

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

丁辛醇价格大涨，公司盈利有望复苏

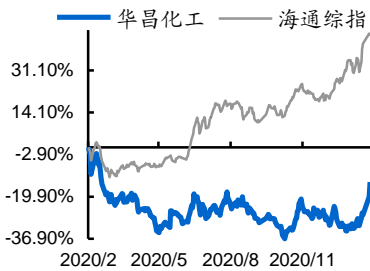
股票数据

| | |
|---------------|-----------|
| 03月04日收盘价(元) | 7.12 |
| 52周股价波动(元) | 4.25-7.88 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 952/938 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 6781/6679 |

相关研究

《华昌化工调研简报：业绩弹性大》
 2010.01.13

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 49.9 | 37.7 | 43.8 |
| 相对涨幅(%) | 53.4 | 37.5 | 39.6 |

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:刘海荣

Tel:(021)23154130

Email:lhr10342@htsec.com

证书:S0850517080010

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- **公司是一家以煤气化为产业链源头的综合性化工企业。**公司产品主要分为三类：一是基础化工产业，包括合成氨、尿素、纯碱、氯化铵、硝酸等；二是化学肥料产业，使用煤化工生产的产品生产新型肥料等；三是新材料产业，后续产品为醇类、增塑剂、树脂、涂料等。公司2020年前三季度实现归母净利润0.25亿元，公司公告2020年业绩快报全年预计实现归母净利润1.76亿元，以此测算4Q2020实现归母净利润1.51亿元，业绩大幅改善。
- **下游需求增加行业开工率上升，纯碱价格有望迎来上涨。**根据卓创资讯数据显示，截止2021年2月18日纯碱行业开工率达83.1%，较去年同期提升8.1个百分点；厂家库存约为104万吨，同比下降12.98%。2021年下半年预计光伏玻璃行业需求较好，对重碱用量有望增加，目前下游浮法玻璃厂家重碱平均库存天数有所下降，纯碱价格后续有望进一步上涨。根据卓创资讯价格统计，截止2月19日，轻质纯碱价格为1425元/吨，较年初1月1日上涨100元/吨；重质纯碱价格为1550元/吨，较1月1日上涨75元/吨。
- **成本上升海外装置减产，丁辛醇价格大幅上涨。**公司多元醇产品主要包括正丁醇、辛醇、异丁醇、正丁醛和异丁醛等。根据卓创资讯价格数据显示，截止2021年2月19日正丁醇价格较年初1月1日上涨3200元/吨至1.23万元/吨；辛醇价格上涨3200元/吨至1.5万元/吨。产品价格大幅上涨主要系：(1)原材料原油价格上涨，成本上升。(2)丁辛醇行业国内装置检修预期提振，多家工厂的减产/检修计划预计将造成正丁醇减量1.5万吨、辛醇减量2万吨。(3)超过90%美国丁辛醇产能分布在环墨西哥湾，美国寒潮导致至少2套丁辛醇装置出现不可抗力或减产现象。
- **需求释放国际价格上涨，尿素景气度有望维持高位。**根据卓创资讯价格数据显示，截止2021年2月19日，尿素价格为2160元/吨，较2021年年初1月1日上涨350元/吨，较2020年均价上涨466元/吨，当前产品价格已经接近2018年以来的高点。尿素价格上涨一方面由于国内农业追肥需求陆续到来，而此前终端用户库存处于低位；另一方面国际上多地区也陆续处于需求旺季，国际尿素价格处于高位上升趋势。综合来看，国内尿素行业景气度有望维持高位，企业盈利显著改善。
- **盈利预测与估值区间。**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.18、0.49、0.55元/股，结合可比公司估值，给予2021年18-20倍PE，对应合理价值区间8.82-9.8元，首次覆盖给予优于大市评级。
- **风险提示。**纯碱价格下跌、尿素价格下跌、丁辛醇价格下跌。

主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5806 | 6315 | 6105 | 7700 | 7890 |
| (+/-)YoY(%) | 9.2% | 8.8% | -3.3% | 26.1% | 2.5% |
| 净利润(百万元) | 142 | 202 | 168 | 470 | 524 |
| (+/-)YoY(%) | 147.8% | 41.9% | -16.6% | 179.8% | 11.5% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.15 | 0.21 | 0.18 | 0.49 | 0.55 |
| 毛利率(%) | 11.3% | 12.1% | 11.8% | 15.6% | 16.1% |
| 净资产收益率(%) | 5.4% | 7.4% | 5.8% | 14.0% | 13.5% |

资料来源：公司年报(2018-2019)，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

公司主要产品为联碱、化肥、精细化工，其中精细化工产品包括精甲醇和多元醇，而多元醇占绝大部分，因此我们盈利预测如下：

(1) 2020-2022 年联碱销量分别为 108、110 和 110 万吨，2020 年价格有所下降，2021 年随着纯碱行业景气度回升，产品价格有所上涨，毛利率也有所上升。

(2) 2020-2022 年化肥销量保持 135 万吨不变，2020 年价格有所下降，2021 年随着尿素行业景气度上升，产品价格和毛利率均有所回暖。

(3) 2020-2022 年精细化工销量保持 38 万吨不变，2020 年价格有所下降，2021 年随着多元醇行业景气度大幅回暖，产品价格和毛利率有所上升。

表 1 2020-2022 年华昌化工分业务盈利预测

| 项目 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 联碱 | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 1158 | 1123 | 1375 | 1430 |
| 毛利率 (%) | 19% | 17% | 20% | 21% |
| 销售成本 (百万元) | 942 | 928 | 1100 | 1130 |
| 化肥 | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 2345 | 2268 | 2565 | 2700 |
| 毛利率 (%) | 13% | 13% | 15% | 16% |
| 销售成本 (百万元) | 2046 | 1985 | 2180 | 2268 |
| 精细化工 | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 2098 | 2014 | 3040 | 3040 |
| 毛利率 (%) | 8% | 8% | 15% | 15% |
| 销售成本 (百万元) | 1929 | 1853 | 2584 | 2584 |
| 其他 | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 714 | 700 | 720 | 720 |
| 毛利率 (%) | 11% | 12% | 12% | 12% |
| 销售成本 (百万元) | 637 | 620 | 637 | 637 |
| 合计 | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 6315 | 6105 | 7700 | 7890 |
| 毛利率 (%) | 12% | 12% | 16% | 16% |
| 销售成本 (百万元) | 5553 | 5385 | 6501 | 6619 |

资料来源：公司 2019 年年报、公司 2020 年业绩快报，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 (元) | EPS (元/股) | | | | PE (倍) | | | |
|------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 三友化工 | 600409.SH | 11.83 | 0.33 | 0.22 | 0.72 | 0.9 | 36 | 54 | 16 | 13 |
| 华鲁恒升 | 600426.SH | 38.6 | 1.51 | 1.24 | 1.77 | 2.12 | 26 | 31 | 22 | 18 |
| 鲁西化工 | 000830.SZ | 15.39 | 1.15 | 0.46 | 0.9 | 1.23 | 13 | 33 | 17 | 13 |
| 平均 | | | | | | | 25 | 39 | 18 | 15 |

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2021 年 3 月 4 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 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 6315 | 6105 | 7700 | 7890 |
| 每股收益 | 0.21 | 0.18 | 0.49 | 0.55 | 营业成本 | 5553 | 5385 | 6501 | 6619 |
| 每股净资产 | 2.87 | 3.04 | 3.54 | 4.09 | 毛利率% | 12.1% | 11.8% | 15.6% | 16.1% |
| 每股经营现金流 | 0.36 | 0.31 | 0.93 | 0.94 | 营业税金及附加 | 17 | 20 | 24 | 24 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 210 | 206 | 256 | 264 |
| P/E | 27.55 | 33.04 | 11.81 | 10.59 | 营业费用率% | 3.3% | 3.4% | 3.3% | 3.3% |
| P/B | 2.03 | 1.92 | 1.65 | 1.43 | 管理费用 | 191 | 176 | 225 | 232 |
| P/S | 0.88 | 0.91 | 0.72 | 0.70 | 管理费用率% | 3.0% | 2.9% | 2.9% | 2.9% |
| EV/EBITDA | 11.47 | 12.39 | 7.48 | 6.78 | EBIT | 306 | 285 | 648 | 706 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 106 | 121 | 123 | 122 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 1.7% | 2.0% | 1.6% | 1.5% |
| 毛利率 | 12.1% | 11.8% | 15.6% | 16.1% | 资产减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 3.2% | 2.8% | 6.1% | 6.6% | 投资收益 | 56 | 33 | 42 | 52 |
| 净资产收益率 | 7.4% | 5.8% | 14.0% | 13.5% | 营业利润 | 280 | 213 | 591 | 657 |
| 资产回报率 | 3.0% | 2.4% | 6.2% | 6.5% | 营业外收支 | -32 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 4.7% | 4.1% | 8.6% | 8.7% | 利润总额 | 248 | 213 | 591 | 657 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 721 | 545 | 888 | 956 |
| 营业收入增长率 | 8.8% | -3.3% | 26.1% | 2.5% | 所得税 | 47 | 45 | 120 | 132 |
| EBIT 增长率 | 25.5% | -7.0% | 127.8% | 8.9% | 有效所得税率% | 19.0% | 20.9% | 20.4% | 20.1% |
| 净利润增长率 | 41.9% | -16.6% | 179.8% | 11.5% | 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 1 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 202 | 168 | 470 | 524 |
| 资产负债率 | 58.0% | 57.0% | 54.8% | 51.2% | | | | | |
| 流动比率 | 0.44 | 0.49 | 0.52 | 0.55 | 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 0.26 | 0.30 | 0.31 | 0.34 | 货币资金 | 321 | 380 | 450 | 570 |
| 现金比率 | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 0.14 | 应收账款及应收票据 | 113 | 208 | 234 | 217 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 560 | 553 | 668 | 676 |
| 应收账款周转天数 | 6.53 | 8.19 | 7.46 | 7.39 | 其它流动资产 | 607 | 667 | 710 | 700 |
| 存货周转天数 | 36.82 | 37.52 | 37.49 | 37.27 | 流动资产合计 | 1601 | 1808 | 2062 | 2162 |
| 总资产周转率 | 0.95 | 0.89 | 1.02 | 0.97 | 长期股权投资 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 固定资产周转率 | 1.63 | 1.45 | 1.60 | 1.49 | 固定资产 | 3875 | 4205 | 4815 | 5285 |
| | | | | | 在建工程 | 640 | 340 | 190 | 140 |
| | | | | | 无形资产 | 171 | 168 | 162 | 157 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 5044 | 5070 | 5525 | 5940 |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 6645 | 6878 | 7586 | 8102 |
| 净利润 | 202 | 168 | 470 | 524 | 短期借款 | 2203 | 2337 | 2300 | 2261 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 1 | 应付票据及应付账款 | 934 | 871 | 1070 | 1091 |
| 非现金支出 | 423 | 260 | 240 | 250 | 预收账款 | 190 | 202 | 250 | 252 |
| 非经营收益 | 82 | 88 | 81 | 69 | 其它流动负债 | 311 | 292 | 320 | 328 |
| 营运资金变动 | -361 | -218 | 92 | 49 | 流动负债合计 | 3638 | 3703 | 3940 | 3931 |
| 经营活动现金流 | 345 | 300 | 883 | 894 | 长期借款 | 188 | 188 | 188 | 188 |
| 资产 | -37 | -286 | -694 | -665 | 其它长期负债 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 投资 | -8 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 其他 | 28 | 33 | 42 | 52 | 负债总计 | 3856 | 3921 | 4159 | 4150 |
| 投资活动现金流 | -17 | -254 | -651 | -613 | 实收资本 | 952 | 952 | 952 | 952 |
| 债权募资 | 2312 | 134 | -38 | -39 | 归属于母公司所有者权益 | 2730 | 2898 | 3368 | 3892 |
| 股权募资 | 16 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 59 | 59 | 59 | 60 |
| 其他 | -2653 | -121 | -123 | -122 | 负债和所有者权益合计 | 6645 | 6878 | 7586 | 8102 |
| 融资活动现金流 | -325 | 13 | -161 | -160 | | | | | |
| 现金净流量 | 1 | 59 | 70 | 120 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
刘海荣 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： 华峰化学,诺普信,扬农化工,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 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。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: 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。