

证券研究报告—动态报告

基础化工

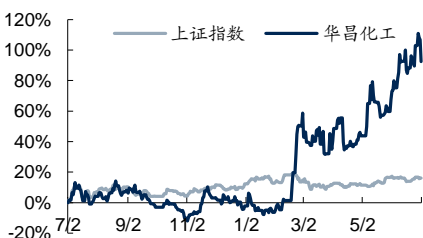
华昌化工(002274)
买入

农用化工

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	952/938
总市值/流通(百万元)	8,924/8,789
上证综指/深圳成指	3,589/15,039
12 个月最高/最低(元)	10.50/4.25

相关研究报告:

《华昌化工-002274-重大事件快评: 丁辛醇、纯碱高景气持续, Q1 业绩预告大幅增长》——2021-04-12

《华昌化工-002274-重大事件快评: 丁辛醇价格上涨, 光伏玻璃拉动纯碱需求》——2021-02-24

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
 E-MAIL: zhangwei@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

丁辛醇、纯碱景气度持续上行, 拓展新材料氢能源业务

● 公司产品全面进入景气周期, 业绩大增符合预期

公司 21H1 营收 47.98 亿元 (YoY+74.18%), 归母净利润 8.76 亿元 (YoY+6266.47%), 处于业绩预告中值 (8.5-9.0 亿元), 业绩符合预期。其中公司 21Q2 营收 27.44 亿元 (YoY+77.44%, QoQ+37.60%), 归母净利润 5.58 亿元 (YoY+19636.15%, QoQ+75.18%)。公司 21H1 毛利率 28.69% (YoY+19.54pct), 净利率 18.26% (YoY+17.76pct), 经营现金流大幅改善至 11.40 亿元 (YoY+730.25%)。

● 多元醇盈利高增, 看好丁辛醇、纯碱下半年持续高景气

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。分板块来看, 多元醇营收 20.57 亿元 (YoY+140.06%), 毛利率 47.20% (YoY+39.59pct); 肥料营收 15.81 亿元 (YoY+40.34%), 毛利率 18.46% (YoY+4.93pct); 纯碱营收 5.17 亿元 (YoY+33.80%), 毛利率 13.07% (YoY+7.43pct)。我们仍然看好看好丁辛醇、纯碱下半年持续高景气度。

● 扩建 30 万吨丁辛醇强化主业, 拓展新材料氢能源业务

公司拟投资建设年产 30 万吨多元醇 (正丁醇、辛醇、异丁醇等) 项目, 建设期为 18 个月, 达产后预计年均收入 23.28 亿元, 年均营业利润 2.32 亿元; 公司年产 3 万吨新戊二醇及 10 万吨聚酯树脂项目正在建设中。新材料方面, 公司增资 5000 万元参股气凝胶龙头企业爱彼爱。氢能源方面, 氢气充装站已通过消防验收, 加氢站正在建设中, 在氢燃料电池电堆、发动机、测试系统和测试服务等领域初步形成布局, 实现了 65kW 发动机的市场运用。

● 风险提示: 产品价格大幅波动, 新建产能投放进度不及预期。
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

维持盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 15.2/16.0/17.3 亿元, 同比增速 733.2/5.2/7.8%; 摊薄 EPS=1.60/1.68/1.81 元, 当前股价对应 PE=8.4/8.0/7.4x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

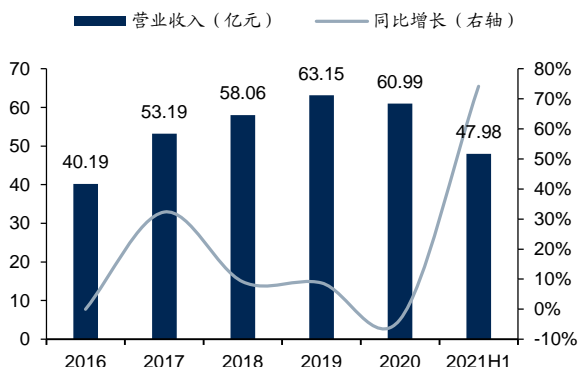
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,315	6,099	8,739	8,354	8,496
(+/-%)	8.8%	-3.4%	43.3%	-4.4%	1.7%
净利润(百万元)	202	183	1522	1601	1726
(+/-%)	41.9%	-9.4%	733.2%	5.2%	7.8%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.19	1.60	1.68	1.81
EBIT Margin	5.4%	4.4%	20.8%	23.3%	24.5%
净资产收益率(ROE)	7.4%	6.4%	40.6%	35.2%	31.9%
市盈率(PE)	63.4	69.9	8.4	8.0	7.4
EV/EBITDA	22.6	25.9	7.8	7.2	6.8
市净率(PB)	4.68	4.50	3.41	2.81	2.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

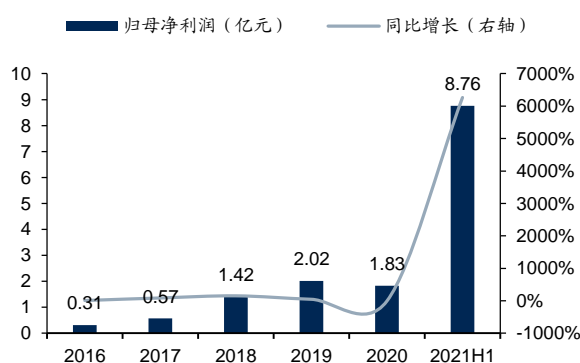
公司产品全面进入景气周期，业绩大增符合预期。公司 21H1 营收 47.98 亿元 (YoY+74.18%)，归母净利润 8.76 亿元 (YoY+6266.47%)，处于业绩预告中值 (8.5-9.0 亿元)，业绩符合预期。其中公司 21Q2 营收 27.44 亿元 (YoY+77.44%，QoQ+37.60%)，归母净利润 5.58 亿元 (YoY+19636.15%，QoQ+75.18%)。公司 21H1 毛利率 28.69% (YoY+19.54pct)，净利率 18.26% (YoY+17.76pct)，三费率为 4.94% (YoY-3.83pct)，主要由于营收增加及运费科目调整所致，经营现金流大幅改善至 11.40 亿元 (YoY+730.25%)。

图 1: 华昌化工营业收入与增速



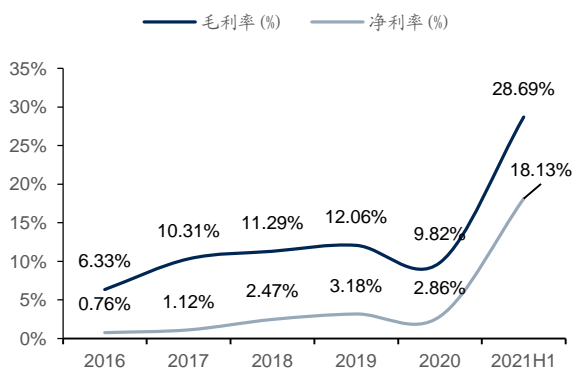
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 华昌化工归母净利润与增速



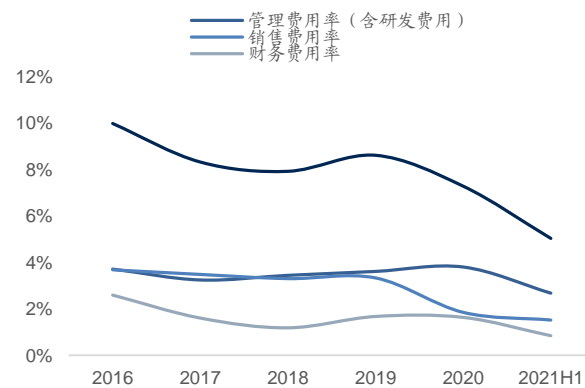
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 华昌化工毛利率与净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 华昌化工三项费用率

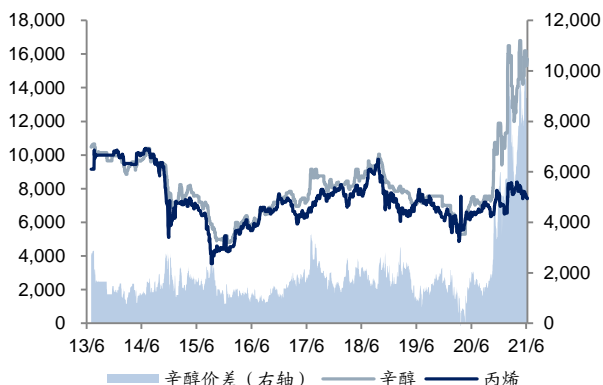


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司是煤气化源头化工企业，业绩大幅增长受益于丁辛醇的高景气度。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。

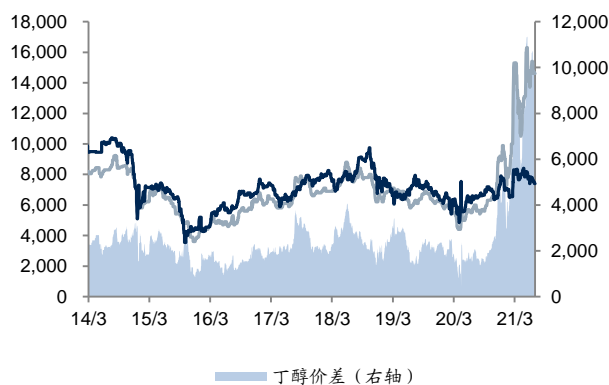
公司 21H1 多元醇板块营收 20.57 亿元 (YoY+140.06%)，毛利率 47.20% (YoY+39.59pct)，主要受益于下游增塑剂 DOP、DOTP 及丙烯酸丁酯的旺盛需求带动，根据 Wind 数据，正丁醇 21H1 均价 12400 元/吨 (YoY+117.9%)，价差为 7755 元/吨 (YoY+348.3%)，正丁醇 21Q3 至今平均价格与价差分别为 15225 元/吨、10710 元/吨；辛醇 21H1 均价 13800 元/吨 (YoY+118.0%)，价差为 7325 元/吨 (YoY+531.5%)，辛醇 21Q3 至今平均价格与价差分别为 17660 元/吨、11375 元/吨。

图 5: 辛醇价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

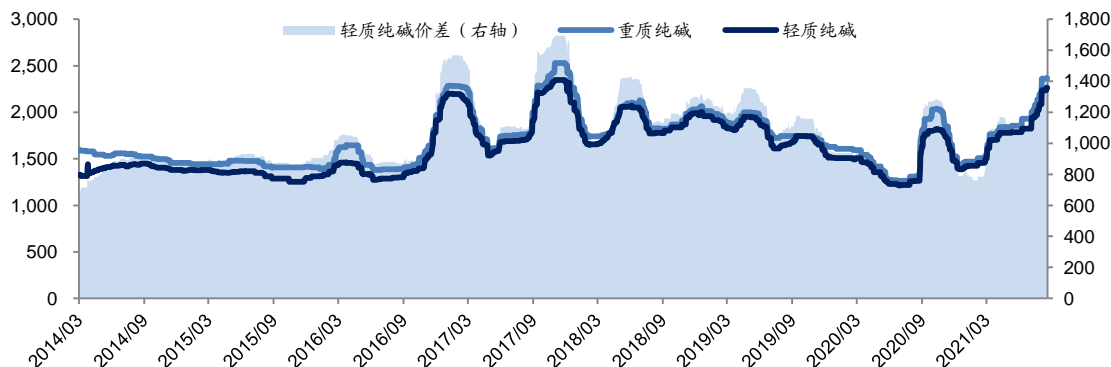
图 6: 丁醇价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司联碱法纯碱盈利优势显著, 看好下半年行业景气度。公司 21H1 纯碱板块营收 5.17 亿元 (YoY+33.80%), 毛利率 13.07% (YoY+7.43pct)。根据卓创资讯数据, 华北地区重质纯碱二季度均价 1965 元/吨, 环比增长约 20%, 华北地区轻质纯碱二季度为均价 1810 元/吨, 环比增长约 17%, 三季度至今重质纯碱价格由 1820 元/吨上涨至 2300 元/吨, 涨幅 26.4%, 浮法玻璃、光伏玻璃的持续需求增长是推动今年以来纯碱价格上行的根本原因。纯碱下游约 60% 用于玻璃行业, 光伏玻璃需求 2021 年有望提升至 5% 以上, 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, 我们认为纯碱未来两年供需格局逐渐转好, 长期进入景气上行周期, 下半年行业仍然存在较大的供需缺口, 产品价格仍然有望上涨, 公司具备 66 万吨纯碱和 70 万吨氯化铵产能, 充分受益于纯碱的景气周期。

图 7: 纯碱价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

扩建 30 万吨丁辛醇强化主业, 拓展新材料氢能源业务。公司拟投资建设年产 30 万吨多元醇 (正丁醇、辛醇、异丁醛等) 项目, 建设期为 18 个月, 达产后预计年均收入 23.28 亿元, 年均营业利润 2.32 亿元; 公司年产 3 万吨新戊二醇及 10 万吨聚酯树脂项目正在建设中。新材料方面, 公司增资 5000 万元参股气凝胶龙头企业爱彼爱。氢能源方面, 氢气充装站已通过消防验收, 加氢站正在建设中, 在氢燃料电池电堆、发动机、测试系统和测试服务等领域初步形成布局, 实现了 65kW 发动机的市场运用。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。维持盈利预测, 预计 2021-2023

年归母净利润 15.2/16.0/17.3 亿元，同比增速 733.2/5.2/7.8%；摊薄 EPS=1.60/1.68/1.81 元，当前股价对应 PE=8.4/8.0/7.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	429	2126	3105	4284	营业收入	6099	8739	8354	8496
应收款项	891	431	458	466	营业成本	5500	6246	5889	5889
存货净额	512	644	602	601	营业税金及附加	20	26	25	25
其他流动资产	458	437	418	425	销售费用	113	358	251	255
流动资产合计	2464	3788	4732	5925	管理费用	195	287	241	245
固定资产	4418	4078	3705	3324	财务费用	100	71	44	28
无形资产及其他	173	166	159	152	投资收益	44	50	0	0
投资性房地产	195	195	195	195	资产减值及公允价值变动	26	10	0	0
长期股权投资	164	174	184	194	其他收入	(23)	0	0	0
资产总计	7413	8401	8974	9789	营业利润	217	1810	1905	2054
短期借款及交易性金融负债	2247	2300	2300	2300	营业外净收支	(3)	5	5	5
应付款项	687	786	735	734	利润总额	215	1815	1910	2059
其他流动负债	1327	1590	1459	1459	所得税费用	40	363	382	412
流动负债合计	4261	4677	4494	4493	少数股东损益	(8)	(69)	(73)	(79)
长期借款及应付债券	226	(74)	(74)	(74)	归属于母公司净利润	183	1522	1601	1726
其他长期负债	25	25	25	25					
长期负债合计	251	(49)	(49)	(49)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4512	4628	4445	4444	净利润	183	1522	1601	1726
少数股东权益	65	24	(20)	(67)	资产减值准备	3	1	(1)	(1)
股东权益	2836	3749	4550	5412	折旧摊销	397	406	431	439
负债和股东权益总计	7413	8401	8974	9789	公允价值变动损失	(26)	(10)	0	0
					财务费用	100	71	44	28
关键财务与估值指标					营运资本变动	(72)	714	(149)	(16)
每股收益	0.19	1.60	1.68	1.62	其它	(2)	(42)	(43)	(46)
每股红利	0.23	0.64	0.84	0.91	经营活动现金流	484	2589	1839	2101
每股净资产	2.98	3.94	4.78	5.69	资本开支	(320)	(50)	(50)	(50)
ROIC	5%	33%	42%	49%	其它投资现金流	(12)	24	0	0
ROE	6%	41%	35%	32%	投资活动现金流	(355)	(36)	(60)	(60)
毛利率	10%	29%	30%	31%	权益性融资	20	0	0	0
EBIT Margin	4%	21%	23%	25%	负债净变化	38	(300)	0	0
EBITDA Margin	11%	25%	28%	30%	支付股利、利息	(216)	(609)	(800)	(863)
收入增长	-3%	43%	-4%	2%	其它融资现金流	317	53	0	0
净利润增长率	-9%	733%	5%	8%	融资活动现金流	(21)	(856)	(800)	(863)
资产负债率	62%	55%	49%	45%	现金净变动	108	1698	979	1179
息率	1.7%	4.8%	6.3%	6.8%	货币资金的期初余额	321	429	2126	3105
P/E	69.9	8.4	8.0	7.4	货币资金的期末余额	429	2126	3105	4284
P/B	4.5	3.4	2.8	2.4	企业自由现金流	225	2526	1791	2039
EV/EBITDA	25.9	7.8	7.2	6.8	权益自由现金流	580	2223	1756	2016

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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。

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