨醇平台，产业链优势明显..... | 11 |
| 2.2 核心优势之二：煤气化技术优势带来的成本优势..... | 12 |
| 2.3 核心优势之三：优秀的管理团队，优秀的费用控制..... | 13 |
| 3、周期视角看华鲁：处于景气周期，产业链优势一定程度熨平周期 | 14 |
| 3.1 醋酸：行业进入景气周期，价格有望长期保持高位..... | 15 |
| 3.1.1 回顾此轮醋酸涨价，主因成本推动+供给减少..... | 15 |
| 3.1.2 国内醋酸需求增速高于产能增速，供需错配下有望持续高景气..... | 15 |
| 3.1.3 全球视角看醋酸周期..... | 17 |
| 3.2 尿素：成本优势明显，静待过剩产能出清..... | 18 |
| 3.3 DMF：全球最大DMF厂家，具备较强行业话语权..... | 19 |
| 4、盈利测算：细拆公司成本 | 19 |
| 4.1 甲醇、合成氨成本测算..... | 20 |
| 4.2 主要产品成本测算..... | 21 |
| 4.3 当前价格下年化毛利测算..... | 22 |
| 4.4 按当前价格测算乙二醇投产后的业绩增厚..... | 22 |
| 4.5 业绩中枢测算..... | 23 |
| 5、盈利及估值 | 24 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：公司产能情况..... | 5 |
| 图 2：总资产、营业收入、净利润稳定增长..... | 5 |
| 图 3：从单一产品结构发展为多元化的产品结构..... | 6 |
| 图 4：2016年公司收入结构..... | 6 |
| 图 5：2016年公司毛利结构..... | 6 |
| 图 6：公司成长的三个阶段..... | 7 |
| 图 7：近几年公司资产收益率稳步提升..... | 9 |
| 图 8：依靠技术进步促进结构调整，驱动公司成长..... | 10 |
| 图 9：“一头多线”循环经济柔性多联产..... | 11 |
| 图 10：甲醇、合成氨价格成本情况..... | 12 |
| 图 11：人力资源回报率（%）..... | 14 |
| 图 12：人均营业收入持续增长..... | 14 |
| 图 13：华鲁恒升三费情况（%）..... | 14 |
| 图 14：同行业三费对比（%）..... | 14 |
| 图 15：山东地区甲醇价格..... | 15 |
| 图 16：华鲁恒升醋酸出厂价（元/吨）..... | 15 |
| 图 17：国内醋酸产能、产量、进出口、表观消费量（万吨）..... | 16 |
| 图 18：国内醋酸下游需求情况（万吨）..... | 17 |
| 图 19：预计全球醋酸供给增长..... | 18 |
| 图 20：预计全球醋酸需求增长..... | 18 |
| 图 21：煤头尿素产能占70%..... | 18 |
| 图 22：国内尿素行业产能、产量情况..... | 18 |
| 图 23：DMF下游需求情况..... | 19 |
| 图 24：华鲁恒升DMF出厂价..... | 19 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 公司财务及预测数据摘要 | 1 |
| 表 2: 公司历史转固项目 | 8 |
| 表 3: 公司产品甲醇、合成氨需求测算 | 11 |
| 表 4: 相比外购甲醇、合成氨优势显著 | 12 |
| 表 5: 尿素成本测算 (元/吨) | 13 |
| 表 6: 几种煤气化技术对比 | 13 |
| 表 7: 主要醋酸生产企业 | 15 |
| 表 8: 几种煤气化技术对比 | 17 |
| 表 9: 公司主要产品产能 (万吨) | 20 |
| 表 10: 合成氨成本测算 | 20 |
| 表 11: 不同煤价下的甲醇、合成氨成本 (元/吨) | 20 |
| 表 12: 主要产品成本拆分 | 21 |
| 表 13: 公司产品甲醇、合成氨需求 | 22 |
| 表 14: 公司盈利测算 | 22 |
| 表 15: 乙二醇投产业绩增厚 | 23 |
| 表 16: 公司盈利测算 | 23 |
| 表 17: 估值对比表 | 24 |

● 有别于市场观点的认识

市场可能认为：

(1) 公司产品均为大宗化工品，周期性较强，目前醋酸等产品处于景气高点，担心未来价格出现下滑；

(2) 随着 50 万吨乙二醇项目在今年下半年投产后，公司在建项目基本建设完成，市场担心公司下一步的发展方向。

我们的观点：

(1) 公司产业链一体化优势明显，可以最大限度降低原材料价格波动的影响；产品多元化也可以有效提升抗周期波动的能力。

另外我们也以近五年各产品平均价格测算公司乙二醇投产后的业绩中枢，年化毛利润达到 25 亿元。考虑到 2017 年 8 月之前醋酸长期处于景气低谷，均价不到 3000 元/吨，而未来几年供需错配格局下有望长期保持高景气，假设市场价维持 4500 元/吨，则公司毛利中枢超过 30 亿元，对应净利润稳定超过 20 亿元，公司业绩将在今年上一台阶。

(2) 我们追溯公司发展历程，发现公司成长思路十分清晰：不断延伸产业链及已有产品扩量。随着公司在建项目的投产，公司业绩也随之上一台阶，将拥有足够自由现金流去进行下一轮的投资扩张。依据公司历史发展思路，我们认为扩产醋酸、醋酸下游延伸、尿素下游延伸等都是公司未来可以考虑的发展方向。作为一个 15 年业绩增长 20 倍的优秀公司，我们也非常期待公司下一步的发展！

1、15 年业绩增长 20 倍，稳定成长穿越周期

公司成立于 2000 年 4 月，2002 年 6 月在上海证券交易所上市，上市初期公司仅具备年产合成氨 18 万吨、甲醇 5 万吨、尿素 30 万吨。经过 15 年成长，目前具备年产 320 万吨氨醇、180 万吨尿素、60 万吨复合肥、20 万吨水溶肥、25 万吨 DMF、20 万吨混甲胺、50 万吨醋酸、45 万吨硝酸、16 万吨己二酸、20 万吨多元醇、5 万吨乙二醇、5 万吨三聚氰胺、3 万吨甲醛、5 万吨醋酐、15 万吨工业气体、20 万千瓦发电、2000 万 GJ 供热的生产能力，成为国内重要的基础化工原料制造商和全球最大的 DMF 供应商。

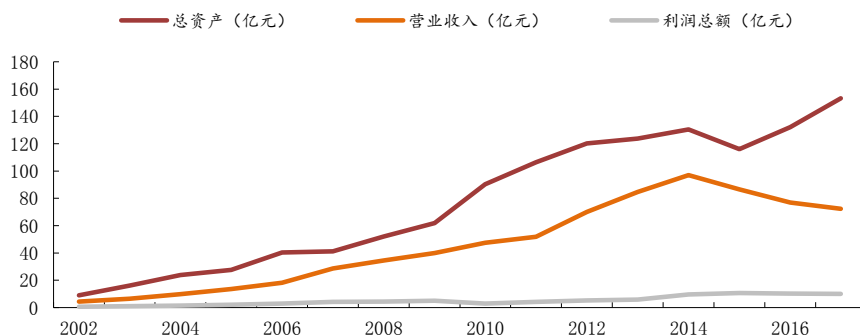
图1：公司产能情况



数据来源：公司资料，财通证券研究所

从 2002 年到 2016 年的 15 年间，公司总资产由 9 亿元增长到 153 亿元，营业收入由 4.5 亿元增长到 77 亿元，利润总额由 0.6 亿元增长到近 11 亿元，均增长近 20 倍。

图2：总资产、营业收入、净利润稳定增长



数据来源：wind，财通证券研究所

1.1 追溯公司成长历程：从单一尿素企业发展成为多业联产的现代化工企业

公司发展思路：依托氨醇平台，打造“一线多头”的循环经济柔性多联产运营模式，向下游延伸至肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等多元化产品结构。

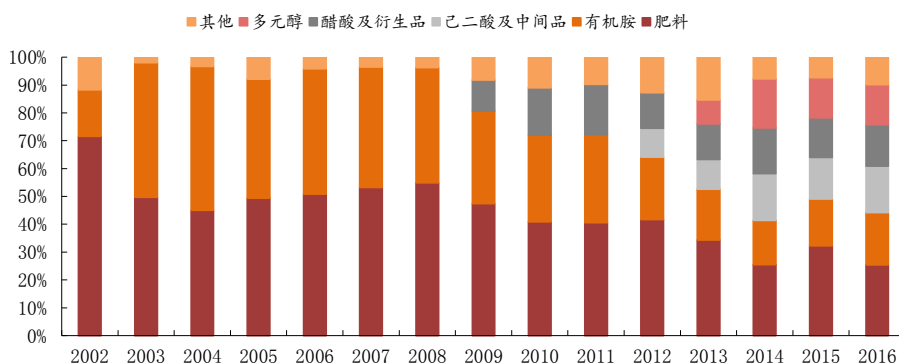
从收入结构看公司发展阶段：

2002-2008 年：公司上市之初，肥料是公司营业收入的最主要来源，在 2002 年的收入构成中，肥料占比高达 71.62%。随着有机胺系列产品投产，在随后的五年中，肥料和有机胺的收入规模基本持平，公司形成了肥料有机胺双主业的格局。

2009-2012 年：2009 年起，醋酸及衍生品开始贡献收入，在总收入的占比达到 11.11%，随后迅速上升到接近 20%，形成了肥料、有机胺、醋酸“一线三头”的产品结构。

2013-2017 年：随着 2012 年己二酸投产，2013 年多元醇投产，公司的产品更加多元化，形成了“一线多头”的循环经济柔性多联产运营模式。肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等产品收入和毛利占比都相对均衡。

图3：从单一产品结构发展为多元化的产品结构

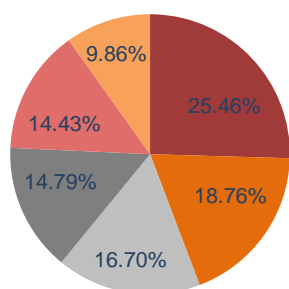


数据来源：wind，财通证券研究所

至 2016 年，公司肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等产品的收入占比分别为 25.46%、18.76%、16.70%、14.79%、14.43%；毛利占比分别为 23.17%、26.32%、13.99%、18.93%、4.17%。

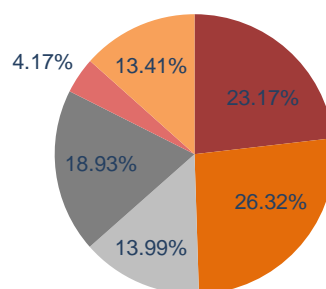
图4：2016年公司收入结构

图5：2016年公司毛利结构



■ 肥料
■ 有机胺
■ 己二酸及中间体
■ 醋酸及衍生品
■ 多元醇
■ 其他

数据来源：财通证券研究所



■ 肥料
■ 有机胺
■ 己二酸及中间体
■ 醋酸及衍生品
■ 多元醇
■ 其他

数据来源：财通证券研究所

1.2 追溯公司成长历程：从固定资产看公司成长

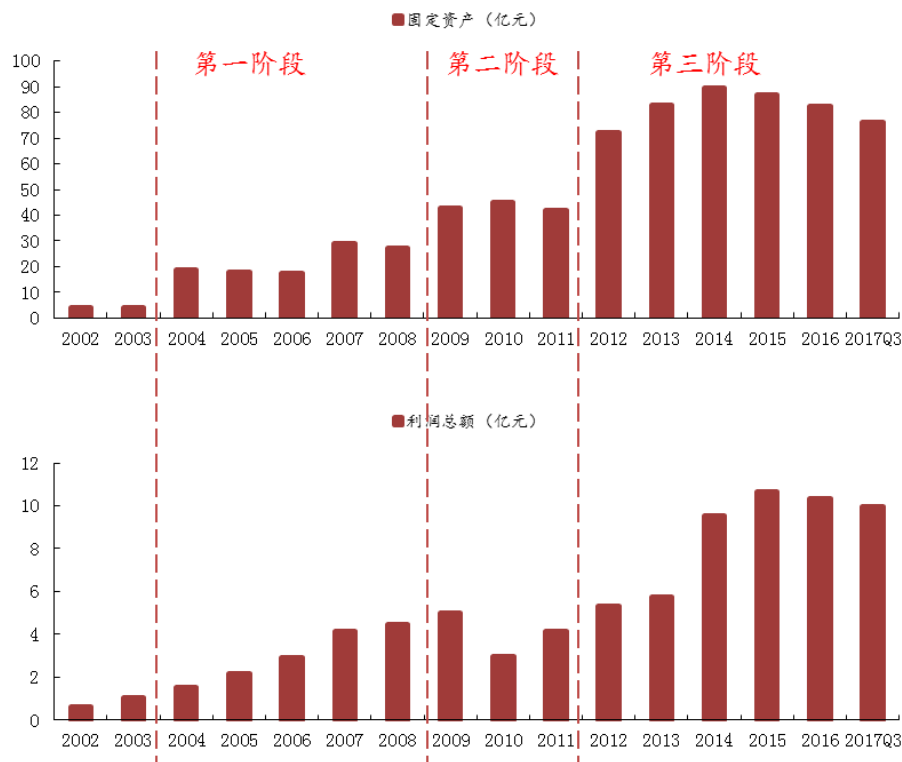
按照公司固定资产增长将公司发展分为三个阶段：

第一阶段（2004-2008年），公司固定资产稳定在 20 亿元左右，但是利润总额从 2004 年的 1.52 亿元增长到 2008 年的 4.50 亿元，CAGR 达 31.17%，表现出较高的成长性，主要因为公司从 2002 年的较为单一的产品结构转变为尿素、DMF 双主业，行业景气较好，加之产能逐步释放。

第二阶段（2009-2011年），随着公司“20 万吨/年醋酸项目”于 2009 年转固 13.16 亿元，公司的固定资产上升至近 40 亿元。而这个阶段利润总额波动较大，且 2010 年相对于 2009 年出现大幅下滑，主要因为 2010 年尿素产能过剩达到顶峰，且煤炭价格受 4 万亿刺激大涨。

第三阶段（2012-2017Q3），公司“醋酸装置新工艺节能改造项目”、“16 万吨/年己二酸项目”转固，固定资产再上一个台阶，达到 80 亿元左右。在此期间，公司利润总额也于 2014 年再上一个台阶，从 2013 年的 5.78 亿元大幅增长至 9.55 亿元，并在随后几年保持稳定，体现了公司较强的抗周期波动能力。

图6：公司成长的三个阶段



数据来源: wind, 财通证券研究所

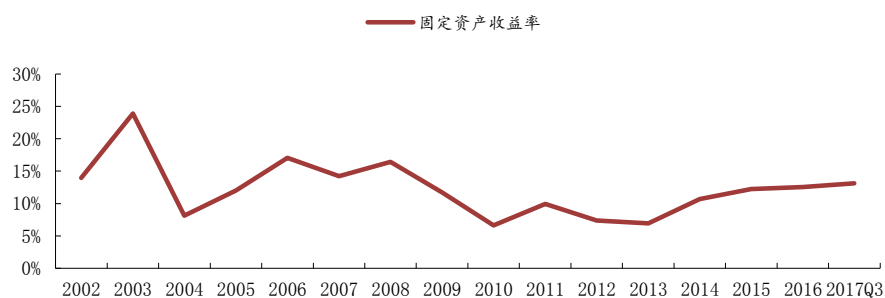
表2: 公司历史转固项目

| 年份 | 主要转固项目 | 转固金额 (亿元) |
|-------|-------------------|-----------|
| 2009年 | 20万吨/年醋酸项目 | 13.16 |
| 2010年 | 10万吨/年醋酐项目 | 2.40 |
| | 尿素产品多元化及节能技术改造项目 | 2.14 |
| | 氨合成能量系统优化项目 | 1.38 |
| 2012年 | 醋酸装置新工艺节能改造项目 | 20.72 |
| | 16万吨/年己二酸项目 | 12.93 |
| | 15万吨/年硝酸项目 | 1.43 |
| 2013年 | 醋酸装置新工艺节能改造项目 | 11.36 |
| | 20万吨/年多元醇项目 | 4.79 |
| 2014年 | 5万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目 | 5.14 |
| | 10万吨/年三聚氰胺项目 | 2.43 |
| | 10万吨/年醇酮装置节能改造项目 | 3.80 |
| 2015年 | 年产60万吨硝酸项目 | 4.54 |
| 2016年 | 锅炉结构调整项目 | 3.63 |

数据来源: wind, 财通证券研究所

公司上市以来固定资产收益率（简化为利润总额/固定资产）较为稳定，平均为12.31%。2004年和2010年较低，分别为8.13%和6.64%。2004年因为大量在建工程转固，固定资产从4.35亿元增加至18.70亿元，而产品放量尚需时间导致利润总额增长相对较慢。2010年因为尿素产能过剩达到顶峰，且煤炭价格受4万亿刺激大涨导致成本增加，利润总额出现较大下滑所致。近几年，公司固定资产收益率稳步提升，2017年前三季度达到13.12%。2017年三季度，公司在建工程为35.98亿元。随着在建工程转固，公司固定资产预计在2018年再上一台阶，公司利润亦有望再上一台阶。

图7：近几年公司资产收益率稳步提升



数据来源：wind，财通证券研究所

1.3 追溯公司成长历程：依靠技术进步促进结构调整，驱动公司成长

2000年：由于集团公司通过自主开发研究，掌握了万吨级DMF工业生产技术，于2000年建成投产了一套1万吨/年的DMF生产装置，公司在上市之后收购了该套装置并扩产至2万吨。

2004年：全国首套大型氮肥国产化技术改造项目建设投产，形成了洁净煤气化技术平台。

2006年：下半年建成的原煤本地化项目40万吨尿素，使得公司的尿素总能力达到100万吨，成为国内最大的、技术最先进的煤头尿素企业。

2009年：掌握了羟基合成醋酸技术，自主研发催化剂取得突破，开辟了醋酸衍生产业链，募集资金投资项目“20万吨/年醋酸项目”主体流程全线打通，一次试车成功，生产出合格产品投放市场，并进入试生产阶段。

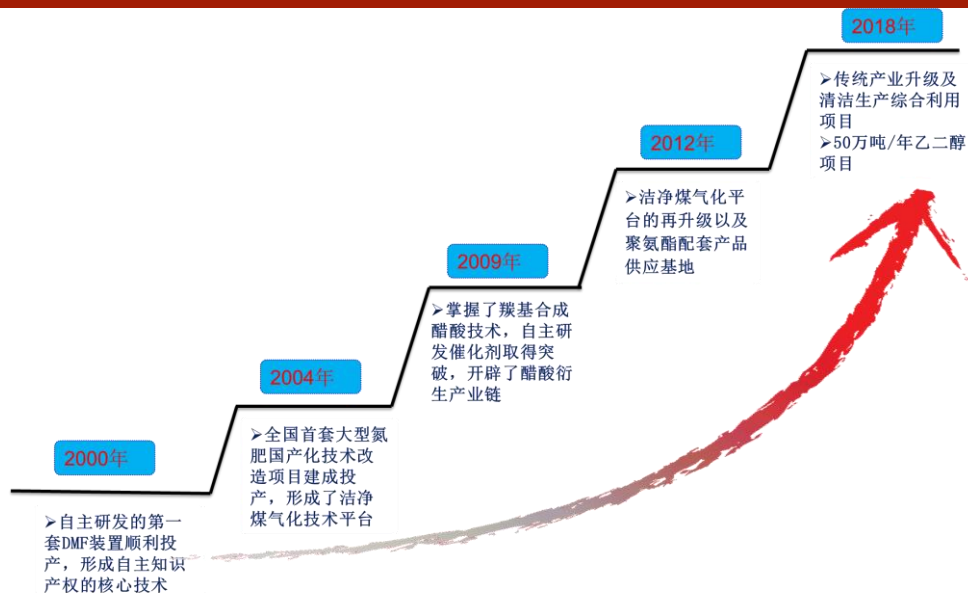
2012年：年产16万吨己二酸投产，15万吨/年硝酸项目化工投料一次成功，生产出合格产品，进入试生产阶段。该项目投产后将有效降低己二酸生产成本，进一步丰富产业链，提高公司的经济效益和综合竞争能力

2014年：公司三聚氰胺项目（一期）生产线于近日试车成功，打通全线流程，生

产出合格产品，进入试生产阶段。该生产线达产后将形成 5 万吨/年的三聚氰胺生产能力。

2015年：掌握煤制乙二醇技术，5万吨/年煤制乙二醇于2015年8月份开始稳定生产。煤制乙二醇将成为驱动未来两到三年公司成长的主要产品。

图8：依靠技术进步促进结构调整，驱动公司成长



数据来源：wind，财通证券研究所

1.4 追溯公司成长历程：从历史看未来，猜想公司未来成长方向

分析公司的成长路径，公司的发展思路非常清晰，即依托氨醇平台，不断延伸产业链，向下游延伸至肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等多元化产品结构。但未来随着50万吨乙二醇项目在今年下半年投产后，公司在建项目基本建设完成，市场对于公司下一个发展方向也非常关注。我们依据公司历史发展思路，思考公司下一个成长点：

1) 扩产醋酸，公司第一套20万吨/年醋酸装置于2009年一次试车成功，随后在2012、2013年“醋酸装置新工艺节能改造项目”建设完成将产能扩至50万吨，因为当时恰逢醋酸行业周期低点，所以没有进行更多产能扩张。而目前醋酸行业供需改善明显，行业景气有望长期持续，加之公司100万吨/年氨醇平台投产后，甲醇供给富余，可以用于扩产醋酸原料。

2) 醋酸产业链延伸，醋酸下游品种很多：醋酸酯类、PTA、醋酸乙烯、氯乙酸和甘氨酸、醋酸制乙醇等。公司现已具备5万吨醋酐生产能力，未来可以继续向醋酸下游延伸附加值更高的产品。

3) 尿素下游三聚氰胺继续扩产，近几年尿素行业产能过剩较为严重，2016年以来，国内尿素企业整体开工率维持在50-60%。而公司虽然具备180万吨尿素产能，

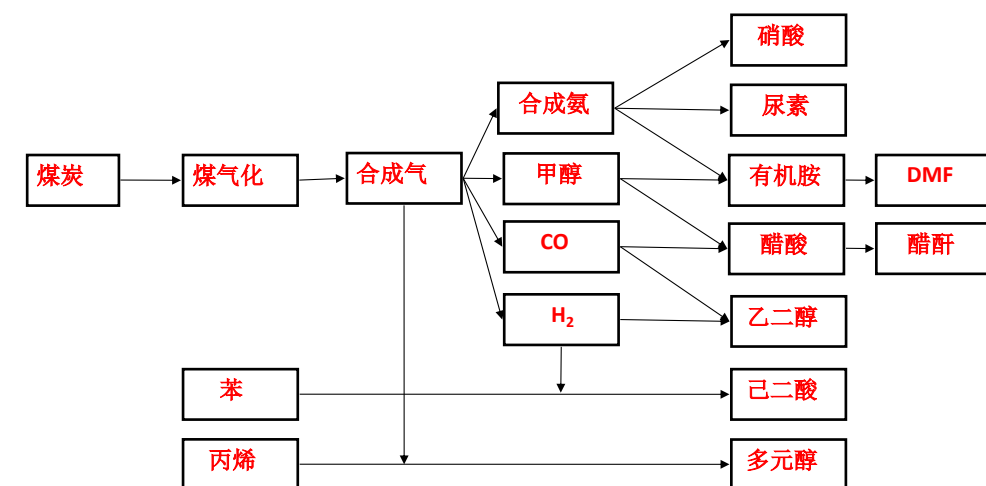
但开工率也长期在60%。2014年公司三聚氰胺项目达产，形成5万吨/年的三聚氰胺生产能力，三聚氰胺作为尿素下游，价格及盈利稳定。公司也有能力继续进行扩产，消化尿素产能。

2、探究公司核心竞争优势：如何在红海市场保持长期竞争力

2.1 核心优势之一：依托氨醇平台，产业链优势明显

随着公司“传统产业升级及清洁生产综合利用项目”于去年10月投产，公司现已形成年产170万吨甲醇，110万吨液氨及40万吨合成气生产能力，为下游尿素等产品提供低成本的原料，平台优势明显。公司依托柔性多联产优势，实施产销联动，根据市场行情及时调节生产结构，保持稳产高产和产销平衡。这几年化工产能严重过剩，行业开工率不足七成，而华鲁恒升不但开得满，还能卖得出，主导产品产销率和货款回收率多年保持100%。

图9：“一头多线”循环经济柔性多联产



数据来源：财通证券研究所

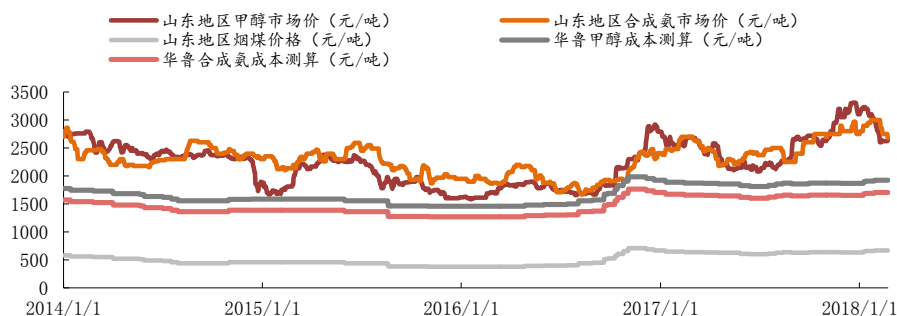
表3：公司产品甲醇、合成氨需求测算

| | 产能 (万吨) | 甲醇单耗 | 合成氨单耗 | 甲醇需求 | 合成氨需求 |
|-----|-------------|------|-------|-------|-------|
| 醋酸 | 50 | 0.55 | | 27.5 | |
| DMF | 25 | 1.2 | 0.4 | 30 | 10 |
| 尿素 | 180 | | 0.6 | | 108 |
| 硝酸 | 45 | | 0.3 | | 13.5 |
| 乙二醇 | 55 (2018Q3) | 1.2 | | 66 | |
| 合计 | | | | 123.5 | 131.5 |

数据来源：财通证券研究所

公司现已实现甲醇、合成氨自给自足，相比外购甲醇、合成氨企业具有明显的产业链优势。按目前价格测算，公司单吨甲醇成本节约343元，单吨合成氨成本节约594元，对应170万吨甲醇产量，110万吨合成氨产量，产业链优势给公司带来的平台价值约12亿元。

图10：甲醇、合成氨价格成本情况



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

表4：相比外购甲醇、合成氨优势显著

| | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 当前价格(元/吨) |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 甲醇市场价(元/吨) | 2434 | 1974 | 1910 | 2529 | 2650 |
| 合成氨市场价(元/吨) | 2381 | 2208 | 1983 | 2515 | 2690 |
| 烟煤价格(元/吨) | 492 | 427 | 469 | 1862 | 670 |
| 公司甲醇成本测算(元/吨) | 1637 | 1534 | 1600 | 1862 | 1922 |
| 公司合成氨成本测算(元/吨) | 1438 | 1341 | 1403 | 1648 | 1705 |
| 单吨甲醇成本节约(元) | 443 | 153 | 32 | 300 | 343 |
| 单吨合成氨成本节约(元) | 597 | 546 | 292 | 502 | 594 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

2.2 核心优势之二：煤气化技术优势带来的成本优势

由于掌握了将质低价廉的烟煤直接气化并用于化工生产的洁净煤气化技术，华鲁恒升化肥、化工生产实现了“一头多尾”，原料综合利用率大大提高。华鲁恒升的单位总氨煤耗、电耗、汽耗等指标均大大低于行业平均水平。公司使用的是5500大卡的烟煤，虽然相比无烟煤单耗略高，但是烟煤价格相对较低。

以尿素为例，我们对比不同原料、不同能耗下的成本区别：以无烟煤为原料，中耗下总成本为1810元/吨；而以烟煤为原料，中耗下总成本仅1352元/吨。而即

使同样使用烟煤为原材料，低耗设备生产尿素成本仅 1234 元/吨，高耗设备生产成本则达到 1470 元/吨。

表5：尿素成本测算（元/吨）

| | 无烟煤（固定床） | | | 烟煤（航天炉新疆除外） | | |
|---------|----------|------|------|-------------|------|------|
| | 低耗 | 中耗 | 高耗 | 低耗 | 中耗 | 高耗 |
| 煤/气吨消耗 | 0.63 | 0.75 | 0.85 | 0.8 | 1 | 1.2 |
| 电耗（度） | 640 | 725 | 800 | 340 | 370 | 400 |
| 煤/气价 | | 1300 | | | 500 | |
| 原料运费 | | | | 80 | | |
| 电价（元/吨） | | | | 0.6 | | |
| 动力蒸汽 | | | | 200 | | |
| 人工折旧 | | 120 | | | 350 | |
| 总成本 | 1603 | 1810 | 1985 | 1234 | 1352 | 1470 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

表6：几种煤气化技术对比

| | GSP粉煤气化 | Shell粉煤气化 | Texaco气化 | 多喷嘴水煤浆气化 | HTW流化床气化 | Lurgi块煤气化 |
|--|------------------|-------------------|------------|-----------|------------|-------------|
| 气化工艺 | 气流床、液态排渣 | 气流床、液态排渣 | 气流床、液态排渣 | 气流床、液态排渣 | 流化床、固态排渣 | 固定床、固态排渣 |
| 适用煤种 | 褐煤、次烟煤、烟煤、无烟煤、油渣 | 褐煤、次烟煤、烟煤、无烟煤、油渣等 | 次烟煤、烟煤、油渣等 | 各种烟煤 | 褐煤、次烟煤、烟煤等 | 褐煤、次烟煤、无烟煤等 |
| 气化压力（MPa） | 2.0~4.0 | 2.0~4.0 | 4.0~6.5 | 3.0~6.5 | 1.0~2.5 | 2.0~3.2 |
| 气化温度（℃） | 1400~1600 | 1400~1600 | 1300~1400 | 1300~1400 | 950~1100 | 950~1250 |
| 单炉最大投煤量（t/d） | 2000 | 2500 | 2000 | 2500 | 1500 | 1500 |
| 1000Nm ³ (CO+H ₂) 耗氧量（Nm ³ ） | 330~360 | 330~360 | 380~430 | 335~392 | 260~340 | 240~270 |
| 碳转化率（%） | ≥99 | ≥99 | 96~98 | >98 | 90~95 | 88~96 |
| 冷煤气效率（%） | 78~83 | 78~83 | 70~76 | 72~78 | 68~75 | 65~75 |
| 有效气含量（%） | 90~94 | 90~94 | ~80 | ~83 | 70~80 | 60~65 |
| 总热效率（%） | 90~94 | 90~94 | ~80 | ~83 | 70~80 | 60~65 |
| 操作弹性（%） | 50~130 | 50~130 | 70~110 | 50~110 | 70~110 | 30~110 |
| 技术成熟度 | 较成熟 | 成熟 | 成熟 | 较成熟 | 较成熟 | 成熟 |
| 对环境的影响 | 低 | 低 | 较低 | 较低 | 较低 | 较高 |
| 建厂投资 | 较低 | 较高 | 较低 | 较低 | 较低 | 低 |

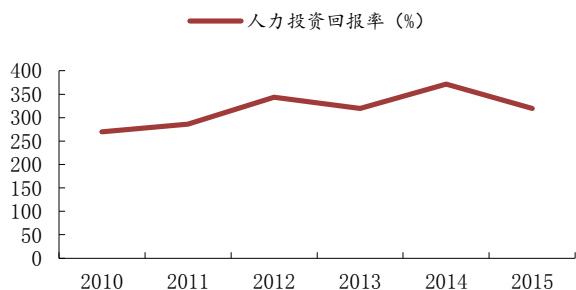
数据来源：中国知网，财通证券研究所

2.3 核心优势之三：优秀的管理团队，优秀的费用控制

自 2002 年上市以来，华鲁恒升营业收入和创利能力分别增长了 25 倍和 18 倍，但公司员工仅从 2002 年的 1603 人增长至 2016 年的 3511 人，人均年创收却由

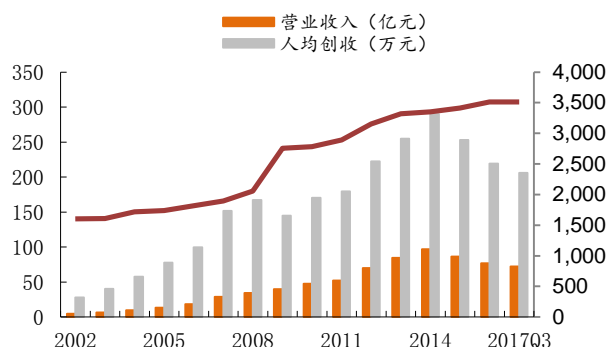
2012 年的 28 万元增长至 2016 年的 219 万元。公司的人均管理资产、人均营业收入、人均利润指标均高于行业平均水平。

图11：人力资源回报率 (%)



数据来源：wind，财通证券研究所

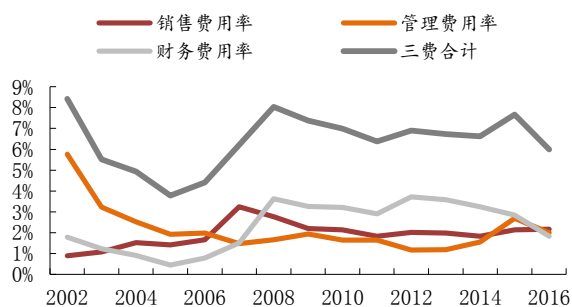
图12：人均营业收入持续增长



数据来源：wind，财通证券研究所

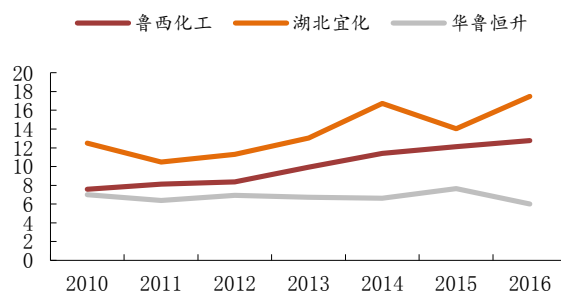
公司从原材料的采购、生产材料消耗等环节实行精细化成本控制管理，优化渠道，点对点采购，大力推进成本费用“双控双降”。公司自上市起至 2016 年，三费率合计平均仅为 6.40%；其中 2016 年为 6.00%，而同为煤化工企业的湖北宜化和鲁西化工分别为 17.50%及 12.76%。

图13：华鲁恒升三费率 (%)



数据来源：wind，财通证券研究所

图14：同行业三费对比 (%)



数据来源：wind，财通证券研究所

3、周期视角看华鲁：处于景气周期，产业链优势一定程度熨平周期

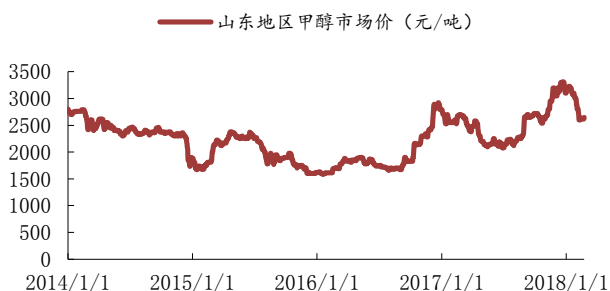
公司从单一尿素企业发展成为多业联产的现代化化工企业，各个主要产品收入、利润相对均衡。由于不同产品周期不尽相同，多元化优势可以有效提升抗周期波动的能力。另外公司产业链一体化优势明显，可以最大限度降低原材料价格波动的影响，在一定程度上熨平周期。

3.1 醋酸：行业进入景气周期，价格有望长期保持高位

3.1.1 回顾此轮醋酸涨价，主因成本推动+供给减少

醋酸涨价从2017年8月末开启，华东地区醋酸价格从2900元/吨涨至目前4850元/吨，涨幅达67%。推动此轮醋酸涨价的主要原因有：**1) 原材料涨价推动**，甲醇价格由2017年8月的2150元/吨涨至2018年1月的3200元/吨（甲醇价格上涨由于国内部分装置检修，供应减少；西北烯烃开工提升，甲醇外销下降；美国多套甲醇装置受“哈维”影响停车，东南亚装置9-10月集中检修等）；**2) 国内外厂家检修停车影响**，9月28日南京扬子石化Byaco的50万吨/年装置意外停车，上海吴泾70万吨/年装置未能在十一长假期间恢复正常运行，美国塞拉尼斯150万吨/年和利安德巴塞尔54万吨/年装置受“哈维”影响关停，直至9月下旬重启，10月初，美国伊斯曼工厂爆炸，40万吨/年醋酸装置停车；**3) 2017年醋酸出口大幅增加**，2016年国内醋酸出口量为24万吨，2017年为46万吨，增长92%。

图15：山东地区甲醇价格



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图16：华鲁恒升醋酸出厂价 (元/吨)



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

3.1.2 国内醋酸需求增速高于产能增速，供需错配下有望持续高景气

供给端：前几年醋酸产能过剩，行业景气较差，从2014年河南龙宇40万吨/年装置投产后，几乎没有醋酸新增项目投产。2018年仅有天津碱厂10万吨/年产能预计三季度投产，渤海化工几乎4月份扩产5万吨/年。另外，多数中国醋酸企业还未做出明确的2018年检修计划，但均表示依旧会有常规检修，暂未确定时间。由于2017年醋酸行业景气提升，使得未来国内醋酸生产面明显增长，但是由于醋酸建设周期较长，短期供给依然紧张。（钦州华谊50万吨/年装置，广西昆达50万吨/年装置预计在2020年投产，另外大连恒力20万吨/年装置，贵州金织60万吨/年装置项目已在制定过程中，预计2020年后国内醋酸产能至少增加180万吨/年。）

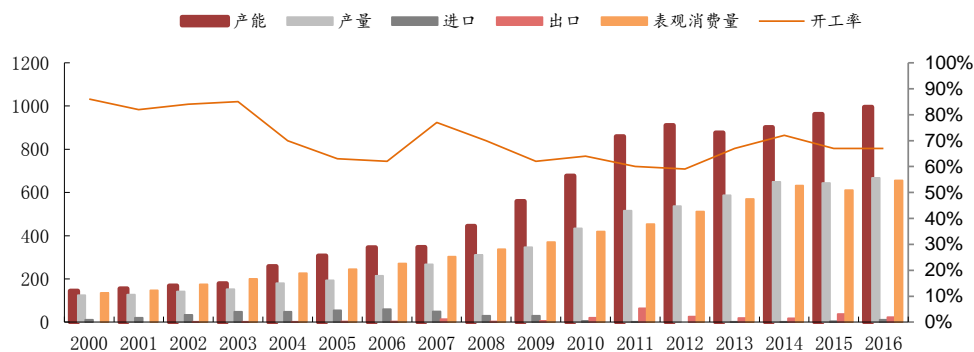
表7：主要醋酸生产企业

| 生产厂家名称 | 产能 | 生产工艺 | 总产能占比 |
|--------------|-----|---------|--------|
| 江苏索普（集团）有限公司 | 140 | 甲醇羟基合成法 | 14.06% |

| | | | |
|----------------|-----|---------|--------|
| 上海华谊化工有限公司 | 130 | 甲醇羟基合成法 | 13.05% |
| 山东兖矿国泰化工有限公司 | 100 | 甲醇羟基合成法 | 10.05% |
| 塞拉尼斯(南京)化工有限公司 | 120 | 甲醇羟基合成法 | 12.05% |
| 南京扬子石化BP乙酰有限公司 | 50 | 甲醇羟基合成法 | 5.02% |
| 河北忠信化工有限公司 | 50 | 甲醇羟基合成法 | 5.02% |
| 河南顺达化工科技有限公司 | 45 | 甲醇羟基合成法 | 4.52% |
| 山东华鲁恒升化工有限公司 | 50 | 甲醇羟基合成法 | 3.01% |
| 扬子江乙酰化工有限公司 | 45 | 甲醇羟基合成法 | 2.01% |
| 陕西延长石油化工公司 | 30 | 甲醇羟基合成法 | 2.01% |
| 天津天碱化工有限公司 | 20 | 甲醇羟基合成法 | 2.01% |
| 云南云维集团公司 | 20 | 甲醇羟基合成法 | 2.01% |
| 中国石油大庆石油化工有限公司 | 20 | 甲醇羟基合成法 | 2.01% |
| 陕西榆林卓越能源化工有限公司 | 15 | 甲醇羟基合成法 | 1.50% |
| 吉林吉安新能源集团有限公司 | 21 | 乙醛-乙醇法 | 2.11% |
| 山东金沂蒙集团有限公司 | 10 | 乙醛-乙醇法 | 1.00% |
| 石家庄新宇三阳实业有限公司 | 10 | 乙醛-乙醇法 | 1.00% |
| 中海先锋化工(泰兴)有限公司 | 10 | 乙醛-乙醇法 | 1.00% |
| 山西焦化股份有限公司 | 20 | 甲醇羰基化法 | 2.01% |
| 河南煤化集团义马煤气化公司 | 20 | 甲醇羰基化法 | 2.01% |
| 长城能源化工(宁夏)有限公司 | 30 | 甲醇羰基化法 | 3.01% |
| 河南永城龙宇煤化工有限公司 | 40 | 甲醇羰基化法 | 4.02% |
| 合计 | 996 | | |

数据来源: 中国化工信息周刊, 财通证券研究所

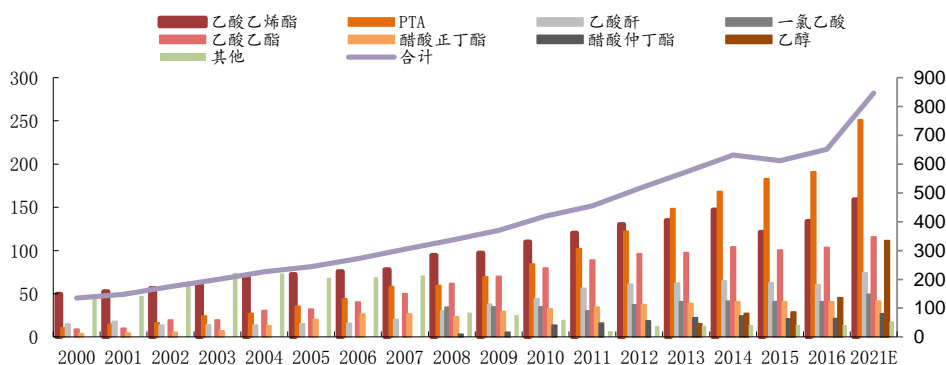
图17: 国内醋酸产能、产量、进出口、表观消费量(万吨)



数据来源: wind, 财通证券研究所

需求端：从醋酸的需求结构看，下游包括乙酸乙烯酯、PTA、乙酸酐、一氯乙酸、乙酸乙酯、醋酸丁酯、乙醇等。近年来依靠较低的醋酸价格吸引了下游醋酸需求的快速释放。2016年国内醋酸需求约651万吨，预计至2021年将达到846万吨，醋酸制乙醇作为新兴产业也有望在未来快速增长。

图18：国内醋酸下游需求情况（万吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

3.1.3 全球视角看醋酸周期

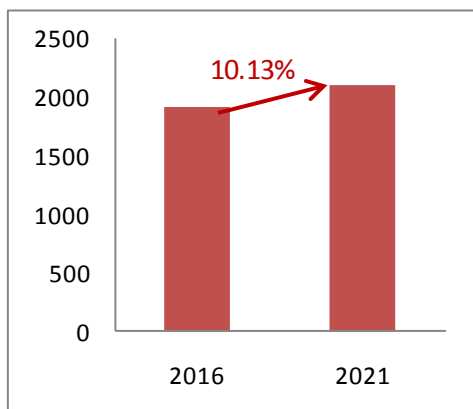
全球前三大醋酸企业分别为塞拉尼斯、英国石油公司、江苏索普，产能分别为346万吨、183.9、140万吨。2016年，全球醋酸总产能约1916万吨，全球醋酸需求约1405万吨。预计到2021年，全球醋酸产能将达到2110万吨，相比2016年增长10.13%；总需求达到1679万吨，相比2016年增长19.50%；需求增速远大于供给增速。

表8：几种煤气化技术对比

| 全球排名 | 公司 | 北美 | 西欧 | 东北亚 | 东南亚 | 合计 | 全球总量占比(%) |
|------|--------|-------|------|-------|------|--------|-----------|
| 1 | 塞拉尼斯 | 146.2 | — | 140 | 60 | 346.2 | 18.1 |
| 2 | 英国石油公司 | — | 54.4 | 129.5 | — | 183.9 | 9.6 |
| 3 | 江苏索普 | — | — | 140 | — | 140 | 7.3 |
| 4 | 上海华谊 | — | — | 130 | — | 130 | 6.8 |
| 5 | 伊士曼 | 107.6 | 1.9 | — | — | 109.5 | 5.7 |
| 6 | 中国石化 | — | — | 107.3 | — | 107.3 | 5.6 |
| 7 | 山东兖矿 | — | — | 100 | — | 100 | 5.2 |
| 8 | 长春聚氨酯 | — | — | 75.8 | — | 75.8 | 4.0 |
| 9 | 利安德巴塞尔 | 55 | — | — | — | 55 | 2.9 |
| 10 | 可乐丽 | 15.2 | 12 | 15.9 | 6.9 | 50 | 2.6 |
| 合计 | | 324 | 68.3 | 838.5 | 66.9 | 1297.7 | 67.7 |

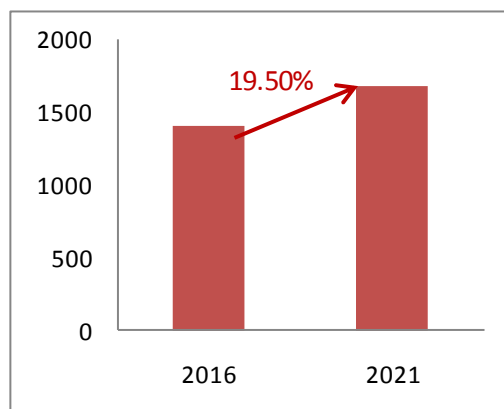
数据来源：财通证券研究所

图19：预计全球醋酸供给增长



数据来源：wind，财通证券研究所

图20：预计全球醋酸需求增长



数据来源：wind，财通证券研究所

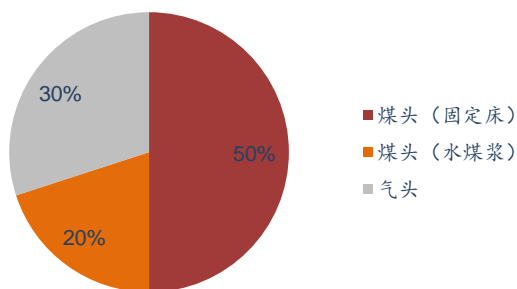
3.2 尿素：成本优势明显，静待过剩产能出清

目前我国尿素煤头产能占比70%左右，其中传统工艺占比50%左右，水煤气法占比20%左右。据统计，国内尿素产能自2008年的5800万吨增长至2014年的8849万吨，平均每年增长600-700万吨。而近三年产能增长速度明显放缓，2016年国内尿素产能首次出现下滑，由2015年的8900万吨下滑至8429万吨。随着煤价上涨，尿素生产企业成本压力日益明显。2017年以来，国内尿素企业整体开工率维持在50-60%。未来随着国家相关政策的推进实施及经营环境的变化，高成本的企业将逐渐退出，行业集中度有望进一步增加。

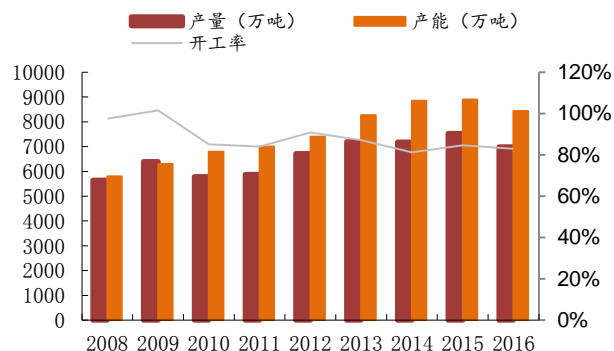
相比于传统的固定床产能，公司水煤浆法成本优势明显。在原料方面，公司使用的是5500大卡的烟煤，虽然相比无烟煤单耗略高，但是烟煤价格相对较低。在能耗方面，公司使用蒸汽驱动，更为节能。无烟煤企业用电单耗800-1100度，而公司用电单耗仅350-400度。据测算，公司目前尿素成本约1350元/吨，而行业平均成本约1600元/吨。

图21：煤头尿素产能占70%

图22：国内尿素行业产能、产量情况



数据来源：财通证券研究所

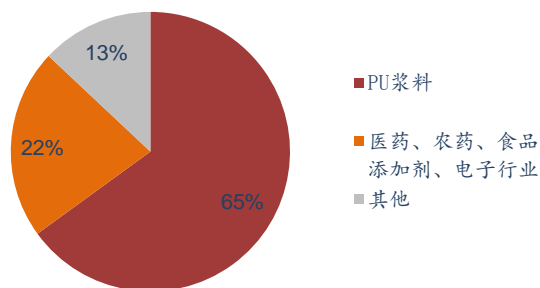


数据来源：财通证券研究所

3.3 DMF：全球最大 DMF 厂家，具备较强行业话语权

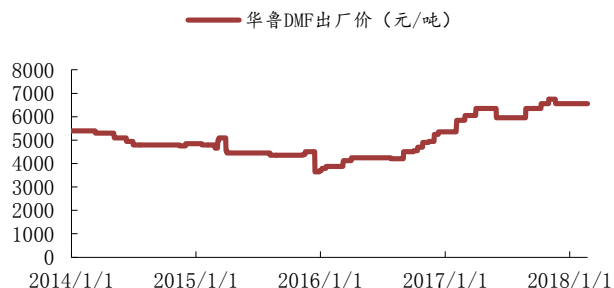
公司有机胺系列产品包括DMF、一甲胺、二甲胺、三甲胺等相关产品。DMF主要用于聚氨酯行业，PU浆料在国内DMF总需求中占比65%；医药、农药、食品添加剂、电子行业约占22%，其他行业约占13%。2016年，国内DMF产能106万吨，产量71万吨，开工率67%。公司DMF产能25万吨，是全球最大的DMF制造企业。

图23：DMF下游需求情况



数据来源：财通证券研究所

图24：华鲁恒升DMF出厂价



数据来源：财通证券研究所

4、盈利测算：细拆公司成本

由于公司现已实现甲醇、合成氨完全自给，因此需先对甲醇、合成氨的成本进行拆分，再用甲醇、合成氨的成本去测算主要产品尿素、DMF、醋酸、己二酸、多元醇（丁辛醇）、乙二醇等完全成本。

目前公司已具备中间产品甲醇产能 170 万吨/年，合成氨产能 110 万吨/年。主要产品包括尿素产能 180 万吨(此前公司规划新增 100 万吨产能，目前尚未投产)、

DMF 产能 25 万吨、醋酸产能 50 万吨、己二酸产能 16 万吨、多元醇产能 20 万吨、乙二醇产能 5 万吨（预计 2018Q3 将扩产至 55 万吨）。

表9：公司主要产品产能（万吨）

| | | 2017年 | 2018年 |
|------|-----|-------|-------|
| 中间产品 | 甲醇 | 70 | 170 |
| | 合成氨 | 110 | 110 |
| 主要产品 | 尿素 | 180 | 180 |
| | DMF | 25 | 25 |
| | 醋酸 | 50 | 50 |
| | 己二酸 | 16 | 16 |
| | 多元醇 | 20 | 20 |
| | 乙二醇 | 5 | 55 |

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.1 甲醇、合成氨成本测算

公司甲醇、合成氨原料均是烟煤，甲醇烟煤单耗1.6，合成氨烟煤单耗1.5。我们根据历史成本追溯推测甲醇、合成氨的其他成本（包含能源、折旧、人力费用等）分别为850、700元/吨。据此测试在当前煤价下公司甲醇、合成氨的成本分别为1922、1705元/吨。相比外购甲醇、合成氨成本，公司单吨甲醇成本节约343元，单吨合成氨成本节约594元，对应170万吨甲醇产量，110万吨合成氨产量，平台价值约12亿元。

表10：合成氨成本测算

| 合成氨原料成本 | | 2017年 | 目前 |
|---------|-----------|-------|------|
| 烟煤 | 单耗 | 1.5 | 1.5 |
| | 价格（元/吨） | 632 | 670 |
| | 单位成本（元/吨） | 948 | 1005 |
| | 其他成本（元/吨） | 700 | 700 |
| | 完全成本（元/吨） | 1648 | 1705 |
| 甲醇原料成本 | | 2017年 | 目前 |
| 烟煤 | 单耗 | 1.6 | 1.6 |
| | 价格（元/吨） | 632 | 670 |
| | 单位成本（元/吨） | 1011 | 1072 |
| | 其他成本（元/吨） | 850 | 850 |
| | 完全成本（元/吨） | 1861 | 1922 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

表11：不同煤价下的甲醇、合成氨成本（元/吨）

| | | | | | | | |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 煤炭价格 | 400 | 450 | 500 | 550 | 600 | 650 | 700 |
| 甲醇成本 | 1490 | 1570 | 1650 | 1730 | 1810 | 1890 | 1970 |
| 合成氨成本 | 1300 | 1375 | 1450 | 1525 | 1600 | 1675 | 1750 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

4.2 主要产品成本测算

在当前价格下，我们用甲醇、合成氨成本对公司尿素等主要产品成本进行测算：尿素、醋酸、DMF、乙二醇等产品完全成本分别为1323、2007、3838、5006元/吨；其当前出厂价（含税）分别为1970、4850、6550、8000元/吨。据此测算出各产品吨毛利分别为451元/吨、2138元/吨、1760元/吨、1832元/吨。

表12：主要产品成本拆分

| | | 成本测算 | | 当前价格(元/吨) | 吨毛利(元/吨) |
|------------|-----------|-----------|------|-----------|----------|
| 尿素 | 原材料成本 | | | | |
| | 合成氨 | 单耗 | 0.6 | | |
| | | 价格(元/吨) | 1705 | | |
| | | 单位成本(元/吨) | 1023 | | |
| | | 其他成本(元/吨) | 300 | | |
| | 成本合计(元/吨) | | 1323 | 1970 | 451 |
| 醋酸 | 原材料成本 | | | | |
| | 甲醇 | 单耗 | 0.55 | | |
| | | 价格(元/吨) | 1922 | | |
| | | 单位成本(元/吨) | 1057 | | |
| | | 其他成本(元/吨) | 950 | | |
| | 成本合计(元/吨) | | 2007 | 4850 | 2138 |
| DMF | 原材料成本 | | | | |
| | 甲醇 | 单耗 | 1.2 | | |
| | | 价格(元/吨) | 1922 | | |
| | | 单位成本(元/吨) | 2306 | | |
| | 合成氨 | 单耗 | 0.4 | | |
| | | 价格(元/吨) | 1705 | | |
| | 单位成本(元/吨) | 682 | | | |
| | 其他成本(元/吨) | 850 | | | |
| | 成本合计(元/吨) | | 3838 | 6550 | 1760 |
| 乙二醇 | 原材料成本 | | | | |
| | 甲醇 | 单耗 | 1.2 | | |
| | | 价格(元/吨) | 1922 | | |
| | | 单位成本(元/吨) | 2306 | | |
| | | 其他成本(元/吨) | 2700 | | |
| | 成本合计(元/吨) | | 5006 | 8000 | 1832 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

4.3 当前价格下年化毛利测算

按照尿素开工率60%，醋酸、DMF开工率100%，乙二醇全年产量20万吨测算，公司尿素、醋酸、DMF、乙二醇年化产量分别为120、50、25、20万吨，合计对甲醇、合成氨的需求分别为81.5、82万吨。假设公司甲醇、合成氨的开工率均为100%且余下全部外售，则外售甲醇、合成氨分别为88.5、28万吨。据此，测算公司年化毛利润为34.04亿元。

表13：公司产品甲醇、合成氨需求

| | 产量 (万吨) | 甲醇单耗 | 合成氨单耗 | 甲醇需求 | 合成氨需求 |
|-----|---------|------|-------|-------------|-----------|
| 醋酸 | 50 | 0.55 | | 27.5 | |
| DMF | 25 | 1.2 | 0.4 | 30 | 10 |
| 尿素 | 120 | | 0.6 | | 72 |
| 乙二醇 | 20 | 1.2 | | 24 | |
| 合计 | | | | 81.5 | 82 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

表14：公司盈利测算

| | 价格 (元/吨) | 成本 (元/吨) | 吨毛利 (元) | 销量 (万吨) | 毛利 (亿元) |
|-----|----------|----------|---------|---------|--------------|
| 甲醇 | 2650 | 1922 | 343 | 88.5 | 3.04 |
| 合成氨 | 2680 | 1705 | 586 | 28 | 1.64 |
| 尿素 | 1970 | 1323 | 451 | 120 | 5.41 |
| DMF | 6550 | 3838 | 1769 | 25 | 4.42 |
| 醋酸 | 4850 | 2007 | 2138 | 50 | 10.7 |
| 乙二醇 | 8000 | 5006 | 1832 | 20 | 3.66 |
| 己二酸 | 13750 | 9402 | 2350 | 16 | 3.76 |
| 多元醇 | 8250 | 6346 | 705 | 20 | 1.41 |
| 合计 | | | | | 34.04 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

4.4 按当前价格测算乙二醇投产后的业绩增厚

公司“5万吨/年乙二醇项目”预算金额4.52亿元，累计投入金额5.14亿元。2014年转固，2015年8月稳定生产，2016年5月生产质量提升，实现装置负荷率、优等品率均达到100%。公司“50万吨/年乙二醇项目”预计总投资26.7亿元，预计2018Q3投产。按照固定资产15年折旧计算，5万吨乙二醇单吨年折旧685元/吨，50万吨年折旧356元/吨，折旧额下降显著。

以当前价格测算，50万吨乙二醇投产后年化毛利润约10.7亿元。考虑到将减少60万吨甲醇出售（毛利约2.1亿元），乙二醇项目将带来业绩增厚8.6亿元。

表15：乙二醇投产业绩增厚

| | | |
|---------------|------------|------|
| 乙二醇 | 单耗甲醇 | 1.2 |
| | 甲醇成本价（元/吨） | 1922 |
| | 单位成本（元/吨） | 2306 |
| | 其他成本（元/吨） | 2400 |
| | 成本合计（元/吨） | 4706 |
| 乙二醇不含税价格（元/吨） | | 6838 |
| 吨毛利（元） | | 2132 |
| 产量（万吨） | | 50 |
| 毛利（百万） | | 1066 |
| 甲醇 | | |
| 甲醇不含税价格（元/吨） | | 2265 |
| | | 1922 |
| 吨毛利（元） | | 343 |
| 产量（万吨） | | 60 |
| 毛利（百万） | | 206 |

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

4.5 业绩中枢测算

我们以近五年各产品平均价格测算公司业绩中枢，假设尿素、DMF、醋酸、乙二醇、己二酸、多元醇年化产量分别为120、25、50、55、16、20万吨，合计对甲醇、合成氨的需求分别为123.5、82万吨，若公司甲醇、合成氨的开工率均为100%且余下全部外售，则外售甲醇、合成氨分别为46.5、28万吨。据此，测算公司年化毛利润为25.0亿元。考虑到2017年8月之前醋酸长期处于景气低谷，均价不到3000元/吨，而未来几年供需错配格局下有望长期保持高景气，假设市场价维持4500元/吨，则公司毛利中枢超过30亿元，对应净利润稳定超过20亿元。

表16：公司盈利测算

| | 价格（元/吨） | 成本（元/吨） | 吨毛利（元） | 销量（万吨） | 毛利（亿元） |
|-----|---------|---------|--------|--------|--------|
| 甲醇 | 2332 | 1750 | 243 | 46.5 | 1.1 |
| 合成氨 | 2521 | 1544 | 611 | 28 | 1.7 |
| 尿素 | 1734 | 1226 | 336 | 120 | 4.0 |
| DMF | 5552 | 3568 | 1177 | 25 | 2.9 |
| 醋酸 | 2998 | 1913 | 649 | 50 | 3.2 |
| 乙二醇 | 7301 | 4500 | 1740 | 55 | 9.6 |
| 己二酸 | 11307 | 9402 | 969 | 16 | 1.6 |
| 多元醇 | 7596 | 6346 | 390 | 20 | 0.8 |

合计

25.0

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

5、盈利及估值

公司依托低成本合成气以及尿素、醋酸、DMF、硝酸等多样化产品结构，竞争优势明显。上调投资评级至买入，预计 17-19 年 EPS 为 0.78、1.58、1.90，对应 PE 为 23、11、10 倍。

我们按照相对估值法对公司进行估值，选取鲁西化工、阳煤化工、新洋丰、金正大等四家公司进行估值对比，可比公司均为化肥或化工产品上市公司。2018 年可比公司 PE 均值为 15 倍，公司为 11 倍。另外参考公司 2008-2016 年历史 PE 约为 20 倍，考虑到公司产业链优势及成长性明显，保守给予 2018 年 15 倍估值，对应目标价 23.7 元/股，仍有约 31% 的空间。

表 17：估值对比表

| 股票代码 | 简称 | 总市值(亿元) | 总股本(亿股) | 股价(2018-02-28) | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|---------|---------|----------------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | 16A | 17E | 18E | 19E | 16A | 17E | 18E | 19E |
| 000830 | 鲁西化工 | 337 | 14.65 | 22.98 | 0.17 | 1.31 | 1.85 | 2.25 | 133 | 18 | 12 | 10 |
| 600691 | 阳煤化工 | 57 | 17.57 | 3.25 | -0.52 | 0.07 | 0.31 | 0.42 | -6 | 47 | 11 | 8 |
| 000902 | 新洋丰 | 132 | 13.05 | 10.15 | 0.43 | 0.52 | 0.65 | 0.82 | 24 | 20 | 16 | 12 |
| 002470 | 金正大 | 268 | 31.58 | 8.48 | 0.32 | 0.33 | 0.41 | 0.52 | 26 | 26 | 21 | 16 |
| | 平均 | | | | | | | | 44 | 28 | 15 | 12 |
| 600426 | 华鲁恒升 | 294 | 16.20 | 18.12 | 0.54 | 0.78 | 1.58 | 1.90 | 34 | 23 | 11 | 10 |

数据来源：财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 8,651 | 7,701 | 10,052 | 14,120 | 15,917 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 6,886 | 6,143 | 7,894 | 10,245 | 11,436 | 营业收入增长率 | -10.9% | -11.0% | 30.5% | 40.5% | 12.7% |
| 营业税费 | 27 | 61 | 75 | 106 | 121 | 营业利润增长率 | 11.4% | -2.6% | 43.7% | 102.6% | 19.9% |
| 销售费用 | 185 | 167 | 191 | 282 | 318 | 净利润增长率 | 12.5% | -3.2% | 44.7% | 102.4% | 19.9% |
| 管理费用 | 233 | 154 | 181 | 268 | 302 | EBITDA 增长率 | 5.7% | -6.3% | 33.8% | 59.6% | 15.1% |
| 财务费用 | 245 | 141 | 202 | 182 | 98 | EBIT 增长率 | 3.0% | -10.1% | 43.7% | 89.2% | 16.2% |
| 资产减值损失 | 13 | 0 | 21 | 22 | 26 | NOPLAT 增长率 | 3.6% | -10.2% | 44.2% | 89.2% | 16.2% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -9.2% | 11.6% | 19.4% | 7.1% | -3.3% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 11.5% | 10.7% | 18.4% | 23.1% | 22.3% |
| 营业利润 | 1,063 | 1,035 | 1,488 | 3,014 | 3,615 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 4 | -2 | 2 | 2 | 2 | 毛利率 | 20.4% | 20.2% | 21.5% | 27.4% | 28.2% |
| 利润总额 | 1,067 | 1,034 | 1,490 | 3,016 | 3,617 | 营业利润率 | 12.3% | 13.4% | 14.8% | 21.3% | 22.7% |
| 减: 所得税 | 163 | 158 | 223 | 452 | 542 | 净利润率 | 10.5% | 11.4% | 12.6% | 18.2% | 19.3% |
| 净利润 | 905 | 875 | 1,266 | 2,563 | 3,074 | EBITDA/营业收入 | 26.0% | 27.4% | 28.1% | 31.9% | 32.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 15.1% | 15.3% | 16.8% | 22.6% | 23.3% |
| 资产负债表 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 424 | 621 | 804 | 1,130 | 2,102 | 固定资产周转天数 | 367 | 396 | 302 | 224 | 201 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动运营资本周转天数 | 10 | 7 | 7 | 9 | 9 |
| 应收账款 | 30 | 18 | 44 | 43 | 55 | 流动资产周转天数 | 87 | 81 | 83 | 81 | 92 |
| 应收票据 | 503 | 574 | 1,101 | 1,252 | 1,401 | 应收账款周转天数 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 预付账款 | 133 | 136 | 215 | 212 | 328 | 存货周转天数 | 12 | 18 | 16 | 17 | 15 |
| 存货 | 246 | 519 | 358 | 951 | 383 | 总资产周转天数 | 513 | 580 | 513 | 418 | 398 |
| 其他流动资产 | 136 | 129 | 140 | 135 | 135 | 投资资本周转天数 | 410 | 464 | 411 | 330 | 298 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | 12.3% | 10.7% | 13.1% | 21.6% | 21.1% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROA | 7.8% | 6.6% | 8.2% | 14.8% | 17.2% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROIC | 10.7% | 10.6% | 13.7% | 21.7% | 23.6% |
| 固定资产 | 8,710 | 8,231 | 8,634 | 8,908 | 8,901 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 342 | 1,336 | 3,035 | 3,175 | 2,922 | 销售费用率 | 2.1% | 2.2% | 1.9% | 2.0% | 2.0% |
| 无形资产 | 337 | 523 | 659 | 791 | 921 | 管理费用率 | 2.7% | 2.0% | 1.8% | 1.9% | 1.9% |
| 其他非流动资产 | 748 | 1,118 | 466 | 732 | 688 | 财务费用率 | 2.8% | 1.8% | 2.0% | 1.3% | 0.6% |
| 资产总额 | 11,609 | 13,206 | 15,456 | 17,329 | 17,835 | 三费/营业收入 | 7.7% | 6.0% | 5.7% | 5.2% | 4.5% |
| 短期债务 | 30 | 740 | 711 | 1,196 | - | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 727 | 769 | 1,073 | 1,318 | 1,224 | 资产负债率 | 36.5% | 38.2% | 37.5% | 31.4% | 18.5% |
| 应付票据 | - | - | 88 | 26 | 101 | 负债权益比 | 57.4% | 61.8% | 60.0% | 45.7% | 22.7% |
| 其他流动负债 | 1,624 | 1,444 | 1,713 | 1,914 | 1,869 | 流动比率 | 0.62 | 0.68 | 0.74 | 0.84 | 1.38 |
| 长期借款 | 1,792 | 2,065 | 2,133 | 900 | - | 速动比率 | 0.51 | 0.50 | 0.64 | 0.62 | 1.26 |
| 其他非流动负债 | 60 | 26 | 78 | 85 | 102 | 利息保障倍数 | 5.34 | 8.36 | 8.37 | 17.53 | 37.93 |
| 负债总额 | 4,234 | 5,044 | 5,795 | 5,439 | 3,295 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | DPS(元) | 0.06 | 0.08 | 0.11 | 0.21 | 0.26 |
| 股本 | 959 | 1,247 | 1,620 | 1,620 | 1,620 | 分红比率 | 10.6% | 14.2% | 14.2% | 13.0% | 13.8% |
| 留存收益 | 6,455 | 6,954 | 8,040 | 10,270 | 12,919 | 股息收益率 | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 1.1% | 1.4% |
| 股东权益 | 7,375 | 8,161 | 9,660 | 11,890 | 14,540 | | | | | | |
| 现金流量表 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 业绩和估值指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 905 | 875 | 1,266 | 2,563 | 3,074 | EPS(元) | 0.56 | 0.54 | 0.78 | 1.58 | 1.90 |
| 加: 折旧和摊销 | 965 | 949 | 1,135 | 1,312 | 1,476 | BVPS(元) | 4.55 | 5.04 | 5.96 | 7.34 | 8.97 |
| 资产减值准备 | 13 | 0 | 21 | 22 | 26 | PE(X) | 32.9 | 34.0 | 23.5 | 11.6 | 9.7 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 4.0 | 3.6 | 3.1 | 2.5 | 2.0 |
| 财务费用 | 256 | 147 | 202 | 182 | 98 | P/FCF | 18,658.0 | 55.1 | -45.4 | 31.2 | 21.7 |
| 投资收益 | - | - | - | - | - | P/S | 3.4 | 3.9 | 3.0 | 2.1 | 1.9 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 8.7 | 12.0 | 11.6 | 6.9 | 5.4 |
| 营运资金的变动 | -131 | -1,228 | 775 | -672 | 310 | CAGR(%) | 41.5% | 52.0% | 16.3% | 41.5% | 52.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 2,409 | 997 | 3,399 | 3,408 | 4,983 | PEG | 0.8 | 0.7 | 1.4 | 0.3 | 0.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -607 | -1,255 | -3,353 | -1,849 | -1,350 | ROIC/WACC | 1.1 | 1.1 | 1.4 | 2.2 | 2.4 |
| 融资活动产生现金流量 | -2,333 | 447 | 136 | -1,234 | -2,661 | REP | 1.9 | 2.3 | 1.9 | 1.1 | 0.9 |

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。