

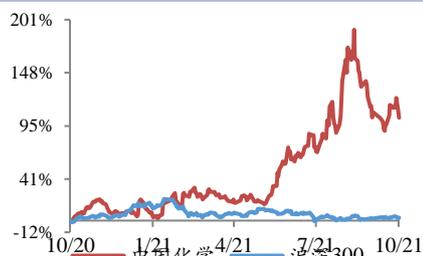
厚积薄发，进军天然碱和磷化工大有可为

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-29

收盘价(元)	10.51
近12个月最高/最低(元)	15.07/5.11
总股本(百万股)	6,109
流通股本(百万股)	4,933
流通股比例(%)	80.74
总市值(亿元)	642
流通市值(亿元)	518

公司价格与沪深300走势比较


分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王鹏

执业证书号：S0010121020019

电话：18810636601

邮箱：wangpeng@hazq.com

相关报告

1. 订单/营收保增长，布局碳中和未来可期 2021-10-17
2. 碳中和解决方案提供商 2021-08-30
3. 订单营收同比大增，战略合作共赢致远 2021-08-18

主要观点：

● 事件描述：

10月29日，公司发布2021年三季报。据公告，2021年前三季度公司实现营收904.95亿元，同比增长36.17%；归母净利润28.98亿元，同比增长4.46%；扣非后归母净利润27.29亿元，同比增长2.18%；加权平均ROE为7.56，同比下降0.84个百分点。

● Q3收入同比增长，合同额、毛利、净利有所下滑影响前三季度表现。

Q3公司营业收入342.35亿元，同比增加15.53%、环比增加9.87%。前三季度合同额1723.3亿元，同比增加17.3%；单三季度合同额404.7亿元，同比下滑27.7%。前三季度毛利润同比增加11.84%，但同比增速环比下滑，原因是Q3毛利润31.3亿元，扣非归母净利润9.49亿元，分别同比下滑9.8%、24.83%。Q3毛利率9.14%，同比下降2.57个百分点。Q3同比有所下降的原因我们认为，一方面是去年Q3疫情复苏带来的高基数(单季利润历史最高)，另一方面是钢铁等原材料涨价增加工程成本。

● 三大项目顺利推进确保年底投产，公司尼龙布局再下一城。

公司在建己二腈—尼龙新材料、气凝胶、可降解塑料三个化工新材料项目正在顺利推进。其中位于淄博的天辰齐翔公司20万吨/年的己二腈工业化示范装置预计2021年底投产，9月14日公司组织“百日会战”确保公司如期投产，10月18日丙烯腈装置建成中交。位于重庆的华陆新材公司一期5万方气凝胶预计2021年年底投产，9月23日公司组织“百日开车”动员会确保12月31日试车。PBAT项目一期10万吨/年计划于2021年12月31日机械竣工，2022年2月投产试运营。

10月18日，中国化学化工新材料产业基地项目参加福建省泉州市招商大会。拟投资150亿元，建设60万吨/年环氧丙烷、90万吨/年过氧化氢、20万吨/年尼龙66、10万吨/年尼龙12等项目，将于今年年底奠基动建，建成后产值将达210亿元。这个项目是公司第二尼龙新材料基地项目，公司看好尼龙新材料发展，或将探索在其他地区规划更多尼龙新材料项目，将自有技术转化为产业，增强在尼龙行业的话语权，为公司创造丰厚利润。

● 依托丰富技术储备，“纯碱+磷化工”双管齐下布局新能源、电子赛道。

纯碱：锂离子电池重要正极材料碳酸锂和光伏组件核心光伏玻璃的生产都需要用到纯碱。目前纯碱的生产方法可分为天然碱法和化学合成法两种，其中化学合成法又可分为联碱法和氨碱法两种。从全球范围看，天然碱法制纯碱以其独特的优势成为主流的制纯碱工艺。天然碱法制纯碱的投资、生产制造成本低一半，而且具有不排废渣、废液的环保优势。在双碳背景下天然碱法主导纯碱行业已经势不可挡。

中国化学在天然纯碱、合成纯碱的工程建设有丰富经验。2018 年建成全球在运行最大规模的天然碱项目——土耳其卡赞天然碱项目，2019 年承接当时全球在建最大的天然碱项目——美国太平洋天然碱项目。2020 年中国化学承接阿拉善塔木素天然碱开发利用项目，2021 年 4 月举行装置区开工仪式，建设产能为年产 780 万吨纯碱、80 万吨小苏打加工装置。根据百川资讯最新统计，全国纯碱总有效产能 3231 万吨，该项目建设后项目产能占有率将达到 20%。未来随着光伏、新能源持续发展，中国化学天然纯碱的工程技术将打开新增长极。

磷化工：磷酸作为一种基础化工原料，可以制备农业中的磷肥、食品中的添加剂、电子工业中的芯片基础材料等。中国化学旗下五环公司长期深耕磷化工领域。2012 年自主研发出“半水-二水法磷酸装置技术”填补国内空白，具有能耗低、磷收率高、成品酸质量好、石膏品质好、运行成本低等优势，为国内磷化工产业的蓬勃发展奠定基础。2020 年 9 月 2 日，由五环公司总承包的目前全球规模最大的兴发 38 万吨/年磷酸项目采用“半水-二水湿法磷酸”工艺装置一次投料成功。

此外，五环公司以磷酸技术为基础逐步深入磷化工环保节能技术研发，进而开发芯片基础材料。

磷化工环保方案提供商：针对目前制约磷化工发展的环保问题，五环公司首创针对“三磷”问题的整体技术解决方案。一、源头减量化，推广先进的磷酸绿色生产工艺“半水-二水法”，提高磷收率，减少磷石膏中的磷含量。二、通过对磷石膏进行在线改性，回收磷石膏渣浆中的水溶磷，固定磷石膏中可溶性磷、氟和有机质，使其酸碱度调整为接近中性，性质与天然石膏接近。磷石膏堆存浸出液指标可达到地表 III 类水标准，从根本上消除磷石膏堆存安全、环保风险，为磷石膏大规模综合利用创造良好条件。三、通过含磷水的资源化利用，将磷化工企业的低浓度含磷水中的水溶磷生产为磷酸盐产品，水质提升到接近生产给水标准，在解决环保问题的同时，提高经济效益。通过整体技术解决方案，将磷化工企业的环保问题通盘解决，并实现资源化、循环化。

磷化工进军芯片材料领域：2021 年 3 月 17 日，五环公司与湖北兴发集团签署电子化学品专区系列产品项目合作框架协议，主要围绕电子化学品、电子级特气、电子级电镀液及电子级硅材料等进行研发、攻关和产业化，旨在突破芯片国产化“卡脖子”问题，是全国第二个、中部地区第一个电子化学品专区。

未来在芯片新材料高速发展、环保日益趋严的背景下，公司在磷化工方面的工艺技术和环保解决方案将得到更广阔的应用。

公司作为一流工程公司，技术底蕴深厚，研发创新能力强，不仅在传统大化工积累丰富经验，而且在天然碱、磷化工等领域也实现自主研发的突破。在碳中和时代，公司一方面可以推动自主研发的 POE、POM、ASA 等众多新材料实现工业化来进一步完善新材料布局，实现实业板块更大发展，另一方面凭借诸多减碳、固碳的技术手段以及绿色磷化工的环保发展路径，公司有望成为双碳时代碳中和解决方案的综合服务提供商，成长可

期。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 39.4、58.2、80.3 亿元，同比增速为 7.7%、47.6%、38%。对应 PE 分别为 15.8、10.7、7.7 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产能投放不及预期、化工项目审核收紧、企业安全生产等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	109995	124899	144120	164893
收入同比 (%)	5.6%	13.5%	15.4%	14.4%
归属母公司净利润	3659	3940	5816	8028
净利润同比 (%)	19.5%	7.7%	47.6%	38.0%
毛利率 (%)	11.3%	10.8%	11.4%	12.5%
ROE (%)	9.7%	9.2%	12.0%	14.2%
每股收益 (元)	0.00	0.64	0.95	1.31
P/E	8.27	15.75	10.67	7.73
P/B	0.95	1.45	1.28	1.10
EV/EBITDA	-0.52	1.53	0.40	-0.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	105926	120956	143470	173468	营业收入	109995	124899	144120	164893
现金	38868	49312	61966	78293	营业成本	97519	111373	127666	144308
应收账款	17558	24357	27240	29881	营业税金及附加	298	474	481	541
其他应收款	3454	5120	5934	6242	销售费用	388	513	569	637
预付账款	6702	8507	9048	10389	管理费用	2260	2930	3150	3620
存货	4201	14460	14063	13616	财务费用	532	385	377	377
其他流动资产	35143	19199	25219	35046	资产减值损失	-80	-355	-118	-158
非流动资产	30082	25213	19512	13408	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	1521	1903	2212	2421	投资净收益	75	149	147	159
固定资产	11388	6383	657	-5362	营业利润	4612	5172	7425	10248
无形资产	2387	2541	2713	2773	营业外收入	71	0	0	0
其他非流动资产	14786	14386	13929	13578	营业外支出	139	0	0	0
资产总计	136008	146168	162981	186876	利润总额	4544	5172	7425	10248
流动负债	87774	92555	103183	118568	所得税	702	969	1240	1738
短期借款	319	0	0	0	净利润	3842	4203	6185	8510
应付账款	48817	47882	56379	66002	少数股东损益	183	263	369	482
其他流动负债	38638	44673	46804	52565	归属母公司净利润	3659	3940	5816	8028
非流动负债	7510	7510	7510	7510	EBITDA	7030	12198	14980	18454
长期借款	5382	5382	5382	5382	EPS (元)	0.00	0.64	0.95	1.31
其他非流动负债	2128	2128	2128	2128					
负债合计	95284	100065	110693	126078					
少数股东权益	3063	3326	3695	4177					
股本	4933	6109	6109	6109					
资本公积	5653	5653	5653	5653					
留存收益	27075	31016	36831	44859					
归属母公司股东权益	37661	42778	48593	56621					
负债和股东权益	136008	146168	162981	186876					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8329	12143	14760	18795
净利润	3659	3940	5816	8028
折旧摊销	1140	6904	7548	8312
财务费用	984	385	377	377
投资损失	-75	-149	-147	-159
营运资金变动	1682	514	769	1714
其他经营现金流	2915	3976	5445	6839
投资活动现金流	-1466	-2172	-1728	-2092
资本支出	-857	-1958	-1597	-2086
长期投资	-351	-363	-278	-165
其他投资现金流	-258	149	147	159
筹资活动现金流	-803	472	-377	-377
短期借款	16	-319	0	0
长期借款	-607	0	0	0
普通股增加	0	1176	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他筹资现金流	-218	-385	-377	-377
现金净增加额	5697	10443	12655	16326

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	5.6%	13.5%	15.4%	14.4%
营业利润	18.8%	12.2%	43.5%	38.0%
归属于母公司净利润	19.5%	7.7%	47.6%	38.0%
获利能力				
毛利率 (%)	11.3%	10.8%	11.4%	12.5%
净利率 (%)	3.3%	3.2%	4.0%	4.9%
ROE (%)	9.7%	9.2%	12.0%	14.2%
ROIC (%)	10.6%	8.3%	10.6%	12.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	70.1%	68.5%	67.9%	67.5%
净负债比率 (%)	234.0%	217.0%	211.7%	207.4%
流动比率	1.21	1.31	1.39	1.46
速动比率	0.81	0.96	1.03	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.85	0.88	0.88
应收账款周转率	6.26	5.13	5.29	5.52
应付账款周转率	2.00	2.33	2.26	2.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.64	0.95	1.31
每股经营现金流	1.36	1.99	2.42	3.08
每股净资产	6.16	7.00	7.95	9.27
估值比率				
P/E	8.27	15.75	10.67	7.73
P/B	0.95	1.45	1.28	1.10
EV/EBITDA	-0.52	1.53	0.40	-0.56

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 主要从事生物半导体、生物机械领域研究, 共发表 10 篇国际论文, 引用数超 600 次, 申请 5 项国家发明专利; 天津大学化工学士; 2 年央企战略规划经验, 5 年化工卖方研究经验; 2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人: 王鹏, 天津大学化工硕士、应用化学学士, 4 年能源化工央企工作经历, 多次担任项目投资评估及市场研究负责人。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。