

业绩弹性显著, 未来产能扩张与产业链延伸并举

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年度业绩预告, 预计2021年上半年实现归母净利润37.5-38.5亿元, 同比增长314.8%-325.9%, 实现扣非后归母净利润37.45-38.45亿元, 同比增长326.5%-337.9%; 第二季度实现归母净利润21.74-22.74亿元, 同比增长358.6%-379.7%, 环比增长37.9%-44.3%, 实现扣非后归母净利润21.74-22.74亿元, 同比增长376.8%-398.7%, 环比增长38.4%-44.7%。
- **主营产品景气延续, 二季度盈利弹性显现。** 受国际油价上行以及市场供求关系等因素影响, 二季度公司主要产品景气度持续改善, 根据卓创资讯数据, 尿素、DMF、醋酸、己二酸、乙二醇、正丁醇、辛醇二季度均价环比变动分别为15.2%、10.1%、42.0%、8.1%、-3.7%、23.8%、15.7%, 同比涨幅达到40.2%、126.7%、229.3%、66.5%、43.3%、157.0%、127.2%。在产品价格上涨的背景下, 公司准确把握市场趋势, 加强系统优化和生产管控, 实现了生产装置稳定高效运行, 上半年业绩实现超预期增长。考虑到需求端修复及供应端增长有限, 我们判断公司主要产品, 特别是醋酸、己二酸有望维持景气向上趋势。
- **新产能陆续释放, 产业链进一步延伸。** 公司16.66万吨/年精己二酸项目已于今年2月建成投产, 公司已二酸总产能达32.66万吨, 市占率提高到12.7%, 居国内第二。酰胺及尼龙新材料项目(30万吨/年)预计也将在下半年陆续投产。此外, 公司一套5万吨乙二醇装置已于去年四季度成功转产2万吨DMC(碳酸二甲酯), 50万吨乙二醇装置技改副产30万吨DMC也在稳步推进中, 有望在下半年建成投产。DMC作为锂电池电解液近年需求快速增长, 公司煤制DMC较传统酯交换法成本优势明显。
- **第二基地落户荆州, 有望再造一个华鲁。** 公司已和湖北荆州市、江陵县人民政府签订投资协议, 将以控股子公司荆州公司为主体(公司持股70%, 关联方持股30%), 打造荆州现代煤化工基地, 项目沿用德州基地工艺, 建设园区气体动力平台与合成气综合利用两个子项目。第二基地的落地标志着掣制公司发展的土地和煤炭指标得到解决, 公司有望在异地复制其低成本优势。
- **盈利预测与投资建议。** 上调盈利预测, 预计公司2021-2023年EPS分别为3.23元、3.27元、3.38元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13114.96	22838.26	25642.93	27298.22
增长率	-7.58%	74.14%	12.28%	6.46%
归属母公司净利润(百万元)	1798.38	6837.19	6907.76	7144.64
增长率	-26.69%	280.19%	1.03%	3.43%
每股收益EPS(元)	0.85	3.23	3.27	3.38
净资产收益率ROE	11.49%	30.98%	25.22%	21.69%
PE	37	10	10	9
PB	4.30	3.04	2.44	2.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.15
流通A股(亿股)	21.09
52周内股价区间(元)	20.05-50.63
总市值(亿元)	665.06
总资产(亿元)	228.28
每股净资产(元)	10.48

相关研究

关键假设：

假设 1：精己二酸品质提升项目 2021-2023 年产能利用率分别为 80%、100%、100%。

假设 2：酰胺及尼龙新材料项目 2021 年下半年建成并于次年释放产能，2022、2023 年产能利用率分别为 50%、80%。

假设 3：因建设周期较长，预测期内未考虑荆州基地。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
肥料	收入	3348.9	4750.0	4717.5	4717.5
	增速	-8.8%	41.8%	-0.7%	0.0%
	毛利率	26.7%	39.7%	37.8%	37.6%
有机胺	收入	2441.5	4675.0	4675.0	4675.0
	增速	26.9%	91.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	42.3%	53.5%	53.9%	53.7%
己二酸及中间品	收入	1183.4	3440.0	3696.0	3652.0
	增速	-27.9%	190.7%	7.4%	-1.2%
	毛利率	2.6%	15.7%	13.4%	12.5%
醋酸及衍生品	收入	1424.5	3420.0	3420.0	3420.0
	增速	-13.8%	140.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	23.3%	60.5%	60.1%	59.6%
多元醇	收入	2543.6	3960.0	3720.0	3720.0
	增速	-19.0%	55.7%	-6.1%	0.0%
	毛利率	-3.2%	28.5%	23.5%	23.2%
其他收入	收入	1893.8	2300.0	5106.5	6790.4
	增速	4.3%	21.4%	122.0%	33.0%
	毛利率	29.3%	30.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	279.3	293.3	307.9	323.3
	增速	-18.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	13115.0	22838.3	25642.9	27298.2
	增速	-7.6%	74.1%	12.3%	6.5%
	毛利率	21.4%	38.8%	35.3%	34.4%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13114.96	22838.26	25642.93	27298.22	净利润	1798.47	6837.56	6908.14	7145.03
营业成本	10312.46	13974.52	16592.31	17908.76	折旧与摊销	1308.52	2305.92	2604.23	2895.89
营业税金及附加	98.71	162.18	183.53	196.54	财务费用	106.32	11.47	14.66	14.97
销售费用	43.04	74.94	84.15	89.58	资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	177.18	570.96	641.07	682.46	经营营运资本变动	1229.71	177.11	230.53	212.13
财务费用	106.32	11.47	14.66	14.97	其他	-1438.01	-3.92	-5.30	4.25
资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2994.78	9328.16	9752.25	10272.27
投资收益	46.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2608.89	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	-9.35	0.00	0.00	0.00	其他	343.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2265.61	-3000.00	-3000.00	-3000.00
营业利润	2127.01	8044.19	8127.22	8405.91	短期借款	530.30	-530.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.99	0.00	0.00	0.00	长期借款	-329.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	2123.03	8044.19	8127.22	8405.91	股权融资	7.22	0.00	0.00	0.00
所得税	324.56	1206.63	1219.08	1260.89	支付股利	-568.17	-416.54	-1583.63	-1599.97
净利润	1798.47	6837.56	6908.14	7145.03	其他	-10.92	-729.39	-14.66	-14.97
少数股东损益	0.10	0.37	0.37	0.39	筹资活动现金流净额	-370.97	-1676.23	-1598.29	-1614.95
归属母公司股东净利润	1798.38	6837.19	6907.76	7144.64	现金流量净额	351.77	4651.92	5153.96	5657.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1066.35	5718.27	10872.24	16529.56	成长能力				
应收和预付款项	225.45	287.93	351.85	373.30	销售收入增长率	-7.58%	74.14%	12.28%	6.46%
存货	273.43	376.57	455.08	487.77	营业利润增长率	-26.63%	278.19%	1.03%	3.43%
其他流动资产	1701.76	1454.26	1509.54	1542.17	净利润增长率	-26.68%	280.19%	1.03%	3.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.60%	192.55%	3.71%	5.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14623.43	15452.60	15983.45	16222.65	毛利率	21.37%	38.81%	35.29%	34.40%
无形资产和开发支出	1238.41	1107.65	976.90	846.15	三费率	2.49%	2.88%	2.89%	2.88%
其他非流动资产	1420.46	1416.13	1411.80	1407.46	净利率	13.71%	29.94%	26.94%	26.17%
资产总计	20549.29	25813.42	31560.85	37409.06	ROE	11.49%	30.98%	25.22%	21.69%
短期借款	530.30	0.00	0.00	0.00	ROA	8.75%	26.49%	21.89%	19.10%
应付和预收款项	1765.48	2211.78	2569.98	2840.59	ROIC	12.27%	41.04%	39.19%	39.95%
长期借款	1174.76	1174.76	1174.76	1174.76	EBITDA/销售收入	27.01%	45.37%	41.91%	41.46%
其他负债	1430.04	357.15	421.86	454.41	营运能力				
负债合计	4900.58	3743.69	4166.61	4469.76	总资产周转率	0.68	0.99	0.89	0.79
股本	1626.66	2114.66	2114.66	2114.66	固定资产周转率	1.13	1.94	2.04	2.09
资本公积	2080.08	1592.09	1592.09	1592.09	应收账款周转率	445.23	648.23	522.66	511.64
留存收益	11816.56	18237.22	23561.35	29106.02	存货周转率	33.36	41.77	39.41	37.69
归属母公司股东权益	15468.62	21889.27	27213.40	32758.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.96%	—	—	—
少数股东权益	180.10	180.47	180.84	181.23	资本结构				
股东权益合计	15648.71	22069.74	27394.24	32939.30	资产负债率	23.85%	14.50%	13.20%	11.95%
负债和股东权益合计	20549.29	25813.42	31560.85	37409.06	带息债务/总负债	34.79%	31.38%	28.19%	26.28%
					流动比率	0.88	3.06	4.43	5.77
					速动比率	0.81	2.92	4.27	5.62
					股利支付率	31.59%	6.09%	22.93%	22.39%
					每股指标				
					每股收益	0.85	3.23	3.27	3.38
					每股净资产	7.31	10.35	12.87	15.49
					每股经营现金	1.42	4.41	4.61	4.86
					每股股利	0.27	0.20	0.75	0.76
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3541.85	10361.59	10746.11	11316.78					
PE	36.98	9.73	9.63	9.31					
PB	4.30	3.04	2.44	2.03					
PS	5.07	2.91	2.59	2.44					
EV/EBITDA	14.15	5.75	5.06	4.31					
股息率	0.85%	0.63%	2.38%	2.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷毓	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn