

Huachang Chemical (002274)

Coal chemical company with a long history is expected to benefit from the launch of new production capacity

Buy (Initiation)

27 November 2023

Research Analyst

Leon Li

(852) 3982 3213

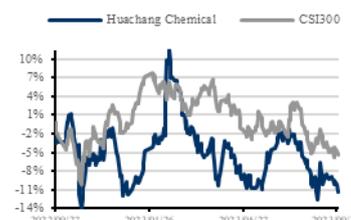
leonli@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	9,045	9,350	9,316	11,282
Growth (YoY %)	-4%	3%	-0.36%	21%
Net profit (RMB mn)	872	737	804	1,029
Growth (YoY %)	-47%	-16%	9%	28%
EPS (RMB)	0.92	0.77	0.84	1.08
P/E (X)	7.87	9.32	8.54	6.67

Investment Thesis

- **Huachang Chemical (HC) has been deeply engaged in the field of chemical industry for more than 50 years:** The company uses coal gasification as the source of the industrial chain, and its main products include fertilizers, soda ash and polyols. The company's revenue and net profit in 2022 were 9 billion (2015-2022 CAGR 12%) and 900 million (2015-2022 CAGR 62%) yuan respectively.
- **Coal-to-urea price difference recovers:** future urea production capacity expansion is limited and downstream demand is strong and less elastic, the urea boom cycle is expected to be maintained. The company relies on coal gasification to produce urea and compound fertilizer, with production capacities of 400,000 tons and 1.6 million tons respectively as of June 2023. Due to the loose supply and demand pattern of coal, the price difference between coal-to-urea has gradually recovered.
- **HC has the leading soda ash production capacity:** The company adopts the joint-alkali method and uses self-produced synthetic ammonia, which has a raw material cost advantage. As of June 2023, HC's soda ash production capacity is 700,000 tons, and its production in the Jiangsu, Zhejiang and Shanghai regional markets has leading scale and competitive advantage. HC's soda ash segment profit is greatly affected by the price of soda ash. The revenue of 1.642 billion yuan in 2022, +28% year-on-year.
- **The polyol business is developing rapidly, and new production is about to be launched:** Butyl-octanol production capacity is generally relatively stable in China, but output is rising steadily and competition in the industry is fierce. HC gives full play to its cost and location advantages, and its polyol business revenue has a compound growth rate of 24% from 2015 to 2022. As of June 2023, HC's product segments include butyl octanol and others, neopentyl glycol, and polyester resin, with production capacities of 320,000 tons, 60,000 tons, and 100,000 tons respectively. In 2021, the company invested in the construction of a polyol project with an annual output of 300,000 tons and supporting facilities. As of June 2023, pre-approval has been completed, which will further enhance the company's competitiveness.
- **The exploration of hydrogen energy has begun to show results:** The hydrogen energy policy continues to be favorable, and HC is exploring multiple directions in the field of hydrogen energy: 1) HC takes advantage of hydrogen production to build its own hydrogen refueling stations; 2) HC is relying on its subsidiaries to develop hydrogen fuel cell stacks, hydrogen fuel cell engine (integrated) and hydrogen fuel cell industry testing equipment; 3) HC's joint ventures conduct research and development of hydrogen fuel cell catalysts.
- **Earnings Forecast & Rating:** We initiate with the BUY rating, and expect that HC's net profit will increase by -16%/9%/28% YoY to Rmb0.74/0.80/1.03bn in 2023/2024/2025 respectively, with corresponding P/E at 9.3/8.5/6.7x respectively, considering that HC's coal chemical business is stable, the construction of new polyol production capacity is steadily progressing, and the hydrogen energy business continues to develop.
- **Risks:** Intensified market competition, ineffective product promotion, fluctuation in product prices, fluctuation of macroeconomic.

Price Movement



Market Data

Closing price (RMB)	7.04
52-week Range (RMB)	6.89/9.35
P/B (X)	1.32
Floating Market Cap (RMB mn)	6,603.51

Basic Data

BVPS (RMB)	5.32
Liabilities/Assets (%)	35.22
Total Issued Shares (mn)	952.36
Shares Outstanding (mn)	938.00

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Chen Shuxian* (陈淑娴) and *Yizhen He* (何亦桢).

华昌化工 (002274)

老牌煤化工企业，新产能蓄势未来可期

买入 (首次)

2023年11月27日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

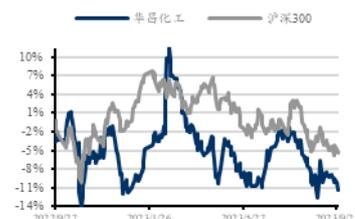
leonli@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	9,045	9,350	9,316	11,282
同比	-4%	3%	-0.36%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	872	737	804	1,029
同比	-47%	-16%	9%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.92	0.77	0.84	1.08
P/E (现价&最新股本摊薄)	7.87	9.32	8.54	6.67

投资要点

- **深耕化工领域五十余载，三大业务稳扎稳打：**公司以煤气化为产业链源头，主营产品包括肥料、纯碱和多元醇。公司2022年营收、归母净利润分别为90、9亿元，2015-2022年复合增速分别达12%、62%，主营业务稳步发展，盈利能力稳健。
- **煤制尿素价差恢复，能效领跑&具备区位优势：**未来尿素产能扩张受限且下游需求强劲且弹性较小，尿素景气周期有望维持。公司依托煤气化生产尿素、复合肥，截至2023年6月的产能分别40、160万吨，由于煤炭供需格局宽松，煤制尿素价差逐步修复，**能效领跑构筑成本优势，瞄准江浙沪农业发达地区和海外市场，区位优势显著。**
- **联碱法生产纯碱，区域市场规模领先：**公司采用联碱法生产，使用自产合成氨，具有原料成本优势；截至2023年6月，公司纯碱产能为70万吨，在江浙沪区域市场的生产规模领先，具有竞争优势。公司纯碱板块盈利受纯碱价格影响较大，2021和2022年盈利逐渐回升，2022年实现营收16.42亿元，同比+28%。
- **多元醇业务高速发展，新增投产即将落地：**中国丁辛醇产能总体比较稳定，但产量稳步上升，行业竞争激烈。公司充分发挥成本优势和区位优势，多元醇业务收入2015-2022年复合增速达24%。截至2023年6月，公司细分产品包括丁辛醇及其他、新戊二醇、聚酯树脂，产能分别为32、6、10万吨。**2021年，公司投资建设年产30万吨多元醇及配套设施项目，截至2023年6月，已完成前置审批，将进一步加强公司竞争力。**
- **氢能源探索初显成效：**氢能源政策利好不断，公司在氢能源领域的多个方向进行探索：1) 公司利用产氢优势自建加氢站；2) 依托子公司研发氢燃料电池电堆、氢燃料电池发动机(集成)和氢燃料电池产业测试设备；3) 联营企业进行氢燃料电池催化剂研发。**公司不断推进产品示范运行，已交付公交车和重卡投入运营。**
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.4、8.0、10.3亿元，同比增速分别为-16%、9%、28%，按2023年9月27日收盘价计算，对应PE为9.3、8.5、6.7倍。考虑到公司煤化工业务稳健，多元醇新产能建设稳步进行，氢能源业务持续发展，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；产品价格波动；项目投产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.04
一年最低/最高价	6.89/9.35
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	6,603.51

基础数据

每股净资产(元)	5.32
资本负债率(%)	35.22
总股本(百万股)	952.36
流通 A 股(百万股)	938.00

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢陈淑娟和何亦桢的指导。

1. 华昌化工：深耕化工领域五十余载，业绩迎来突破

公司是以化工为主业的中国化工百强企业，也是江苏大型肥料制造商。江苏华昌化工股份有限公司成立于1970年，是江苏华昌（集团）有限公司的核心企业，坐落在长江三角洲的江苏省张家港市，地处沿海和长江两大经济带交汇之处。公司历经五十余年发展形成了煤化工、盐化工、石油化工等多产品产业格局。公司商标“金字”为省著名商标，“金”为苏州知名商标。“金字及图”为肥料、化学肥料商品上的驰名商标。

公司规模不断扩大，生产能力不断提高。2007年，华昌化工投资3亿元建设了年产30万吨尿素、20万吨复合肥的生产线。2013年，公司再次投资8亿元扩建生产线，尿素、复合、其他化学品年生产能力达到60万吨、50万吨、20万吨。2020年4月，公司投资建设年产3万吨新戊二醇及10万吨聚酯树脂生产装置。2021年4月，公司投资建设年产30万吨多元醇及配套设施项目，截至2023年7月，已完成项目能评、环评、安评等前置审批，产品品类将进一步丰富

2. 化肥业务：行业供给格局不断优化，景气有望维持

供给端：开工高位运行，产量增长。2023年以来，国内企业停车减量与新增复产同时存在，产能波动，截至2023年8月，国内产能为6971万吨，同比减少5.8%。但尿素开工维持在高位运行，产量增长，2023年1—8月平均开工率为80.4%，同比增长9.5pct；2023年1—8月累计产量为4090万吨，同比增加6%。

需求端：种植需求支撑化肥回升。短期看，秋季备肥驱动尿素的需求增长，叠加保障粮食安全大背景下，国内化肥储备保供力度加大，预计农用需求有望稳健增长；长期看，全球农作物价格持续上涨，种植产业链景气度明显回暖，农民种植意愿上升，推动化肥行业景气度回升

3. 纯碱业务：短期承压，长期有望复苏

国内纯碱供给充足，竞争或将加剧。2022年度，我国纯碱产能为3460.0万吨，同比增长4.6%，占全球产能的49.1%；国内纯碱产量为2920.2万吨，同比增长0.3%；进口量11.4万吨，出口量205.9万吨。截至2023年8月，我国纯碱生产企业CR10仅52%，产能较分散。展望2023年，远兴能源预计以天然碱法工艺新增500万吨，行业产能大幅提升，集中度进一步提高，进一步加剧竞争，供给端承压较大。

我国纯碱行业推进落后产能出清，截至2023年8月只有天然碱项目具备大幅扩产条件。2010年，工信部颁布《纯碱行业准入条件》，规定纯碱行业准入规模和能耗要求。该文件虽已于2020年废除，但截至2023年8月，新增产能项目需经发改委严格审批。2019年，发改委颁布《产业结构调整指导目录(2019年本)》，除天然碱项目外，均被划

为限制类产业。2022年,《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》指出,到2025年,纯碱领域能效标杆水平以上产能比例达到50%,基准水平以下产能基本清零。

光伏玻璃和碳酸锂成为新的需求增量。在全球双碳政策背景下,光伏行业和新能源汽车行业不断发展,光伏玻璃及碳酸锂产能增加成为纯碱下游需求的增长点,支撑产品价格。**光伏玻璃需求端,**根据国际可再生能源署(IRENA)数据,全球光伏累积装机容量由2015年的223GW迅速增长至2021年的843GW。在新增光伏装机量方面,中国光伏协会预计未来全球光伏新增装机量将继续保持高速增长,到2025年,全球光伏新增装机量有望达到330GW。**碳酸锂产能需求端,**每生产1吨电池级碳酸锂平均需要消耗2吨纯碱。根据GGII的数据显示,2021年中国锂电池出货量为327GWh,同比增长130%;2025年中国锂电池市场出货量将超1450GWh,21-25年复合增长率超过43%。作为新能源汽车的重要组成部分,锂电池保持良好的发展势头,碳酸锂需求迎来增长,带动纯碱需求增加。

4. 多元醇项目高速成长,新投产项目未来可期

多元醇新产能带来新成长。1)投资建设年产3万吨新戊二醇及10万吨聚酯树脂项目。该项目拟采用缩合加氢生产新戊二醇,以新戊二醇为主要原料通过酯化、缩聚生产聚酯树脂。截至2023H1,新戊二醇已实现稳产、达产,聚酯树脂正在进行试生产。项目建成后,预计年销售收入8.6亿元,年营业利润1.7亿元。2)布局30万吨多元醇及配套设施项目。2021年6月,项目通过政府部门会办审批。截至2023H1,项目进度为17%。项目建成后,预计年销售收入为23.3亿元,年营业利润2.3亿元。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司2023-2025年的营业收入分别为93.5、93.2、112.8亿元,同比增速分别为3%、-0.4%、21%。2023-2025年归母净利润分别为7.4、8.0、10.3亿元,同比增速分别为-16%、9%、28%,EPS(摊薄)分别为0.77、0.84、1.08元/股。

根据Wind一致预期与我们的预测,2023年可比公司PE均值为9.4倍,公司2023年的PE值为9.3倍,公司估值水平略低于可比公司。考虑到公司煤化工业务稳健,多元醇新产能建设稳步进行,氢能源业务发展扎实,我们看好公司发展前景,首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济波动;产品价格波动;项目投产不及预期。

华昌化工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,370	3,511	3,831	4,684	营业收入	9,045	9,350	9,316	11,282
现金	677	241	1,150	484	减:营业成本	7,423	7,927	7,880	9,409
应收账款	1,298	1,752	1,297	2,337	营业税金及附加	40	44	44	53
存货	827	935	816	1,275	销售费用	120	159	138	147
其他流动资产	568	583	568	588	管理费用	267	309	240	338
非流动资产	4,941	5,275	5,585	5,831	研发费用	59	65	48	73
长期股权投资	208	208	208	208	财务费用	17	0	0	0
固定资产	3,680	3,773	3,859	4,547	资产减值损失	-9	0	0	0
在建工程	536	777	1,000	558	加:投资净收益	41	93	56	51
无形资产	179	179	179	179	其他收益	19	20	23	24
其他非流动资产	338	338	339	339	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	8,311	8,786	9,415	10,514	营业利润	1,145	960	1,046	1,336
流动负债	3,115	3,085	3,162	3,555	加:营业外净收支	-28	-12	-12	-12
短期借款	524	524	524	524	利润总额	1,117	948	1,034	1,324
应付账款	924	837	914	1,177	减:所得税费用	263	221	241	309
其他流动负债	1,667	1,724	1,724	1,854	少数股东损益	-18	-10	-11	-14
非流动负债	104	104	104	104	归属母公司净利润	872	737	804	1,029
长期借款	87	87	87	87	EBIT	1,164	866	990	1,285
其他非流动负债	17	17	17	17	EBITDA	1,609	876	999	1,357
负债合计	3,220	3,189	3,267	3,660					
少数股东权益	98	88	76	62	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	4,993	5,509	6,072	6,792	每股收益(元)	0.92	0.77	0.84	1.08
负债和股东权益	8,311	8,786	9,415	10,514	每股净资产(元)	5.24	5.78	6.38	7.13
					发行在外股份(百万股)	952	952	952	952
					ROIC(%)	15.86	11.15	11.7	13.85
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	17.46	13.37	13.24	15.15
经营活动现金流	1,239	47	1,424	-78	毛利率(%)	17.93	15.22	15.42	16.6
投资活动现金流	-205	-262	-274	-279	销售净利率(%)	9.64	7.88	8.63	9.12
筹资活动现金流	-764	-221	-241	-309	资产负债率(%)	38.74	36.3	34.7	34.81
现金净增加额	260	-436	909	-666	收入增长率(%)	-3.91	3.37	-0.36	21.1
折旧和摊销	445	10	9	72	净利润增长率(%)	-46.61	-15.52	9.12	28.03
资本开支	-41	-356	-330	-330	P/E	7.87	9.32	8.54	6.67
营运资本变动	-91	-608	666	-1,126	P/B	1.38	1.25	1.13	1.01

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

