

2018 6-12

华鲁恒升

---煤油价差扩大业绩有望超预期，新项目打开成长空间

一、公司概况：低成本煤化工龙头，穿越周期持续成长

二、煤油价差扩大，醋酸高景气，今年业绩有望继续超预期

三、50万吨乙二醇18年Q3投产，2019年业绩继续增长

四、新一轮资本开支即将启动

五、盈利预测与估值

1

国内低成本煤化工龙头

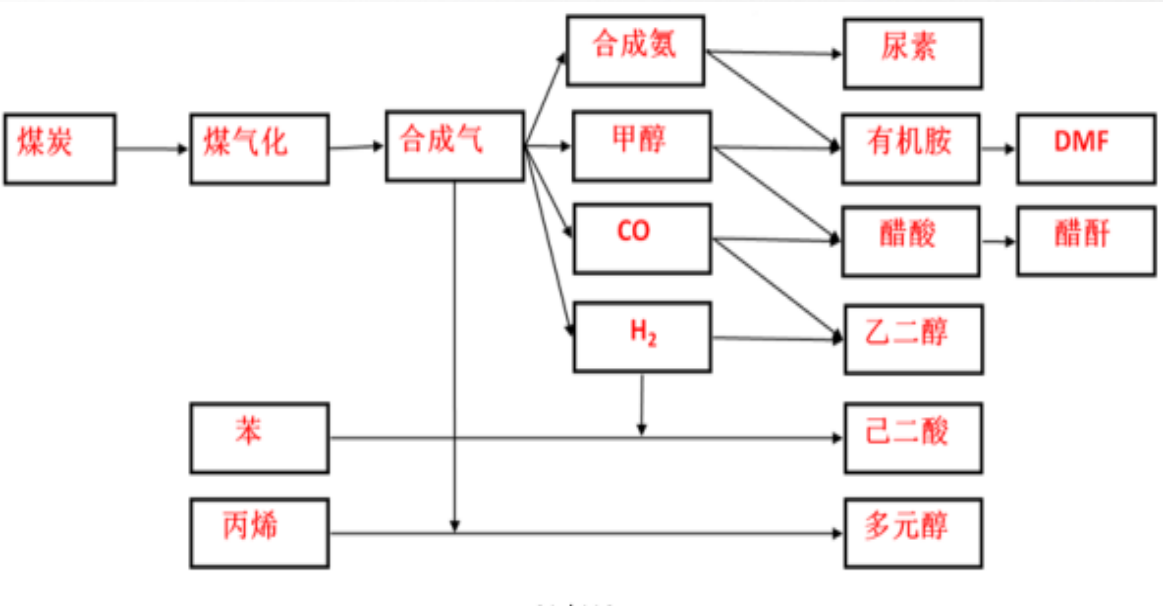
公司成立于2000年，2002年在上交所上市，是国内多元化煤化工龙头企业，产品覆盖肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等系列，共计10余个品种，2017年产品销量共计295万吨，实际控制人为山东省国资委。

公司打造低成本核心竞争优势，依托行业领先的水煤浆技术，可使用劣质、廉价的烟煤作为原材料，每年采购350万吨，吨成本节约200-300元，每年共节约成本8亿元，在竞争对手亏损时公司仍能盈利，比如2014-2015年煤化工行业最低谷公司净利润仍高达8-9亿元。

公司各产品销量（万吨）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
肥料	102.5	139.2	165.8	171.4	197.8	185.1	152
有机胺	29.8	30.6	35.9	33.5	36.8	36.9	35.7
己二酸及中间体		8.1	14.9	18.0	21.1	20.6	21.4
醋酸及衍生品	32.4	37.2	47.0	55.4	60.1	61.4	63.6
多元醇			9.2	23.1	23.7	22.5	21.8
合计	164.7	215.1	272.8	301.4	339.5	326.5	294.5

公司产业链示意图

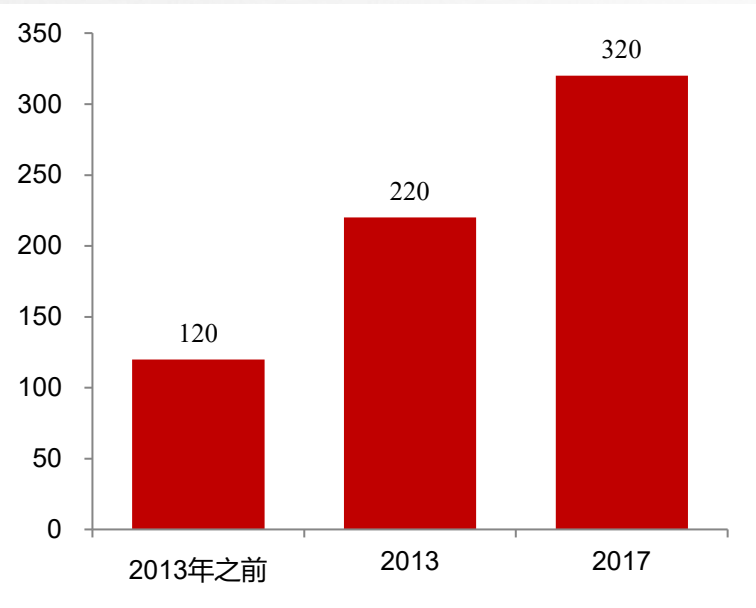


2

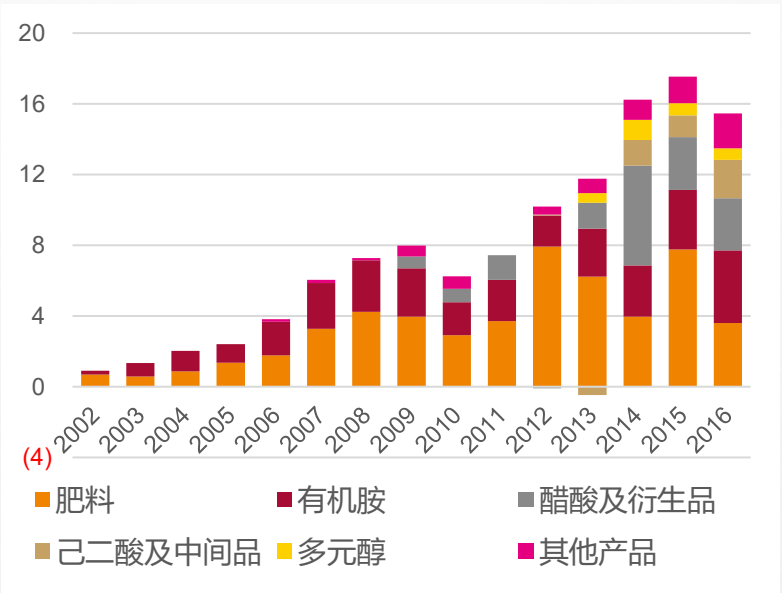
业绩能够穿越周期

过去10年，公司业绩呈持续增长态势，主要依靠增加前端煤气化平台产能，并扩大下游配套产品种类和产能，以量驱动增长，业绩成功穿越周期：**第一阶段**：2013年之前，煤气化平台具备100万吨氨醇能力，利润中枢4-5亿；**第二阶段**：2014-2017年煤气化平台具备220万吨氨醇能力，下游多元醇、己二酸、醋酸、尿素产能大幅增加，利润中枢达到9-12亿；**第三阶段**：2017Q4之后，煤气化平台具备320万吨氨醇能力，下游50万吨乙二醇将于2018Q3投产，利润中枢将再上新的台阶。

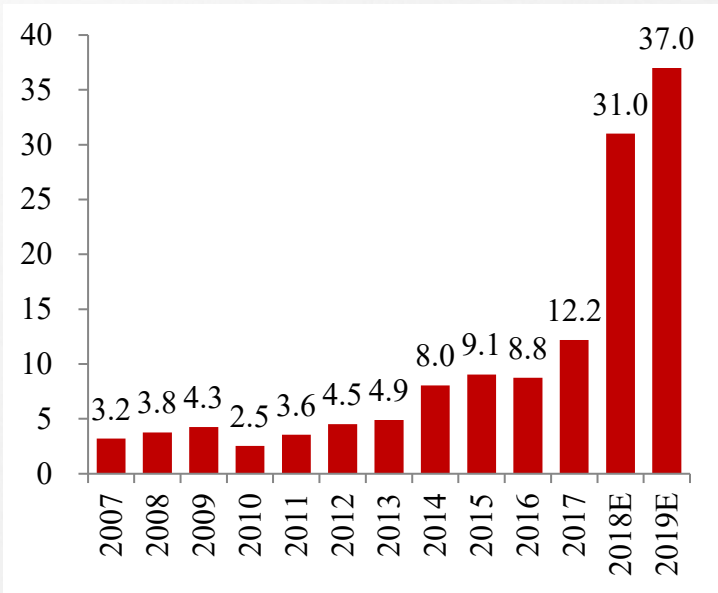
公司煤气化平台产能持续扩大（万吨）



公司毛利结构（亿）



公司归母净利持续增长（亿）

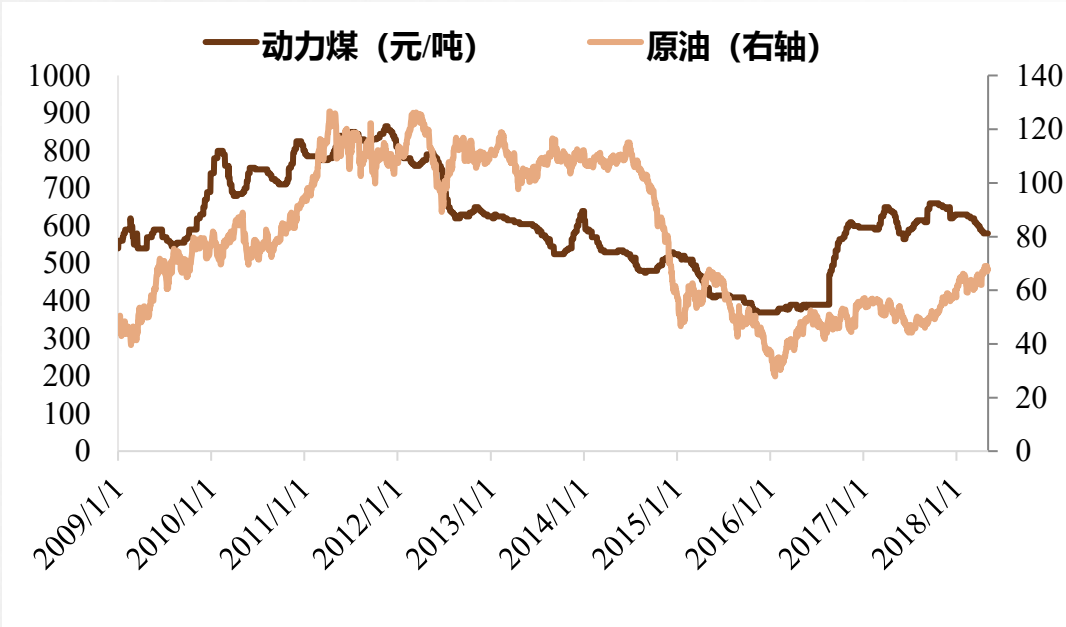


1

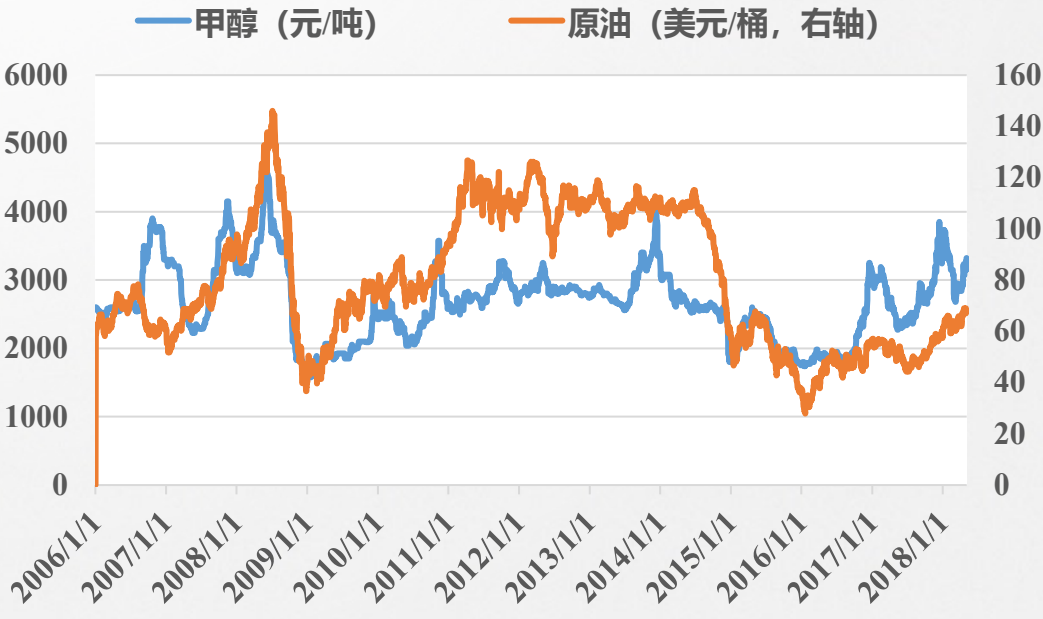
受益煤油价差扩大

- 1、2018年煤油价差显著扩大：目前煤油价差仍处在历史低位，但2018年原油均价有望维持70美元/桶以上，煤炭价格高位运行上涨空间有限，煤油价差显著扩大。
- 2、油价上涨推升甲醇价格中枢：甲醇价格和原油高度相关，今年二季度甲醇价格围绕3000元/吨左右波动，淡季价格中枢明显高于往年，主要原因是油价推涨。考虑一季度、四季度旺季涨价因素，预计全年甲醇均价维持3100元/吨以上。

动力煤与原油价格 (元/吨)



甲醇价格与原油价格 (元/吨)



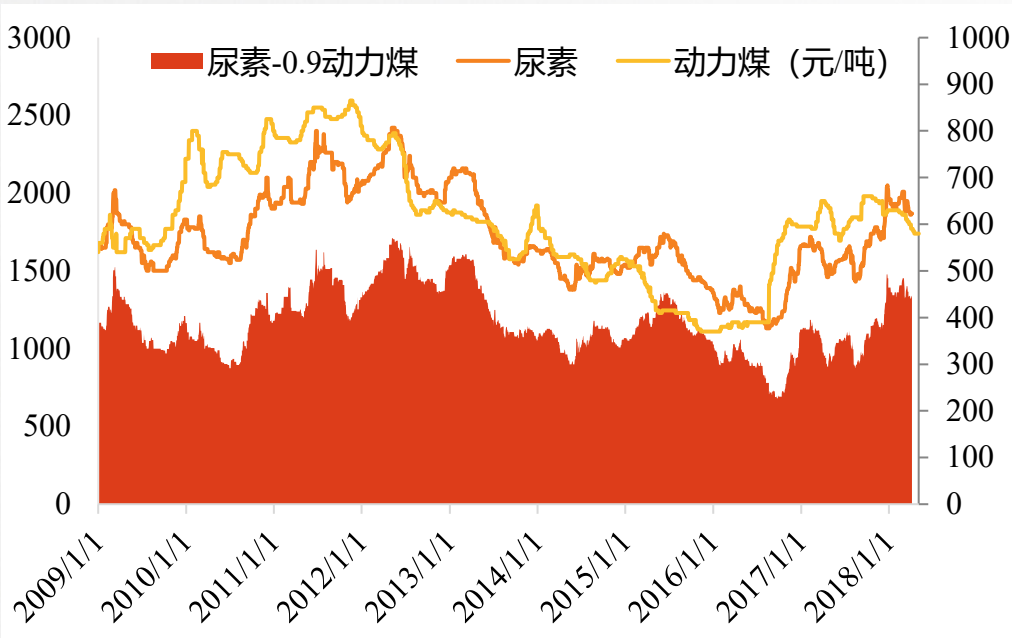
1

受益煤油价差扩大

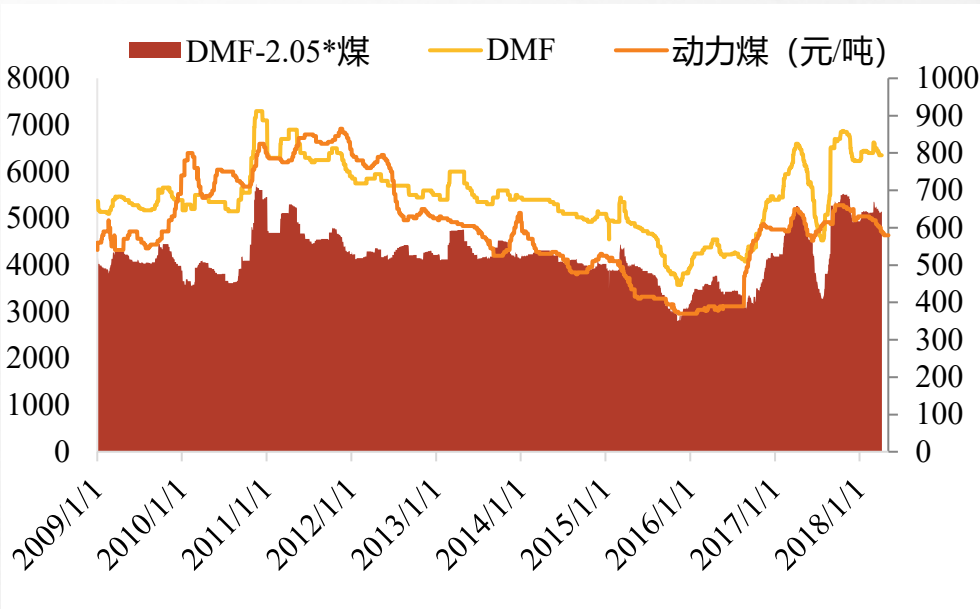
3、**尿素**：国内尿素主要成本定价，近40%产能为联醇装置，甲醇涨价大幅抬升尿素价格中枢，今年二季度尿素均价2000元/吨，预计全年均价有望维持高位。

4、**有机胺**：国内DMF竞争格局稳定，供需平衡，华鲁和浙江交科市场份额50%以上，原材料甲醇涨价，DMF厂商能顺利传导成本上涨，价差明显扩大，盈利得到提升。

尿素价格与价差（元/吨）



DMF价格与价差（元/吨）

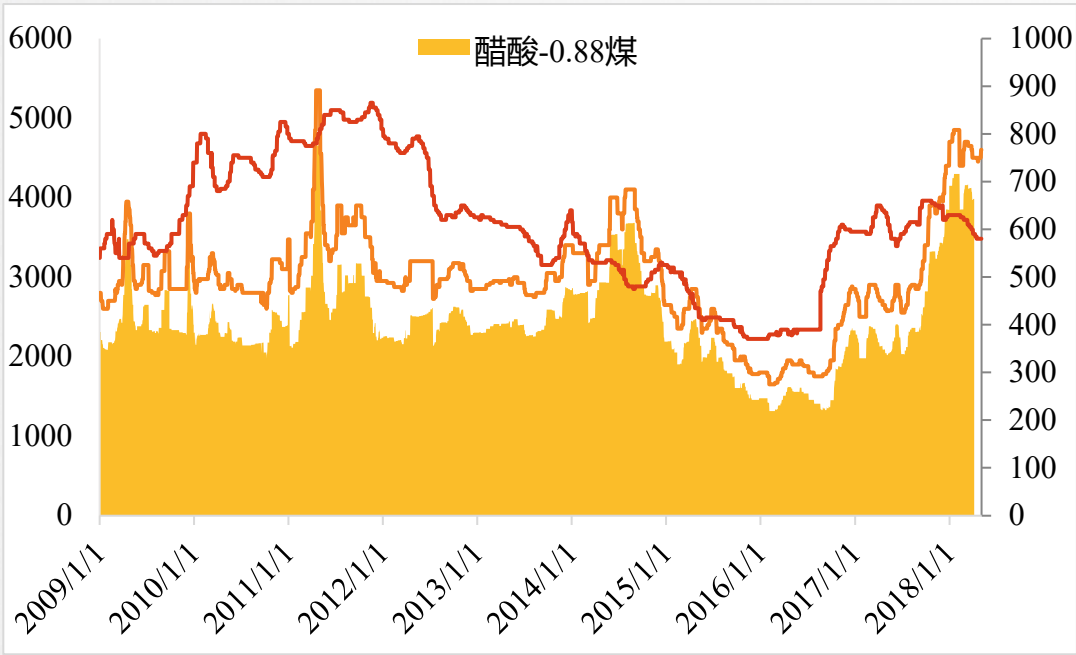


1

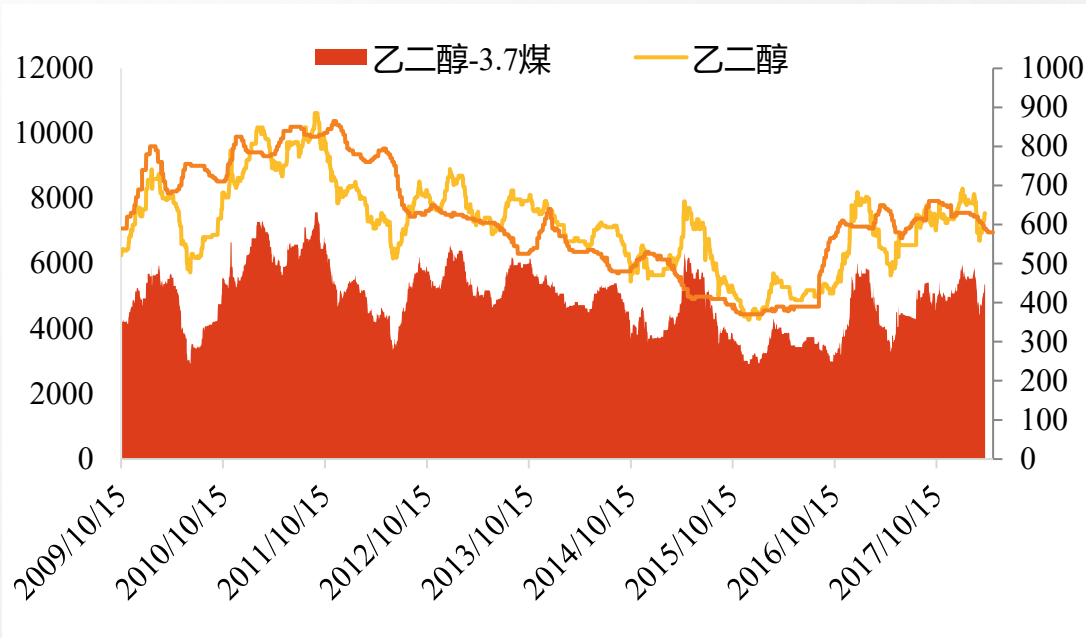
受益煤油价差扩大

- 5、醋酸：醋酸原料主要甲醇，甲醇涨价会推涨醋酸；但本轮醋酸价格已经与原料脱钩，主要受自身供需决定（详见下文分析）。
- 6、乙二醇：全球范围内，80%乙二醇为石油路线，乙二醇价格主要随油价波动，石油涨价将抬升乙二醇价格中枢。

醋酸价格与价差（元/吨）



乙二醇价格与价差（元/吨）

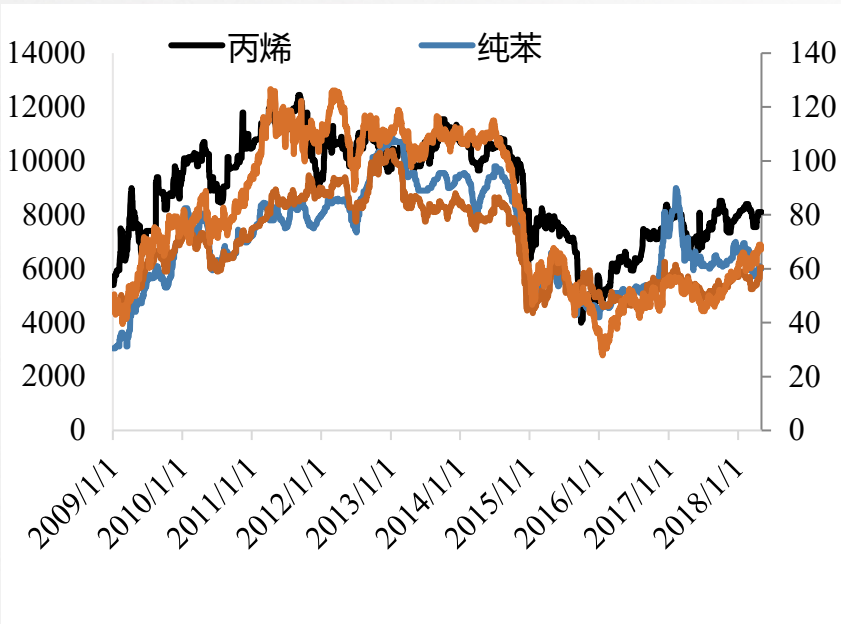


1

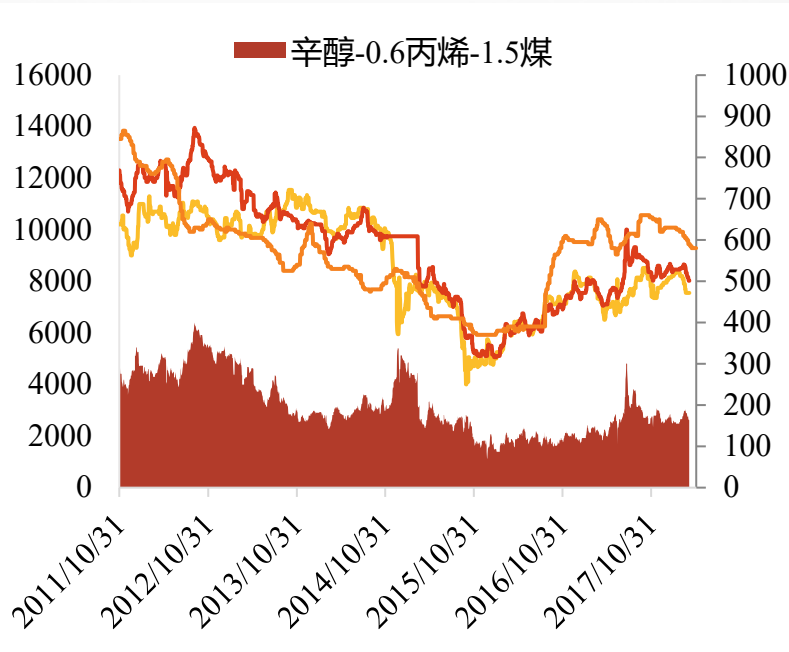
受益煤油价差扩大

- 7、辛醇：辛醇主要原料是丙烯，辛醇价格主要随丙烯波动，并且原料涨价后，价差会有所扩大。
- 8、己二酸：己二酸主要原料是纯苯，随着苯价上涨，价差也显著扩大。

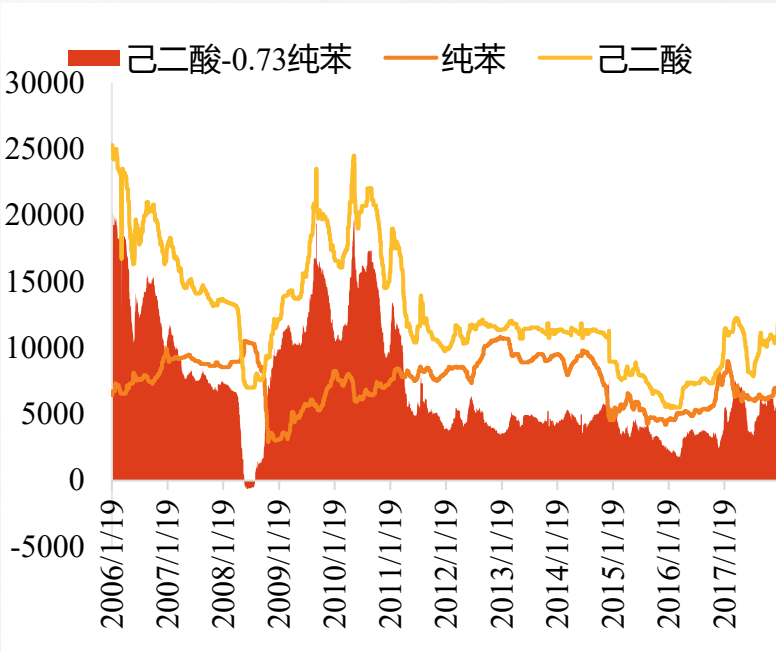
原油、苯和丙烯价格（左轴元/吨；右轴美元/桶）



辛醇价格与价差（元/吨）



己二酸价格与价差（元/吨）



1

受益煤油价差扩大

华鲁恒升：公司产品主要原料是煤炭，每年需要采购700多万吨煤炭，各产品成本主要由煤炭决定；根据上述分析，产品价格主要是石油决定。2018年煤油价差扩大，公司产品盈利大幅受益，价格上涨业绩弹性大。

己二酸价格与价差（元/吨）

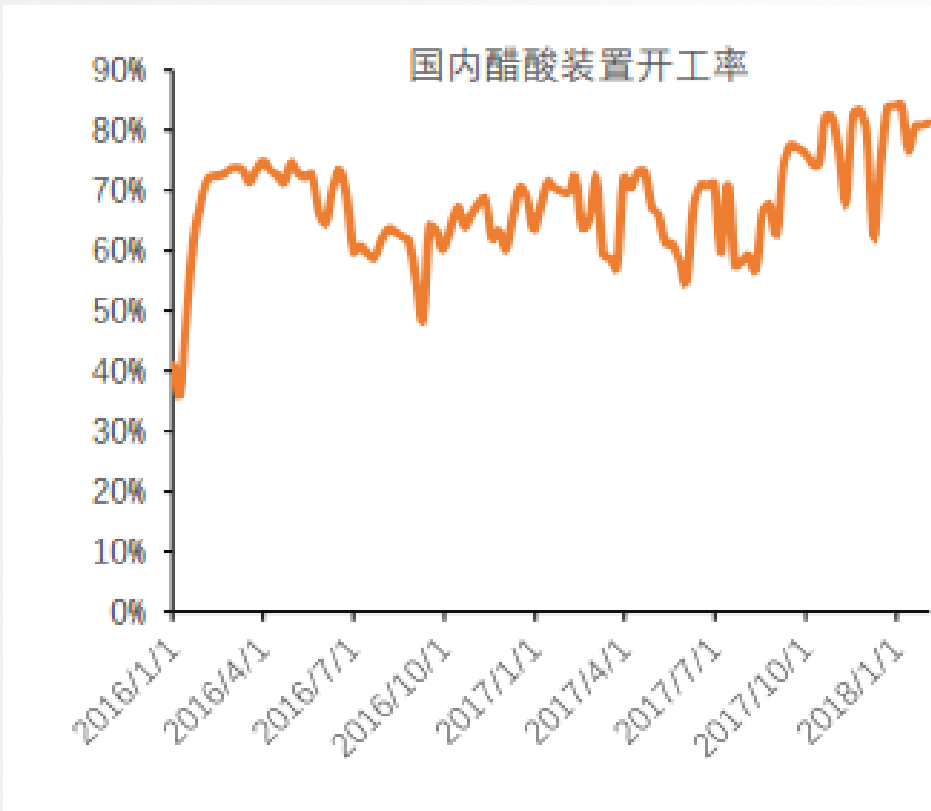
产品	目前产能（万吨）	目前价格（元/吨）	涨价业绩弹性（含税毛利）	公司原材料	定价模式
乙二醇	5（2018.8扩至55）	7200	涨1000元，增加5.5亿	煤炭	石油定价
甲醇（外售）	80	2800	涨100元增加0.8亿	煤炭	石油定价
辛醇	22.5	8550	涨价1000元增加2.3亿	石油+煤炭	石油定价
己二酸	16	10000	涨价1000元增加1.6亿	石油+煤炭	石油定价
DMF	20	5650	涨价1000元增加2亿	煤炭（甲醇）	石油定价
醋酸	60	5800	涨价1000元增加6亿	煤炭（甲醇）	石油定价
尿素	180	2080	涨价100元增加1.8亿	煤炭（合成氨）	煤炭定价，石油相关
三聚氰胺	5	8500	涨价1000元增加0.5亿	煤炭（尿素）	煤炭定价

2

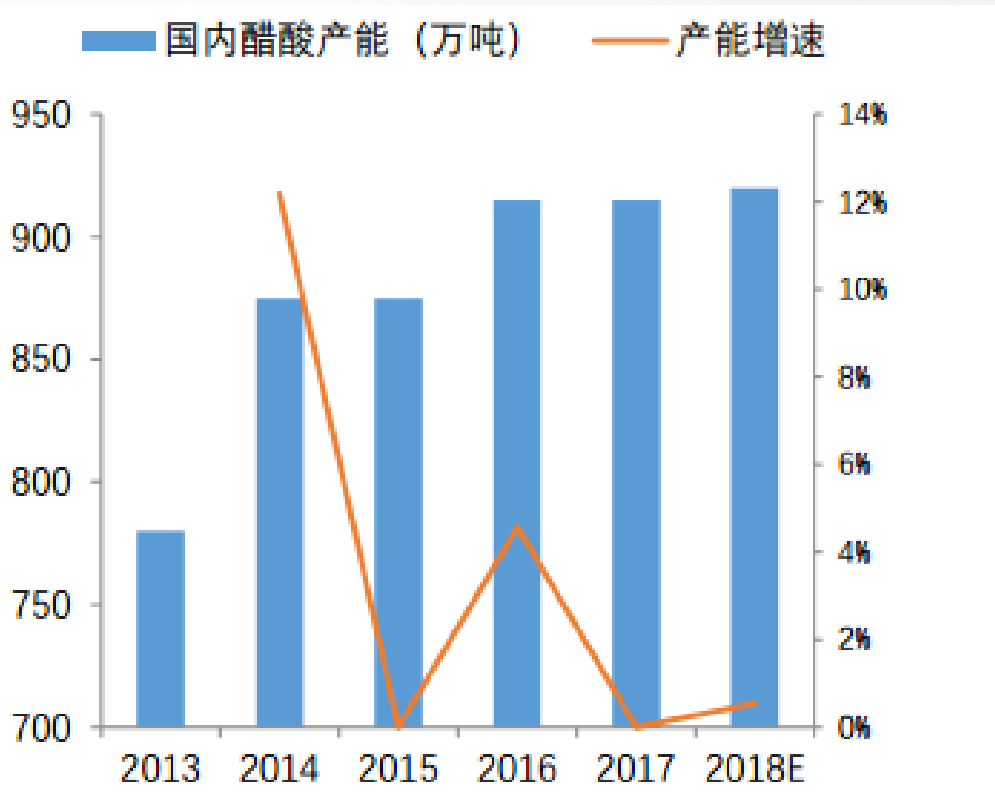
醋酸高景气持续至2020年

- 1、开工率已提升至80%以上：近几年国内醋酸行业基本没有新增产能，随着需求持续增长，行业开工率由前几年70%提升至目前80%以上，由于部分装置需要定期检修，因此开工负荷提升空间有限，供给紧张导致价格从3000元/吨涨至目前5800元/吨。
- 2、未来两年新增供给少：2020年前，行业基本无新增产能，总产能维持920万吨/年。

国内醋酸装置开工率



国内醋酸产能变化统计



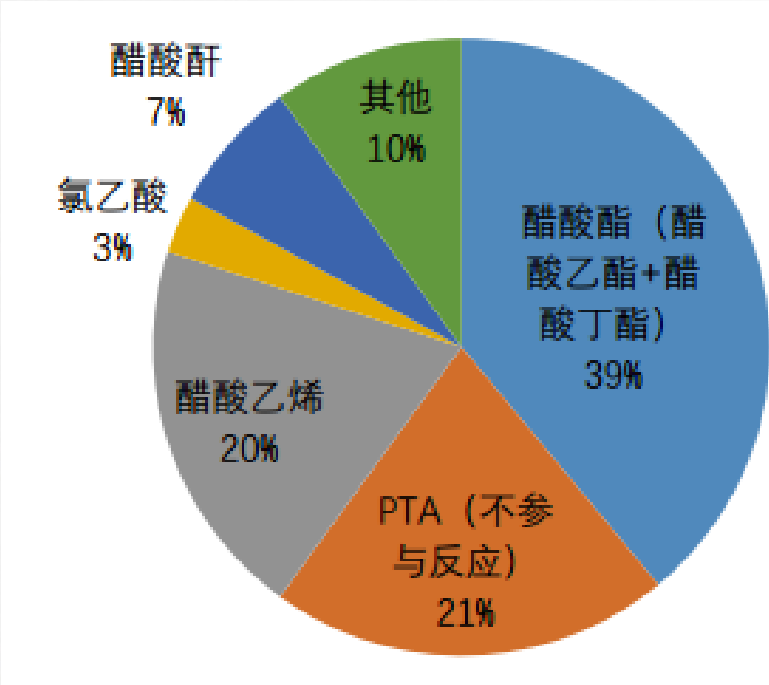
2

醋酸高景气持续至2020年

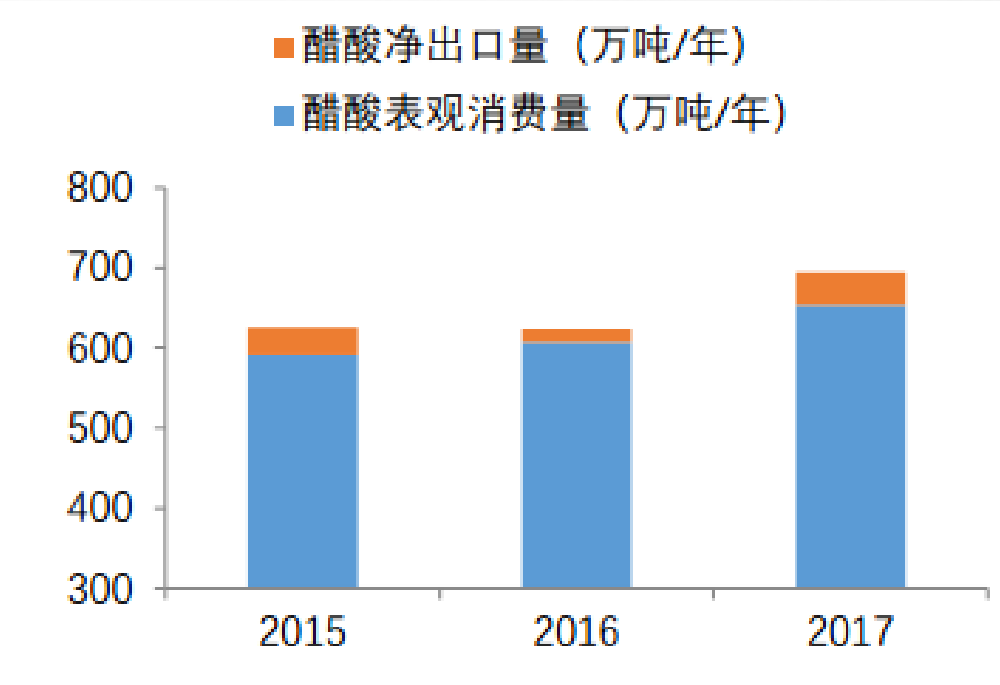
需求端持续增长：醋酸下游主要是醋酸酯、PTA、醋酸乙烯等，醋酸酯需求相对稳定，2018年醋酸乙烯有望拉动10-15万吨醋酸需求，PTA有望拉动15-20万吨醋酸需求，因此全年醋酸需求有望增长3%以上。

未来两年价格高位震荡：供给几乎没有增量，需求稳定增长，供给紧张状态2年内不会扭转，预计醋酸价格2020年前高位震荡，行业持续高景气。

醋酸下游需求



国内醋酸表观消费量与出口情况

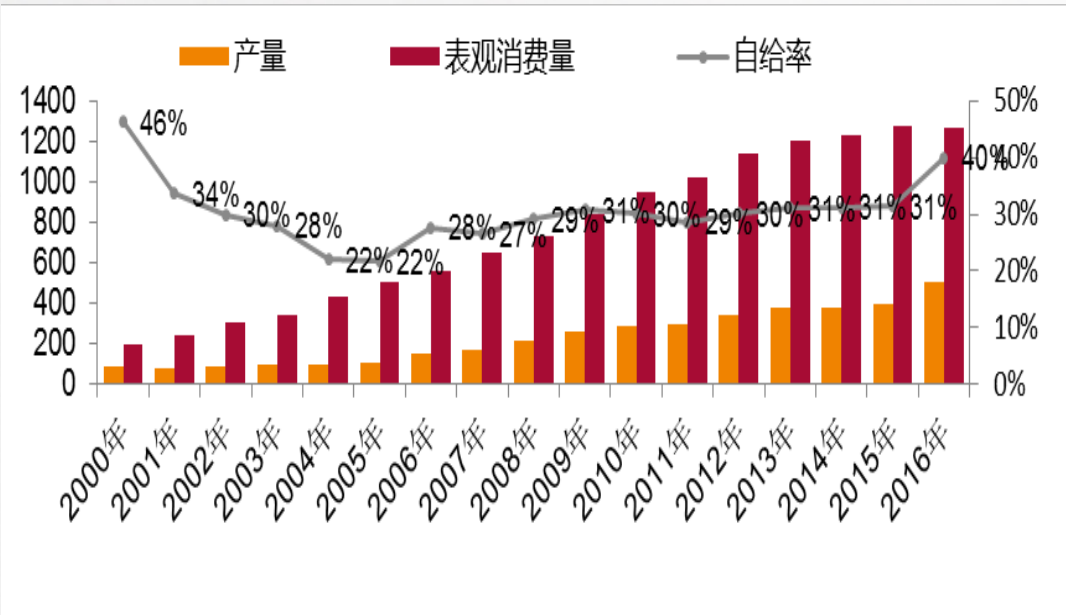


1

50万吨乙二醇即将投产

- 1、乙二醇进口替代空间大：国内乙二醇年消费1300万吨，市场近1000亿，60%靠进口。
- 2、公司50万吨产能可顺利投产：公司5万吨产能2015年已投产，未来50万吨有望于2018.8顺利投产。
- 3、下游市场销售有保障：煤制乙二醇可将下游聚酯客户吨净利提升25%，公司产品质量得到客户好评。
- 4、吨净利有望大幅提升：新的50万吨投产后，吨成本有望降低1000元，保守测算吨净利2100元，完全达产每年增厚约6亿净利润。

国内乙二醇进口替代空间大（万吨）



50万吨乙二醇增加6亿净利润

	目前	2018.8后新增
产能（万吨）	5	50
营收（亿）	3	28
净利润（亿）	0.55	10.5
吨成本（元）	4800	3800
吨净利（元）	1100	2100

2 50万吨乙二醇即将投产

公司乙二醇具备成本竞争优势：国内煤制乙二醇成本比美国乙烷裂乙烯和中东天然气路线高，但美国乙烷产能主要针对聚乙烯市场，在2020年不会有大规模乙二醇产能释放；中东地区油田伴生天然气成本低，但是由于增量油田伴生气有限，也不会有大规模乙二醇产能落地。在油价55美元/桶，煤炭价格650元/吨情况下，国内煤制乙二醇与石脑油制乙烯法路线成本接近，目前石油75美元/桶价格下，煤制乙二醇成本优势明显，如果煤价下跌，优势会更加明显。随着国内煤制乙二醇产能落地，预计来自台湾、加拿大、韩国的进口产品将逐步被替代。

国内乙二醇进口替代空间大（万吨）

表 4：不同工艺路线下乙二醇成本分布（油价按 55 美元/桶，秦皇岛 5500 大卡动力煤按 650 元/吨）				
工艺路线	计算公式	原料价格（成本）	完全成本	2019 年产能：万吨
乙烷裂解乙烯	乙烯价格*0.6+130 美元+20 美元运费	400 美	2705	很少（预计 100 万吨内）
中东天然气路线			2930	700
中国西北地区煤头	5*长焰煤+1800 元+1000 运费+300 三费	214 元	4168	255
中国华北地区煤头	3.2*烟煤+2720 元+300 运费	573 元	4850	273
石脑油制乙烯	（国际石脑价格*1.5+500）*0.6+130 美元+500	560 美元	4715	大约 2000
外购乙烯	乙烯价格*0.6+130 美元	1250 美元	5720	很少
中国 MTO 路线	2.7*甲醇+加工费	1800 元	5000 以上	142
其他				
资料来源：CNKI 等，天风证券研究所				

1

2019-2020年再投资50亿

- 1、后十三五规划再投资50亿：**根据山东新旧动能转换项目规划，2019-2020年公司拟投资50亿元建设新项目，新项目落地后，将打开未来几年业绩增长空间。
- 2、公司将围绕煤气化平台向下延伸新产品：**对于新投产项目，我们预计公司会继续立足现有三个合成气平台（折合31亿立方/年），向下延伸新产品。

1

盈利预测

1、业绩：预计18-20年公司归母净利31.2亿、37.2亿、40亿，对应PE10.1倍、8.5倍、7.9倍。

2018年分项业务盈利预测

	销量：万吨	完全成本：元/吨	价格：元/吨	税后价格：元/吨	吨税前利润：元	吨税后利润:元	总利润：万元
己二酸	16	7600	10500	8974	1374	1168	18691
乙二醇	20	5000	7600	6496	1496	1271	25427
甲醇	80	1900	3100	2650	750	637	50971
dmf	37	3750	6000	5128	1378	1171	43345
尿素	120	1350	2080	1874	524	445	53435
多元醇	25	6750	8600	7350	600	510	12759
醋酸	60	2000	4800	4103	2103	1787	107231
合计							311859

2 估值

- 2、**估值**：公司上市以来平均PE23倍，考虑公司未来业绩成长性，给予2019年13倍PE，目标市值403亿，30%空间。
- 3、**催化剂**：中报业绩超预期；2019年8月50万吨乙二醇投产；下半年新的资本开支计划公布。
- 4、**风险**：乙二醇项目投产不达预期；油价下跌导致产品价格大幅下滑。

公司历史PE和PB

