

证券研究报告—动态报告

基础化工

华昌化工 (002274)
买入

农用化工

重大事件快评

(首次评级)

2021年04月12日

丁辛醇、纯碱高景气持续，Q1 业绩预告大幅增长

证券分析师：杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

证券分析师：薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001

证券分析师：龚诚

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师：刘子栋

liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

事项：

公司公布 2021 年一季度业绩预告，预计实现盈利 3.0-3.2 亿元（去年同期 0.11 亿元），预计同比增长 2644%~2827%。

国信化工观点：

1) 公司主要产品 Q1 持续高景气，盈利能力大幅改善。公司主营产品中丁辛醇和纯碱受益于行业整体景气度较高，盈利能力处于近年来的较高位置。2021Q1 辛醇均价 12900 元/吨（2020Q4 均价 9130 元/吨）平均价差 6975 元/吨（2020Q4 平均价差 3148 元/吨）、正丁醇均价 11014 元/吨（2020Q4 均价 7843 元/吨）平均价差 6762 元/吨（2020Q4 平均价差 4073 元/吨）、纯碱均价 1526 元/吨（2020Q4 为 1602 元/吨）平均价差 888 元/吨（2020Q4 平均价差 1033 元/吨）。Q2 化工行业仍处于景气高位，公司盈利状况有望持续。

2) 丁辛醇处于景气高位，看好全年需求保持旺盛。辛醇主要下游 DOP 和 DOTP 装置开工率高于往年同期，分别达到了 55% 以及 65% 的水平，受益于终端下游塑料手套产线的大幅增长，2021-2022 年国内 DOPT 计划新增 94.5 万吨，预计将会带动国内辛醇需求 60 万吨以上，且未来 2 年国内没新增产能。正丁醇方面，海外方面共 75 万吨/年装置不可抗力，美国德州极寒天气导致美国 55 万吨/年装置停产，国内近期检修预计减少供给 18 万吨/年，部分装置转产辛醇导致供给紧张。正丁醇下游约 55% 用于生产丙烯酸丁酯，国内丙烯酸丁酯开工率已达 58%，较去年同期增加 15 个百分点，拉动对于正丁醇的需求。

3) 光伏玻璃需求拉动，纯碱景气有望复苏。我国纯碱产能约 3317 万吨/年，2020 年产量约 2760 万吨，同比降低 1.5%，行业实际开工率 83.2%，纯碱下游约 60% 用于玻璃行业。随着全球光伏装机量爆发增长以及双玻组件渗透率的提高，我们测算 2020-2022 年按照全球光伏装机 125、170、220GW 考虑，对于纯碱需求分别为 192、271、358 万吨，2021 年、2022 年分别新增需求 79 万吨、87 万吨。2021、2022 年纯碱产能预计分别减少 20 万吨、增加 140 万吨。我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。

4) 看好丁辛醇行业全年保持较好盈利，公司是弹性最大受益标的。公司目前丁辛醇产能为 32.2 万吨（剔除自用）；此外具备 66 万吨纯碱、70 万吨氯化铵、40 万吨尿素、160 万吨复合肥、15 万吨硝酸、10 万吨甲酸、3 万吨新戊二醇产能。2020 年底以来丁辛醇价格涨幅巨大。目前辛醇和正丁醇价格在 14300-14400 元/吨，行业毛利润约 6000 元/吨。下游主要应用领域增塑剂同样涨幅巨大，价格传导通畅，丁辛醇价格仍有大幅上涨空间。丁辛醇价格每上涨 1000 元，公司利润增厚 1.85 亿元。

5) 风险提示：原材料价格大幅波动，产品价格大幅回落的风险，下游产品需求不及预期。

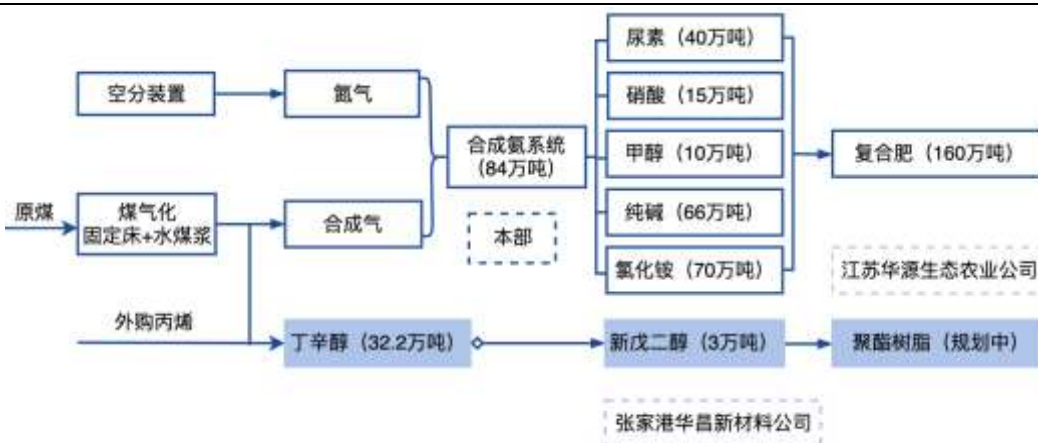
6) 投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.8/12.5/13.7 亿元，对应 EPS 为 0.19/1.31/1.62 元，对应当前股价 PE 为 40/6/5x。我们看好丁辛醇与纯碱的行业景气度，维持“买入”评级。

评论:

■ 公司主要产品一季度处于景气高点，盈利能力大幅改善

公司产品线丰富，布局氢能领域。公司是以煤气化为产业链源头的综合性化工企业。产业链分为三个部分：一是基础化工产业，以煤制合成气（主要成分 CO+H₂），生产合成氨、尿素、纯碱、氯化铵、硝酸等；二是化学肥料产业，使用煤化工生产的产品生产新型肥料等；三是新材料产业，以合成气与丙烯等为原料，生产新型材料，后续产品为醇类、增塑剂、树脂、涂料等。公司目前丁辛醇产能为 32.2 万吨（剔除自用）；此外具备 66 万吨纯碱、70 万吨氯化铵、40 万吨尿素、160 万吨复合肥、15 万吨硝酸、10 万吨甲酸、3 万吨新戊二醇产能。另外公司合成氨外售 8-10 万吨，后续可用于拓展产业链或增加其他下游产品产能。近年来公司一直致力于探索氢资源能源利用及新用途，促进产品及产业升级。

图 1：公司产业链结构图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

根据公司公布的业绩预告,公司预计 2020Q1 实现盈利 3.0-3.2 亿元(去年同期 0.11 亿元),同比增长 2644%~2827%。公司主营产品中丁辛醇和纯碱受益于行业整体景气度较高,盈利能力处于近年来的较高位置。2021Q1 辛醇均价 12900 元/吨(2020Q4 均价 9130 元/吨)平均价差 6975 元/吨(2020Q4 平均价差 3148 元/吨)、正丁醇均价 11014 元/吨(2020Q4 均价 7843 元/吨)平均价差 6762 元/吨(2020Q4 平均价差 4073 元/吨)、纯碱均价 1526 元/吨(2020Q4 为 1602 元/吨)平均价差 888 元/吨(2020Q4 平均价差 1033 元/吨)。Q2 化工行业仍处于景气高位,公司盈利状况有望持续。

根据公告,公司一季度业绩增长的主要原因:

- 1) 前期产业拓展产能增加带来的经济效益释放。后续公司在建年产 3 万吨新戊二醇及 10 万吨聚酯树脂项目,
- 2) 节能降耗成效显著。公司目前在建锅炉升级及配套技术改造项目,项目建成之后,预计公司在能源成本方面可以继续优化。
- 3) 多元醇产品价格大幅上涨。去年下半年开始化工品价格持续上涨,公司主营产品丁辛醇以及纯碱更是处于景气高位,去年 Q4 公司实现净利润约 1.5 亿元。2021 年 Q1 公司主要产品价格继续上涨,预计盈利情况环比 2020Q4 继续大幅改善。

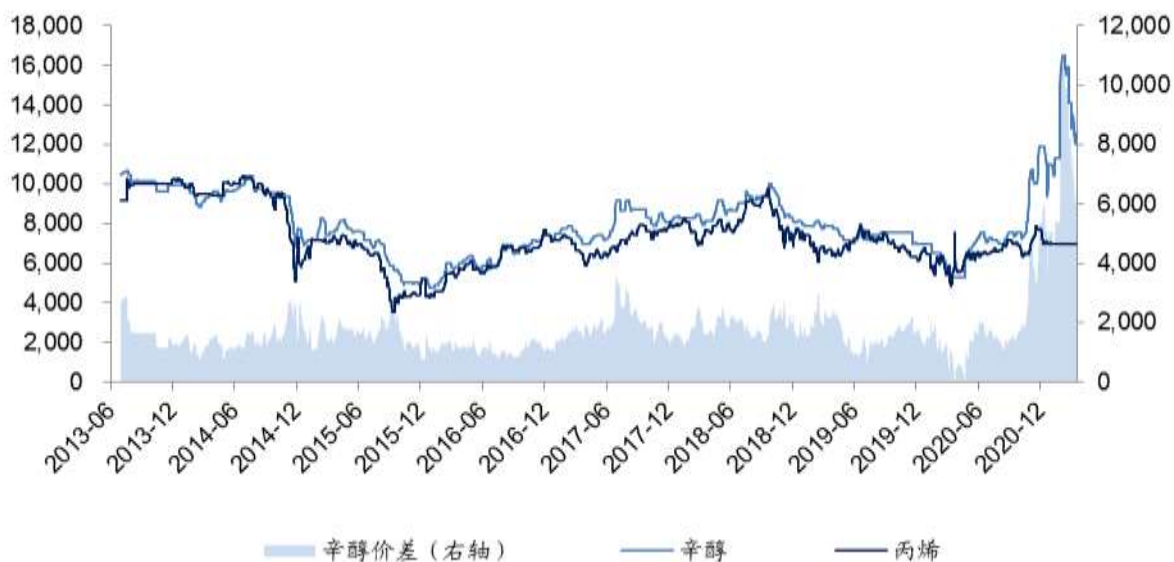
■ 丁辛醇处于景气高位,看好全年需求保持旺盛

2020 年四季度以来,丁辛醇行业景气度持续处于高位。近期丁辛醇价格在大幅上涨后处于回调阶段,本周国内丁辛醇价

格先跌后涨。由于近期生产企业库存压力较大，主动下调报价，节后华东地区辛醇价格在 14300-14400 元/吨，正丁醇价格同样在 14300-14400 元/吨，比前期高点下跌约 2000 元/吨。目前丁辛醇行业盈利状况仍处于高位，单吨毛利润均超过 6000 元/吨。下游增塑剂同样有所下滑，目前 DOP 市场价格约 12600 元/吨，DOTP 市场价格约 13000 元/吨。

国内目前辛醇产能约为 250 万吨，2 月国内辛醇装置平均开工率在 110%，而多家工厂在 3、4 月份也计划例行检修，预计会导致辛醇减产 2 万吨左右。辛醇主要下游 DOP 和 DOTP 装置开工率高于往年同期，分别达到了 55% 以及 65% 的水平，受益于终端下游塑料手套产线的大幅增长，2021-2022 年国内 DOPT 计划新增 94.5 万吨，预计将会带动国内辛醇需求 60 万吨以上，且未来 2 年国内没新增产能。正丁醇方面，海外方面共 75 万吨/年装置不可抗力，美国德州极寒天气导致美国 55 万吨/年装置停产，国内近期检修预计减少供给 18 万吨/年，部分装置转产辛醇导致供给紧张。正丁醇下游约 55% 用于生产丙烯酸丁酯，国内丙烯酸丁酯开工率已达 58%，较去年同期增加 15 个百分点，拉动对于正丁醇的需求。经过前期市场的充分消化后，本周丁辛醇价格重新上涨超过 1000 元/吨，随着行业检修季的到来，以及下游开工率的提升，我们认为 4 月份丁辛醇价格仍然有望再创新高，

图 2：丁辛醇价格和价差近期走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

■ 公司具备联氨法纯碱工艺，光伏玻璃有望拉动纯碱行业景气上行

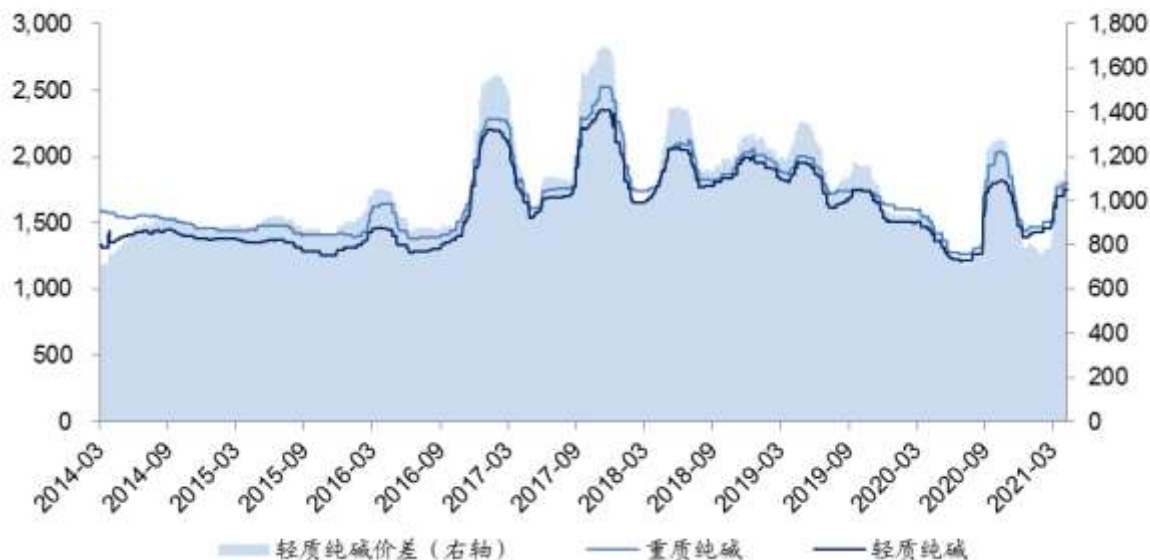
公司具备 66 万吨/年联氨法纯碱，副产氯化铵用于生产复合肥。纯碱按照密度不同分为轻质纯碱和重质纯碱，轻质纯碱密度为 500-600kg/m³，重质纯碱密度为 1000-1200 kg/m³，重质纯碱是由轻质纯碱经过水合得到的。重质纯碱下游主要是平板玻璃、日用玻璃、汽车玻璃、光伏玻璃等。轻质纯碱主要用于氧化铝、洗涤剂、日化行业。纯碱生产工艺主要分为天然碱法和合成碱法，合成碱法又分为氨碱法和联碱法。全球来看氨碱法装置分布广泛，产能占比 47%；天然碱法装置产能占比 24%，主要分布在美国、土耳其和中国等少数国家；联碱法装置几乎全部分布在中国。天然碱不但质量好，而且生产成本较低，但受资源限制无法大规模扩产。

截至 4 月 8 日重质纯碱报价上调 50-100 元/吨，华东地区报价约 1950-2000 元/吨，西北地区报价 1750-1850 元/吨，轻质纯碱报价上调约 25-50 元/吨，报价在 1750-1850 元/吨，纯碱期货价格回落，2105 价格下跌 40 元/吨至 1840 元/吨，纯碱 2109 价格下跌 90 元/吨至 1950 元/吨。目前行业开工率约 84%，较上周基本持平，但实际开工率在 90% 以上，企业库存目前约 73 万吨，较上周增加约 2 万吨。目前多数企业库存均有订单，华东与华中地区部分厂家货源偏紧延续，纯碱基本面较为强势。

纯碱下游约 60% 用于玻璃行业。随着全球光伏装机量爆发增长以及双玻组件渗透率的提高，我们测算 2020-2022 年按照

全球光伏装机 125、170、220GW 考虑，对于纯碱需求分别为 192、271、358 万吨，2021 年、2022 年分别新增需求 79 万吨、87 万吨。2021、2022 年纯碱产能预计分别减少 20 万吨、增加 140 万吨。我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。中长期来看，期货价格远期升水；短期来看，虽库存有所增加，但上下游企业对下半年纯碱景气度极为乐观，纯碱企业涨价惜售，下游企业仍有备库需求，价格仍有较大上涨空间，

图 3: 纯碱价格与价差图 (元/吨)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 看好丁辛醇与纯碱的行业景气度，给予“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下主要假设条件:

- 1、我们预计 2020-2022 年公司丁辛醇销量分别为 26、30、30 万吨，丁醇含税均价分别为 6400、10500、10500 元/吨，辛醇含税均价分别为 7550、12000、12000 元/吨;
- 2、我们预计 2020-2022 年公司纯碱销量分别为 67、70、70 万吨，含税均价分别为 1465、1700、1800 元/吨;
- 3、我们预计 2020-2022 年公司复合肥销量分别为 130、130、130 万吨，含税均价分别为 1885、2200、2200 元/吨;
- 4、公司三费率无重大变化。

表 1: 公司分板块收入、成本、毛利 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
肥料系列				
营收	2,345	2,169	2,531	2,531
成本	2,046	1,989	2,080	2,080
毛利	299	180	451	451
多元醇				
营收	1,970	1,816	3,239	3,434
成本	1,770	1,624	1,881	1,960
毛利	200	192	1,358	1,474
纯碱				
营收	964	869	1,053	1,115
成本	778	791	840	875
毛利	186	78	213	240
氯化铵				
营收	194	182	195	195
成本	164	164	166	166
毛利	30	18	29	29
甲醇				
营收	128	115	170	170
成本	158	147	184	176
毛利	-30	-32	-14	-6
其他				
营收	714	714	714	714
成本	637	681	637	637
毛利	77	33	77	77

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.8/12.5/13.7 亿元, 对应 EPS 为 0.19/1.31/1.62 元, 对应当前股价 PE 为 40/6/5x。我们看好丁辛醇与纯碱的行业景气度, 维持“买入”评级。

我们按照基于不同丁醇价格 (7500-13500 元/吨) 和辛醇价格 (6000-18000 元/吨), 对公司 2021 年 EPS 进行了敏感性分析:

表 2: 公司 2021 年 EPS 敏感性分析

	丁醇价格 (元/吨)	7500	8500	9500	10500	11500	12500	13500
辛醇价格 (元/吨)								
6000		0.43	0.56	0.68	0.81	0.94	1.06	1.19
8000		0.60	0.73	0.85	0.98	1.10	1.23	1.36
10000		0.77	0.89	1.02	1.15	1.27	1.40	1.53
12000		0.94	1.06	1.19	1.31	1.44	1.57	1.69
14000		1.10	1.23	1.36	1.48	1.61	1.74	1.86
16000		1.27	1.40	1.53	1.65	1.78	1.90	2.03
18000		1.44	1.57	1.69	1.82	1.95	2.07	2.20

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们按照基于不同丁醇价格 (7500-13500 元/吨) 和辛醇价格 (6000-18000 元/吨), 对公司 2022 年归母净利润进行了敏感性分析:

表 3: 公司 2022 年 EPS 敏感性分析

辛醇价格 (元/吨)	丁醇价格 (元/吨)	7500	8500	9500	10500	11500	12500	13500
6000		0.56	0.68	0.81	0.94	1.06	1.19	1.31
8000		0.72	0.85	0.98	1.10	1.23	1.36	1.48
10000		0.89	1.02	1.15	1.27	1.40	1.52	1.65
12000		1.06	1.19	1.31	1.44	1.57	1.69	1.82
14000		1.23	1.36	1.48	1.61	1.74	1.86	1.99
16000		1.40	1.52	1.65	1.78	1.90	2.03	2.16
18000		1.57	1.69	1.82	1.95	2.07	2.20	2.32

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ **风险提示:**

原材料价格大幅波动, 产品价格大幅回落的风险, 下游产品需求不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	321	430	1269	2329
应收款项	211	301	433	447
存货净额	560	548	589	600
其他流动资产	346	305	395	408
流动资产合计	1601	1735	2836	3934
固定资产	4515	4166	3782	3391
无形资产及其他	171	165	158	151
投资性房地产	217	217	217	217
长期股权投资	140	150	160	170
资产总计	6645	6433	7154	7864
短期借款及交易性金融负债	2276	2300	2300	2300
应付款项	934	901	968	986
其他流动负债	429	419	448	457
流动负债合计	3638	3620	3717	3743
长期借款及应付债券	188	(112)	(112)	(112)
其他长期负债	30	30	30	30
长期负债合计	218	(82)	(82)	(82)
负债合计	3856	3538	3635	3661
少数股东权益	59	59	57	55
股东权益	2730	2836	3462	4148
负债和股东权益总计	6645	6433	7154	7864

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.21	0.19	1.31	1.62
每股红利	0.24	0.07	0.66	0.72
每股净资产	2.87	2.98	3.64	4.36
ROIC	6%	4%	29%	33%
ROE	7%	6%	36%	33%
毛利率	12%	12%	27%	28%
EBIT Margin	5%	4%	21%	22%
EBITDA Margin	12%	11%	26%	27%
收入增长	9%	-3%	29%	3%
净利润增长率	42%	-12%	608%	10%
资产负债率	59%	56%	52%	47%
息率	3.3%	1.1%	9.3%	10.2%
P/E	33.3	38.0	5.4	4.4
P/B	2.5	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	14.4	15.7	5.0	4.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6315	6105	7901	8158
营业成本	5553	5395	5788	5894
营业税金及附加	17	18	24	24
销售费用	210	250	237	245
管理费用	191	202	228	235
财务费用	106	83	69	55
投资收益	56	50	0	0
资产减值及公允价值变动	22	10	0	0
其他收入	(36)	0	0	0
营业利润	280	215	1556	1705
营业外净收支	(32)	5	5	5
利润总额	248	220	1561	1710
所得税费用	47	44	312	342
少数股东损益	(1)	(0)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	202	177	1252	1372

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	202	177	1252	1372
资产减值准备	(18)	0	(1)	(1)
折旧摊销	393	416	441	449
公允价值变动损失	(22)	(10)	0	0
财务费用	106	83	69	55
营运资本变动	256	(79)	(166)	(12)
其它	18	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	828	503	1525	1806
资本开支	(412)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	(162)	12	0	0
投资活动现金流	(607)	(48)	(60)	(60)
权益性融资	16	0	0	0
负债净变化	(43)	(300)	0	0
支付股利、利息	(225)	(71)	(626)	(686)
其它融资现金流	360	24	0	0
融资活动现金流	(158)	(346)	(626)	(686)
现金净变动	63	109	839	1060
货币资金的期初余额	258	321	430	1269
货币资金的期末余额	321	430	1269	2329
企业自由现金流	515	478	1524	1795
权益自由现金流	832	136	1469	1751

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032