



2021-03-26

公司点评报告

买入/维持

华鲁恒升(600426)

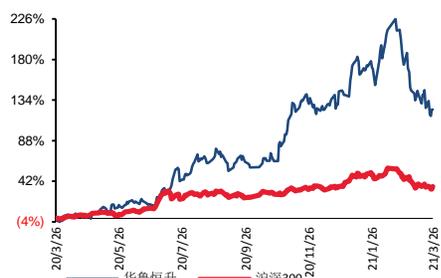
目标价: 45

昨收盘: 34.67

材料 材料II

20 年业绩下滑, 21 年业绩将跳涨

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,627/1,622
总市值/流通(百万元)	56,396/56,250
12 个月最高/最低(元)	50.63/15.23

相关研究报告:

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升:本地高端化,异地谋新篇,荆州基地启动投资建设》--2021/01/15

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升动态点评:产品价格上涨助力业绩修复,荆州基地打开中长期成长空间》--2020/12/14

华鲁恒升(600426)《【太平洋化工】华鲁恒升 20 年三季报点评:装置检修拖累三季度业绩,四季度有望加快修复》--2020/10/28

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编号: S1190518060003

证券分析师: 翟绪丽

电话: 010-88695269

事件: 公司发布 2020 年年报, 报告期内实现营业收入 131.15 亿元, 同比-7.58%, 实现归母净利润 17.98 亿元, 同比-26.69%。单季度归母净利润分别为 4.3/4.74/3.86/5.08 亿元。公司拟每 10 股派发现金红利 3 元(含税), 送红股 3 股。

1、20Q3 以来行业景气回升, 盈利持续修复, 21Q1 将大幅增长

2020年10月27日, 我们发布报告《华鲁恒升: 装置检修拖累三季度业绩, 四季度有望加快修复》, 指出三季度在大多产品产销量受装置检修影响的同时三季度营收环比小幅上涨说明了周期的复苏, 毛利率环比提升说明了盈利能力的回升, 同时预计随着气化平台检修完成, 四季度产品产销量将恢复正常, 叠加价格底部复苏, 公司盈利将加快修复。2020年第四季度, 公司实现营收40.72亿元, 同比+13.74%, 环比+33.51%, 实现归母净利润5.08亿元, 同比-6.07%, 环比+31.61%, 毛利率继续提升0.61pct至20.6%, 验证了我们报告中的判断。

2020年上半年全球疫情蔓延, 原油价格暴跌, 化工品价格随之大幅下跌, 下半年需求逐步恢复, 化工品价格止跌回升, 全年呈现前低后高的走势, 公司大多数主营产品2020年均价同比下跌: 尿素(1694元/吨, -8.83%)、甲醇(1916元/吨, -16.8%)、醋酸(2663元/吨, -8.86%)、己二酸(6822元/吨, -16.45%)、DMF(6250元/吨, +31.45%)、丁醇(6260元/吨, -6.51%)、辛醇(7316元/吨, -3.3%)、乙二醇(3867元/吨, -18.55%)。受此影响, 公司2020年毛利率下降6.47pct至21.37%, 净利率下降3.58pct至13.71%。

2020年公司各产品产销量基本保持稳定, 总体略有减少。具体如下: 肥料产量281.73万吨(同比+0.17%), 销量250.92万吨(同比-1.57%), 有机胺产量42.34万吨(同比+11.57%), 销量43.01万吨(同比+10.25%), 己二酸及中间品产量31.63万吨(同比-5.69%), 销量20.59万吨(同比-7.71%), 醋酸及衍生品产量60.28万吨(同比-4.71%), 销量58.37万吨(同比-5.72%), 多元醇产量65.19万吨(同比-1.54%), 销量64.62万吨(同比-4.51%)。

受益油价中枢向上, 经济复苏, 2021年一季度, 公司主营产品价格继续大幅上涨, 各产品价格(3月26日)、一季度均价(截至3月26日)、同比及环比数据具体如下: 尿素(2120元/吨, 2045元/吨, 同比+20.05%, 环比+16.4)、甲醇(2470元/吨, 2401元/吨, +15.12%,

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520060001

+13.91%)、醋酸(6000元/吨, 5131元/吨, +101.67%, +57.7%)、己二酸(11050元/吨, 8974元/吨, +18.54%, +20.99%)、DMF(10875元/吨, 10232元/吨, +120.04%, +10.95%)、丁醇(13740元/吨, 11124元/吨, +90.57%, +41.41%)、辛醇(14100元/吨, 12738元/吨, +89.04%, +43.81%)、乙二醇(5350元/吨, 5050元/吨, +10.40%, +33.40%)。公司预计2021年实现销售收入175亿元, 同比增长33.6%。根据我们的模型测算, 公司2021Q1业绩有望创历史单季度新高, 2021年化工品价格强势支撑业绩跳涨。

2、本地高端化, 异地谋新篇, 打开成长空间

在德州基地, 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, 精己二酸品质提升项目(16万吨/年)已经于2021年2月建成投产, 己内酰胺及尼龙新材料(30万吨/年)项目预计将于2021年12月建成, 德州基地产能和盈利能力进一步加强。

2021年1月15日, 公司发布公告, 荆州基地启动投资建设。首批布局2个项目: (1) 投资59.24亿元的园区气体动力平台项目, 将建设4台煤气化炉及配套装置(3开1备), 以及2套空分装置、3台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施, 建设期预计36个月。主要为基地后续项目供应合成气, 为整个园区提供蒸汽支持。按照合成气0.88元/Nm³、蒸汽140元/吨价格计, 如全部外售年可形成销售收入52亿元、年均利润总额7亿元。按照产品规划, 该项目合成气和大部分蒸汽用于基地后续项目, 经济效益将在最终产品中体现。(2) 投资56.04亿元的合成气综合利用项目, 将建设100万吨/年尿素生产装置、100万吨/年醋酸生产装置、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置, 建设期预计36个月。该项目投产后预计年均实现营业收入59.68亿元, 利润总额6.26亿元。项目预计2021年下半年开工建设, 2024年底建成, 对于公司开辟新基地扩建产能、增厚业绩、中长期发展都具有重要意义。异地扩大产能, 再造一个华鲁。

3、盈利预测及评级

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为35.53亿元、37.62亿元和40.99亿元, 对应EPS 2.18元、2.31元和2.52元, PE 16X、15X和14X。考虑2021年全球需求修复带来周期回暖, 支撑商品价格强势, 公司盈利有望加快修复。中长期来看, 己二酸、己内酰胺等新项目有序推进, 荆州现代煤化工基地投资建设已经启动, 具有成长空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下滑、产品价格大幅波动、项目投产进度及盈利不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	13115	18177	21031	22461
(+/-%)	-7.6	38.6	15.7	6.8
净利润(百万元)	1798	3553	3762	4099
(+/-%)	-26.7	97.6	5.9	9.0
摊薄每股收益	1.11	2.18	2.31	2.52
市盈率(PE)	32	16	15	14

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。