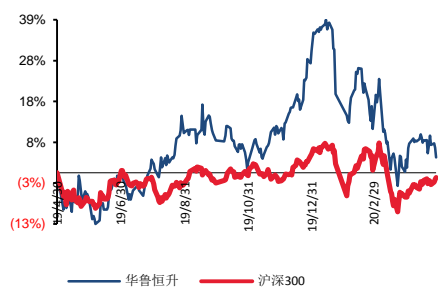


材料 材料II

柔性生产，成本优势确保基本利润，静待周期修复

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,627/1,620
总市值/流通(百万元)	25,669/25,569
12个月最高/最低(元)	21.05/13.43

相关研究报告:

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升2019年报点评:低油价冲击煤化工利润,危中有机》--2020/03/27

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升三季报点评:不利环境下,成本优势明显,中长期价值凸显》--2019/10/27

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升:周期底部业绩略超预期,成本优势再次证明自己》--2019/08/08

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理:翟绪丽

电话:010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

事件:公司发布2020年一季度报,报告期实现营业收入29.59亿元,同比-16.47%,环比-17.35%;归母净利润4.3亿元,同比-33.11%,环比-20.54%。

1、化工品价格同比大幅下滑,柔性生产、成本优势确保基本利润

公司为煤化工龙头,以煤、苯、丙烯为原料,依托清洁煤气化核心技术,打造了“一头多线”协同联产体系,实现产品多元化柔性生产,主要包括尿素、DMF、醋酸、乙二醇等。2019年Q1至2020年Q1,公司单季度分别实现归母净利润6.42亿元、6.67亿元、6.03亿元、5.41亿元、4.3亿元,基本符合预期。2019年以来,公司业绩同比下滑,主要由于大部分基础化工品景气度下滑,毛利率下降,但公司以量补价,柔性生产,成本明显优于同行,一定程度减小了业绩下滑幅度。

2020年一季度,公司肥料产量77.72万吨(同比+23.92%)、销量69.63万吨(同比+21.07%)、销售收入9.45亿元(同比15.1%)、均价同比-4.93%;有机胺产量9.44万吨(同比+3.85%)、销量7.77万吨(同比-9.12%)、销售收入3.78亿元(同比-9.79%),均价同比-0.73%;己二酸及中间品产量8.28万吨(同比-1.43%)、销量3.81万吨(同比-34.87%)、销售收入2.53亿元(同比-41.57%)、均价同比-10.29%;醋酸及衍生品产量16.2万吨(同比+2.08%)、销量14.79万吨(同比-2.89%),销售收入3.41亿元(同比-19.76%)、均价同比-17.38%;多元醇产量16.68万吨(同比-2.11%)、销量14.63万吨(同比-15.77%)、销售收入6.1亿元(同比-28.4%)、均价同比-14.99%。总体而言,面对疫情影响,下游需求下滑,能源价格暴跌,公司相关产品价格下滑,公司积极应对,体现了柔性生产、成本优势,确保基本利润,符合预期。(1)己二酸、乙二醇下游需求下滑,产品价格下跌较多。(2)公司通过“一头多线”柔性生产技术平台优势,少生产甲醇,多生产景气度高的尿素即肥料产品,抵御周期底部。(3)公司综合毛利率下降1.46个百分点至27.09%,净利率下降3.61个百分点至14.52%。(4)考虑原料苯、丙烯及一些产成品价格下滑,公司计提资产减值损失3898万元。

超低油价对煤化工企业短期冲击。对于煤化工企业,油价中枢水平直接影响其盈利中枢,特别是产品结构与石化、油气产业链重合度高的产品,包括甲醇、乙二醇、己二酸等产品。维持此前观点,我们

认为若国际油价长期处于30美元/桶以下，势必淘汰一批美国页岩油气公司，叠加疫情可控后，下游需求复苏，油价进而达到新的平衡，**超低油价假设不会持久。**

2、新项目建设促成长

公司总投资130亿元的150万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转换重大项目库首批优选项目。其中，2019年公司启动了首批两个子项目，精己二酸品质提升项目（16万吨/年）和己内酰胺及尼龙新材料（30万吨/年）项目的建设，为公司进一步发展奠定了基础。2020年2月18日，山东省德州市举行了全市重点项目集中开工仪式，即包括公司的两个新项目。

(1) 精己二酸品质提升项目：新建 16.66 万吨单线精己二酸及配套装置等。计划投资 15.72 亿元，预计 2021 年 5 月投产。该项目预计年均实现营业收入 20 亿元，利润总额 2.2 亿元。

(2) 酰胺及尼龙新材料项目：新建己内酰胺 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，预计 2021 年 11 月投产。该项目可进一步完善环己酮下游产业链，提高产业链综合附加值，形成环己酮-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。预计年均实现营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元。

3、盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 23.90 亿元、27.12 亿元和 31.04 亿元，对应 EPS 1.47 元、1.67 元和 1.91 元，PE 10.7X、9.5X 和 8.3X。尽管面临当前低油价冲击煤化工企业利润，考虑公司成本优势明显，且有序推进新项目建设促成长，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑、产品价格大幅波动、项目投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,190	14,403	15,461	16,716
(+/-%)	-1.2%	1.5%	7.3%	8.1%
净利润(百万元)	2,453	2,390	2,712	3,104
(+/-%)	-18.8%	-2.6%	13.5%	14.4%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.47	1.67	1.91
市盈率(PE)	10.5	10.7	9.5	8.3

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。