

投资评级 优于大市 维持

## 21年实现归母净利润5.39亿元，同比增长151.82%，公司未来进军乙醇行业

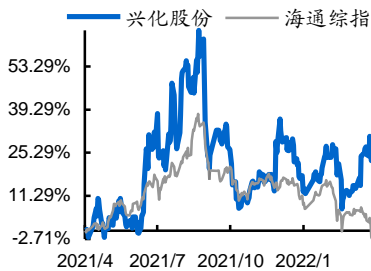
### 股票数据

04月22日收盘价(元)	5.80
52周股价波动(元)	4.50-8.14
总股本/流通A股(百万股)	1053/1053
总市值/流通市值(百万元)	6107/6107

### 相关研究

《21H1 净利润同比大幅提升源于产品价格上涨，公司未来进军乙醇业务》2021.07.23

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.5	0.0	6.4
相对涨幅(%)	16.2	12.3	22.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@htsec.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

### 投资要点:

- 兴化股份公布2021年年度报告。2021年公司实现营业总收入28.37亿元，同比增长46.25%；实现归母净利润5.39亿元，同比增长151.82%。
- 2021年利润增长主要源于销售均价上涨。1)分产品营业收入来看，液氨、甲醇、DMF、混胺2021年营业收入同比分别变化31.88%、39.99%、105.17%、27.34%至7.19、3.19、9.59、4.95亿元；2)分产品价格来看，液氨、甲醇、DMF、混胺2021年销售均价同比分别变化49.12%、39.18%、100.07%、43.87%至2986.14、2026.79、10320.60、8850.64元/吨；3)分产品毛利率来看，液氨、甲醇、DMF、混胺2021年毛利率同比分别变化-0.93、2.48、21.78、4.73个百分点至16.39%、-22.18%、57.75%、37.47%；3)销售、管理、财务费用率2021年同比分别变化-0.27、-0.88、-0.66个百分点至，合计三项费用率变化-1.82个百分点至2.95%。
- 公司以乙醇业务为新业绩增长点，形成“一头多尾”的生产格局。公司拟投资建设“产业升级就地改造项目”，主体内容为建设年生产醋酸甲酯16万吨或乙醇10万吨项目，总投资7.42亿元。公司现有业务中的合成气、甲醇是生产醋酸甲酯、乙醇的主要原材料，公司将形成“一头多尾”的生产格局，以合成气为源头，兼顾生产液氨、甲醇、甲胺、DMF、醋酸甲酯、乙醇等多种产品，延长公司的产业链，增加抵御市场价格波动风险的能力，增加公司收益。
- 公司保持较高分红比例，资金充裕，现金流良好。公司拟以2021年12月31日总股本1052944789股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.50元(含税)，派发现金股利157941718.35元，本次派发现金股利总额占2021年度合并报表归属于母公司所有者的净利润29.33%，充分考虑投资者的利益和合理诉求，更好的回报股东。
- 盈利预测与参考评级。我们预计2022-2024年公司EPS分别为0.73、0.87、0.92元，参考同行业可比公司估值，我们认为合理的估值区间为2022年8-10倍PE，对应合理价值区间为5.84-7.30元，给予优于大市评级。
- 风险提示。在建产能投放进度不达预期，液氨、DMF等产品价格大幅波动、原材料价格波动、宏观经济下行。

### 主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1940	2837	3467	3795	4134
(+/-)YoY(%)	-1.7%	46.3%	22.2%	9.5%	8.9%
净利润(百万元)	214	539	773	919	967
(+/-)YoY(%)	46.4%	151.8%	43.4%	19.0%	5.2%
全面摊薄EPS(元)	0.20	0.51	0.73	0.87	0.92
毛利率(%)	19.0%	27.1%	31.8%	34.3%	33.3%
净资产收益率(%)	5.5%	12.1%	15.4%	16.2%	15.2%

资料来源：公司年报(2020A-2021A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设：**

- 1) 价格假设: 我们预计液氨 2022-2024 年价格分别为 3400、3400、3400 元/吨; 我们预计甲醇 2022-2024 年价格为 2100、2100、2100 元/吨; 我们预计混胺 2022-2024 年价格为 8850、8850、8850 元/吨; 我们预计 DMF 2022-2024 年预计价格分别为 15000、15000、15000 元/吨; 我们预计醋酸甲酯 2023-2024 年价格分别为 6018、6018 元/吨。
- 2) 销量假设: 根据 2021 年年报, 公司液氨年生产能力 30 万吨。因此我们预计液氨 2022-2024 年销量分别为 25.5、25.5、25.5 万吨; 根据 2020 年度非公开发行 A 股股票预案, 乙醇在建项目投产后, 甲醇产量主要为自用。因此我们预计甲醇 2022-2024 年销量分别为 15.73、1.5、1.5 万吨; 根据 2021 年年报, 公司混胺年生产能力 10 万吨。据此我们预计混胺 2022-2024 年销量分别为 6、6、6 万吨; 根据 2021 年年报, 公司 DMF 年生产能力 10 万吨。据此我们预计 DMF 2022-2024 年销量分别为 9.5、9.5、9.5 万吨; 根据非公开发行股票相关主体承诺公告, 公司年产 16 万吨醋酸甲酯项目处于在建中, 我们预计将于 2023 年投产。因此我们预计醋酸甲酯 2023-24 年销量分别为 9.6、14.4 万吨。

**表 1 分业务盈利预测明细表**

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	2837.25	3466.55	3795.50	4134.35
总成本 (百万元)	2067.06	2364.44	2492.67	2757.17
总毛利 (百万元)	770.19	1102.10	1302.83	1377.18
总毛利率	27.15%	31.79%	34.33%	33.31%
<b>液氨</b>				
收入 (百万元)	718.53	780.30	780.30	780.30
成本 (百万元)	600.77	675.10	675.10	675.10
毛利 (百万元)	117.76	105.20	105.20	105.20
毛利率	16.39%	13.48%	13.48%	13.48%
<b>甲醇</b>				
收入 (百万元)	319.01	330.25	31.50	31.50
成本 (百万元)	389.75	389.41	37.14	37.14
毛利 (百万元)	-70.74	-59.17	-5.64	-5.64
毛利率	-22.18%	-17.92%	-17.92%	-17.92%
<b>混胺</b>				
收入 (百万元)	495.07	531.00	531.00	531.00
成本 (百万元)	309.55	332.04	332.04	332.04
毛利 (百万元)	185.52	198.96	198.96	198.96
毛利率	37.47%	37.47%	37.47%	37.47%
<b>DMF</b>				
收入 (百万元)	958.63	1425.00	1425.00	1425.00
成本 (百万元)	404.98	579.89	579.89	579.89
毛利 (百万元)	553.65	845.11	845.11	845.11
毛利率	57.75%	59.31%	59.31%	59.31%
<b>醋酸甲酯</b>				
收入 (百万元)	-	-	577.70	866.55
成本 (百万元)	-	-	432.00	648.00
毛利 (百万元)	-	-	145.70	218.55
毛利率	-	-	25.22%	25.22%
<b>其他</b>				
收入 (百万元)	346.01	400.00	450.00	500.00
成本 (百万元)	362.00	388.00	436.50	485.00
毛利 (百万元)	-16.00	12.00	13.50	15.00
毛利率	-4.62%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

**表 2 兴化股份可比公司估值表**

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
华鲁恒生	600426.SH	30.65	3.43	3.64	3.93	8.92	8.42	7.80
鲁西化工	000830.SZ	18.2	2.53	2.72	2.91	7.19	6.69	6.26
<b>平均值</b>						8.06	7.56	7.03

资料来源: Wind, 海通证券研究所。股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2837</b>	<b>3467</b>	<b>3795</b>	<b>4134</b>
每股收益	0.51	0.73	0.87	0.92	营业成本	2067	2364	2493	2757
每股净资产	4.24	4.76	5.39	6.03	毛利率%	27.1%	31.8%	34.3%	33.3%
每股经营现金流	0.65	0.81	1.03	1.08	营业税金及附加	24	38	42	45
每股股利	0.15	0.21	0.25	0.28	营业税金率%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	5	16	17	19
P/E	11.34	7.90	6.64	6.31	营业费用率%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
P/B	1.37	1.22	1.08	0.96	管理费用	87	139	152	165
P/S	2.15	1.76	1.61	1.48	管理费用率%	3.1%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	6.03	4.45	3.68	3.41	EBIT	626	908	1091	1147
股息率%	<b>2.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.7%</b>	财务费用	-9	-1	10	8
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.2%
毛利率	27.1%	31.8%	34.3%	33.3%	资产减值损失	-17	0	0	0
净利润率	19.0%	22.3%	24.2%	23.4%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	12.1%	15.4%	16.2%	15.2%	<b>营业利润</b>	<b>635</b>	<b>911</b>	<b>1083</b>	<b>1140</b>
资产回报率	11.2%	13.4%	14.3%	13.5%	营业外收支	-3	-2	-2	-2
投资回报率	11.8%	14.2%	15.2%	14.4%	<b>利润总额</b>	<b>632</b>	<b>909</b>	<b>1081</b>	<b>1138</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	811	1061	1254	1321
营业收入增长率	46.3%	22.2%	9.5%	8.9%	所得税	94	136	162	171
EBIT 增长率	150.0%	45.0%	20.1%	5.1%	有效所得税率%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	151.8%	43.4%	19.0%	5.2%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>539</b>	<b>773</b>	<b>919</b>	<b>967</b>
资产负债率	7.6%	12.8%	11.8%	11.1%					
流动比率	5.71	3.30	3.38	3.48	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	5.36	3.11	3.19	3.27	货币资金	1547	1796	1892	2014
现金比率	4.38	2.48	2.52	2.57	应收账款及应收票据	173	237	260	283
<b>经营效率指标</b>					存货	113	117	123	136
应收账款周转天数	22.19	25.00	25.00	25.00	其它流动资产	182	240	264	290
存货周转天数	20.04	18.00	18.00	18.00	流动资产合计	2015	2390	2539	2723
总资产周转率	0.59	0.60	0.59	0.58	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.10	1.17	1.13	1.11	固定资产	2568	2966	3353	3729
					在建工程	50	206	362	518
					无形资产	149	143	137	131
					非流动资产合计	2815	3363	3900	4426
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4830</b>	<b>5753</b>	<b>6439</b>	<b>7149</b>
净利润	539	773	919	967	短期借款	60	400	400	400
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	152	179	186	207
非现金支出	212	152	163	174	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1	18	30	30	其它流动负债	141	144	165	176
营运资金变动	-71	-95	-26	-30	流动负债合计	353	723	751	783
<b>经营活动现金流</b>	<b>680</b>	<b>848</b>	<b>1086</b>	<b>1142</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-9	-702	-702	-702	其它长期负债	12	12	12	12
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	12	12	12	12
其他	0	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>365</b>	<b>735</b>	<b>762</b>	<b>795</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>-702</b>	<b>-702</b>	<b>-702</b>	实收资本	1053	1053	1053	1053
债权募资	-140	340	0	0	归属于母公司所有者权益	4465	5017	5676	6354
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-3	-236	-288	-318	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4830</b>	<b>5753</b>	<b>6439</b>	<b>7149</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-143</b>	<b>104</b>	<b>-288</b>	<b>-318</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>528</b>	<b>250</b>	<b>96</b>	<b>121</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
孙维容 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,联瑞新材,润阳科技,会通股份,利安隆,七彩化学,镇洋发展,纳微科技,中核钛白,万润股份,三联虹普,永太科技,东华能源,德美化工,三友化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。