

证券研究报告—动态报告

基础化工

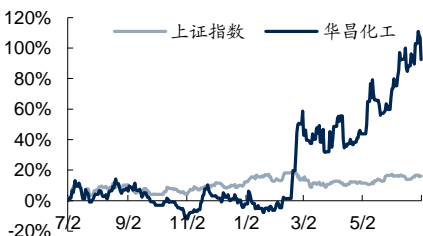
华昌化工(002274)
买入

农用化工

2021 中报预告点评

(维持评级)

2021年07月02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: 丁辛醇价格趋势上涨, 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

上半年业绩大超预期, 产品景气度持续上行

● 公司是煤气化源头化工企业, 产品全面进入景气周期

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。公司预告上半年实现归母净利润同比增长 6078%-6442%, 预计盈利区间为 8.5-9.0 亿元, 对应二季度盈利为 5.3-5.8 亿元, 超出市场预期。

● 丁辛醇、纯碱、尿素盈利大增, 看好下半年持续高景气

公司盈利同比、环比大幅增长, 主要由于丁辛醇、纯碱、尿素景气向好。正丁醇 Q2 至今均价 14020 元/吨, 环比增长 22.7%, 税后平均毛利 6320 元/吨, 环比增长 51.1%; 辛醇二季度均价 14800 元/吨, 环比增长 15.4%, 税后平均毛利 6084 元/吨, 环比增长 34.6%。华北地区重质纯碱 Q2 均价 1965 元/吨, 环比增长约 20%, 华北地区轻质纯碱 Q2 均价 1810 元/吨, 环比增长约 17%, Q2 联氨法纯碱单吨毛利 680 元/吨, 环比增加约 290 元/吨。目前山东地区尿素小颗粒价格约 2740-2800 元/吨, 今年尿素涨幅超过 50%, 目前国内煤头工艺税前毛利约 500-600 元/吨。

● 扩建 30 万吨丁辛醇项目, 打开公司成长空间

公司近期公告, 根据发展战略规划, 拟投资建设年产 30 万吨多元醇 (正丁醇、辛醇、异丁醛等) 及配套设施项目。公司预计建设期为 18 个月 (不含前置审批、设计占用时间)。项目建成后, 预计年均销售收入为 232,819 万元, 年均营业利润 23,196 万元 (按正常年度平均销售价格测算)。公司建设多元醇项目, 是为了发挥优势, 增强规模效应, 做优、做强企业, 提高公司经济效益, 提升核心竞争力。

● 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: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

上调盈利预测, 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=5.9/5.6/5.2x, 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	1.62
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)	44.3	48.9	5.9	5.6	5.8
EV/EBITDA	17.4	20.1	6.1	5.6	5.3
市净率(PB)	3.27	3.15	2.38	1.96	1.65

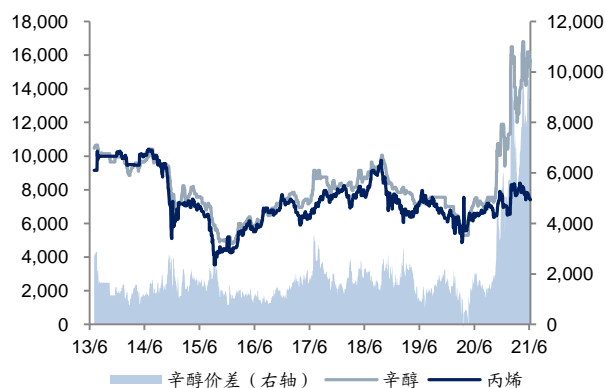
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司是煤气化源头化工企业，产品全面进入景气周期。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。公司预告上半年实现归母净利润同比增长6078%-6442%，预计盈利区间为8.5-9.0亿元，对应二季度盈利为5.3-5.8亿元，超出市场预期。

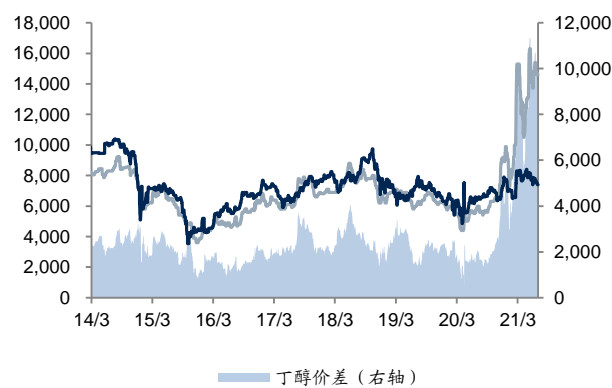
公司业绩大幅增长受益于丁辛醇的高景气度。受益于下游增塑剂DOP、DOTP及丙烯酸丁酯的旺盛需求带动，根据卓创资讯数据，正丁醇Q2至今均价14020元/吨，环比增长22.7%，税后平均毛利6320元/吨，环比增长51.1%；辛醇二季度均价14800元/吨，环比增长15.4%，税后平均毛利6084元/吨，环比增长34.6%。目前行业库存处于低位，未来两年国内无新增产能，同时考虑到三季度DOP、DOTP及丙烯酸丁酯的需求旺季，我们认为丁辛醇三季度价格有望再创新高，公司丁辛醇、异丁醇、异丁醛产能弹性巨大。

图 1: 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

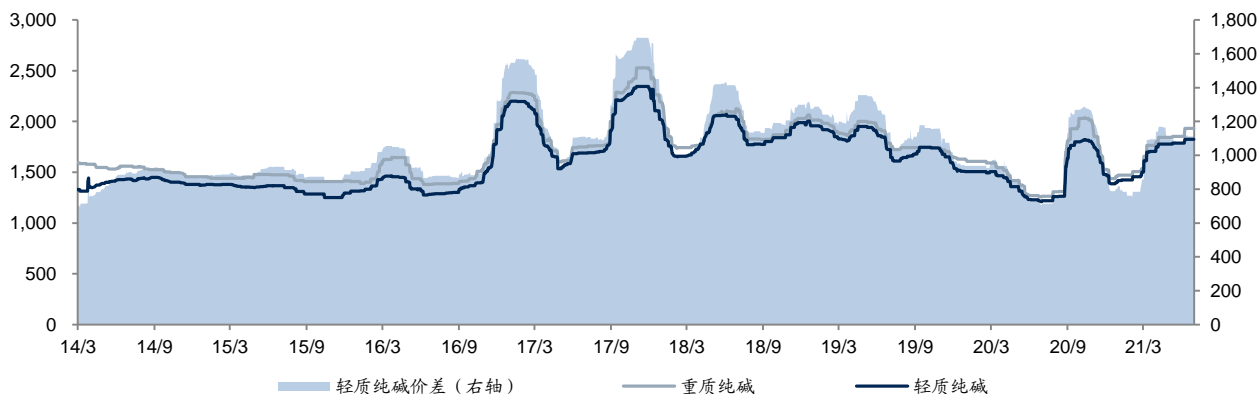
图 2: 丁醇价格与价差 (单位: 元/吨)



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。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%，氯化铵近期受尿素带动大幅上涨，季度联氨法纯碱单吨毛利680元/吨，环比增加约290元/吨。近两周国内纯碱库存持续下降，本周库存环比下降约9%，同比下降约60%。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。

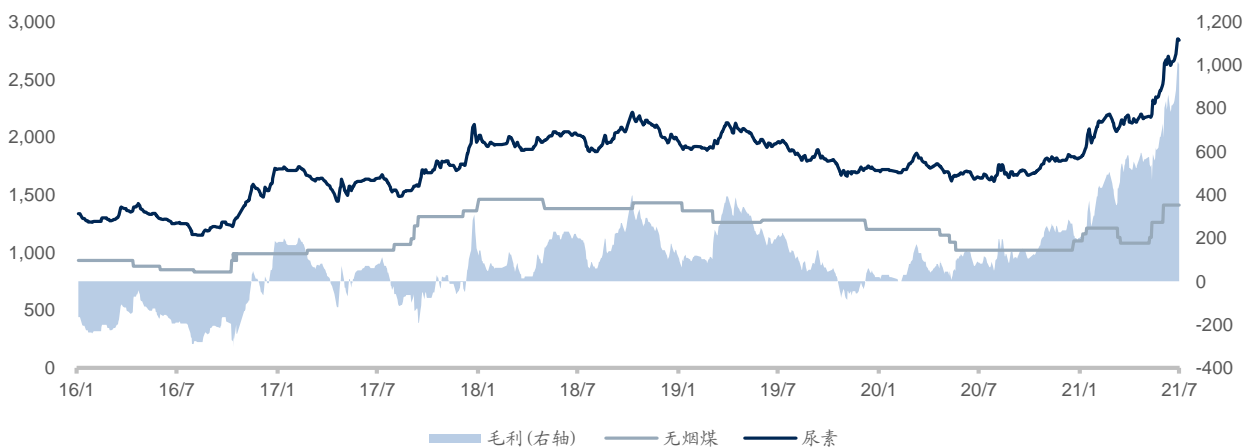
图 3: 纯碱价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

尿素价格持续上行, 看好下半年价格继续上涨。近期国内尿素价格持续大幅上涨, 目前山东地区尿素小颗粒价格约 2740-2800 元/吨, 江苏地区小颗粒价格约 2880 元/吨, 今年以来尿素价格上涨幅度超过 50%, 近期由于煤炭、天然气等原材料价格的大幅上涨, 推动了春耕结束后尿素价格的快速上行, 卓创资讯测算目前国内煤头工艺税前毛利约 500-600 元/吨, 气头工艺税前毛利已经超过 1100 元/吨, 目前国内尿素日产量已经恢复到 16 万吨的较高水平, 但行业库存仍然处于五年以来的最低水平, 较去年同期下降 87%, 对于新一轮的印度招标, 中国报价已经上涨至 FOB 450 美元/吨, 南美市场已经出现 CFR 超过 500 美元/吨的成交价格, 全球范围内尿素供应紧张, 今年 1-5 月份尿素出口达到 194 万吨, 较去年同期增长 30%, 因此出口的持续回暖、海外尿素价格的上行及原材料价格的上涨都推动了今年以来尿素价格的上行, 考虑到四季度的冬储备肥和取暖开始后对行业开工率的影响, 我们认为下半年尿素价格有望继续上涨, 公司具备 40 万吨尿素产能, 受益于尿素价格的上行。

图 4: 尿素价格与价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

扩建 30 万吨丁辛醇项目, 打开公司成长空间。公司近期公告, 根据发展战略规划, 拟投资建设年产 30 万吨多元醇 (正丁醇、辛醇、异丁醛等) 及配套设施项目。公司预计划建设期为 18 个月 (不含前置审批、设计占用时间)。项目建成后, 预计年均销售收入为 232,819 万元, 年均营业利润 23,196 万元 (按正常年度平均销售价格测算)。公司建设多元醇项目, 是为了发挥优势, 增强规模效

应，做优、做强企业，提高公司经济效益，提升核心竞争力。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。上调盈利预测，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=5.9/5.6/5.2x，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	2.4%	6.8%	9.0%	9.7%	货币资金的期初余额	321	429	2126	3105
P/E	48.9	5.9	5.6	5.2	货币资金的期末余额	429	2126	3105	4284
P/B	3.1	2.4	2.0	1.6	企业自由现金流	225	2526	1791	2039
EV/EBITDA	20.1	6.1	5.6	5.3	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。

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