

## 证券研究报告—动态报告

基础化工

农用化工

**华昌化工 (002274)**

重大事件快评

**买入**

(首次评级)

2021年02月24日

# 丁辛醇价格趋势上涨，光伏玻璃拉动纯碱需求

证券分析师：杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

证券分析师：薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001

证券分析师：龚诚 010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

## 事项：

近期，丁辛醇价格暴涨，我们看好弹性最大受益标的华昌化工。

### 国信化工观点：

**1) 丁辛醇价格大幅上涨，公司是弹性最大受益标的：**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。2020 年底以来丁辛醇价格涨幅巨大。目前辛醇价格上涨至 16000-16500 元/吨，行业毛利润约 8000 元/吨，正丁醇价格上涨至 15000 元/吨，行业毛利润约 7000 元/吨。下游主要应用领域增塑剂同样涨幅巨大，价格传导通畅，丁辛醇价格仍有大幅上涨空间。丁辛醇价格每上涨 1000 元，公司利润增厚 1.85 亿元。

**2) 正丁醇：国内外装置停车导致供应趋紧，下游丙烯酸丁酯需求强劲：**全球正丁醇产能约 1000 万吨/年，德国巴斯夫、韩国 LG、台湾台塑共 75 万吨/年装置不可抗力，美国德州极寒天气导致美国 55 万吨/年装置停产，2020Q4 国内出口 7.2 万吨，同比增长 325.9%。目前国内正丁醇产能约 260 万吨/年，2020 年产量约 190 万吨，开工率 73%。部分装置近期停车检修，预计减少供给 18 万吨/年，部分装置转产辛醇导致供给紧张。正丁醇下游约 55% 用于生产丙烯酸丁酯，国内丙烯酸丁酯开工率已达 58%，较去年同期增加 15 个百分点，拉动对于正丁醇的需求。

**3) 辛醇：开工率已达高位，DOTP 扩产有望带动需求旺盛。**国内目前辛醇产能约 240 万吨，2020 年产量约 210 万吨，开工率 88%，2021 年 2 月国内辛醇装置平均开工率已达 110%。多家工厂在 2021Q1、2021Q2 计划例行检修，预计月开工率降低 10% 左右。辛醇下游 80% 用于生产 DOP 和 DOTP，对于辛醇单耗均为 0.7。目前 DOP 和 DOTP 装置开工率均高于往年同期，分别达到 55% 和 65%，且多数停车和减产企业从 2 月下旬也恢复正常生产，带动对辛醇需求。未来一年国内无辛醇新增产能，而 2021-22 年国内 DOTP 计划新增产能 94.5 万吨，拉动国内辛醇需求。

**4) 光伏玻璃需求拉动，纯碱景气有望复苏：**我国纯碱产能约 3317 万吨/年，2020 年产量约 2760 万吨，同比降低 1.5%，行业实际开工率 83.2%，纯碱下游约 60% 用于玻璃行业。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，我们测算 2020-2022 年按照全球光伏装机 125、170、220GW 考虑，对于纯碱需求分别为 192、271、358 万吨，2021 年、2022 年分别新增需求 79 万吨、87 万吨。2021、2022 年纯碱产能预计分别减少 20 万吨、增加 140 万吨。我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。

**5) 风险提示：**原材料价格大幅波动，产品价格大幅回落的风险，下游产品需求不及预期。

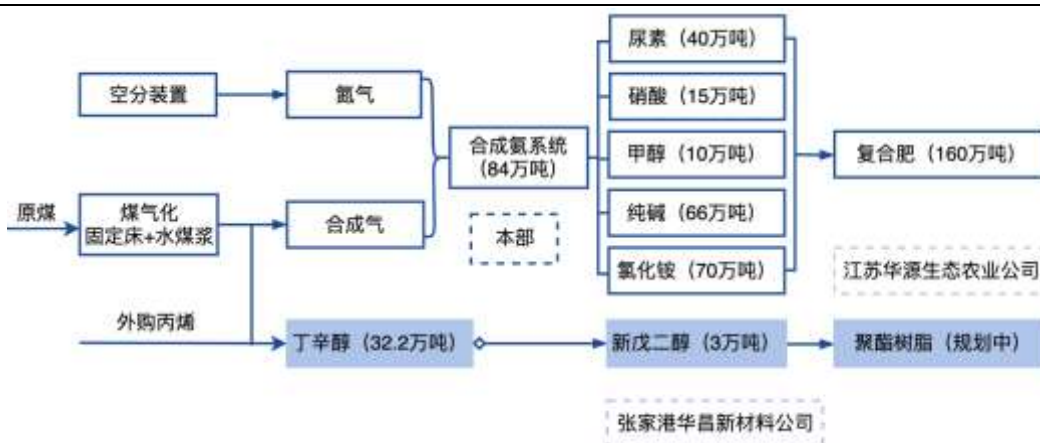
**6) 投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.8/12.5/13.7 亿元，对应 EPS 为 0.19/1.31/1.62 元，对应当前股价 PE 为 38/5/4x。我们看好丁辛醇与纯碱的行业景气度，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 评论:

### ■ 公司是以煤气化为产业链源头的综合性化工企业

公司产品线丰富，布局氢能领域。公司是以煤气化为产业链源头的综合性化工企业。产业链分为三个部分：一是基础化工产业，以煤制合成气（主要成分 CO+H<sub>2</sub>），生产合成氨、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，以合成气与丙烯等为原料，生产新型材料，后续产品为醇类、增塑剂、树脂、涂料等。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。另外公司合成氨外售 8-10 万吨，后续可用于拓展产业链或增加其他下游产品产能。近年来公司一直致力于探索氢资源能源利用及新用途，促进产品及产业升级。

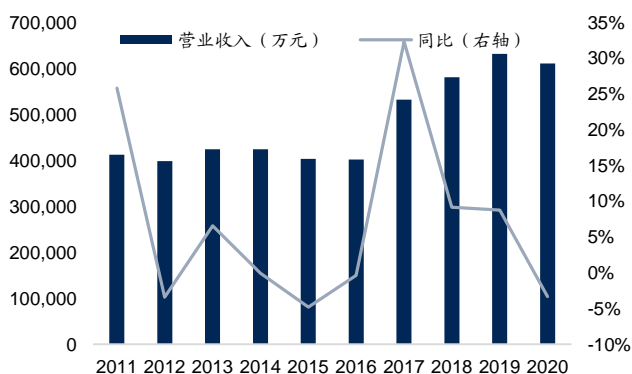
图 1：公司产业链结构图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

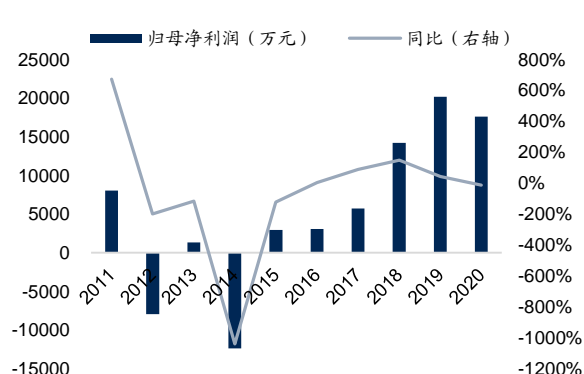
公司近年营收盈利稳定增长，2020Q4 景气复苏。公司营收与归母净利润自 2016 年以来保持稳定增长，收入由 2016 年的 40.2 亿元增长至 2020 年的 61.0 亿元，CAGR 为 11.0%，公司归母净利润由 2016 年的 0.31 亿元增长至 2020 年的 1.75 亿元，CAGR 为 5.1%。根据公司《2020 年度业绩快报》，2020 年实现营收 61.0 亿元，同比-3.3%，实现归母净利润 1.75 亿元，同比-12.8%。公司 2020 年经营呈现一、二季度低迷、下滑，自三季度 9 月份开始回升；由于主营产品价格大幅回升，导致四季度经营业绩大幅回升。其中 2020Q4 实现营收 18.1 亿元，同比+41.2%，环比+18.1%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比+304.3%，环比+1208.0%。我们认为公司低点已过，景气开始复苏。

图 2：2011 年至今公司营业收入与增速



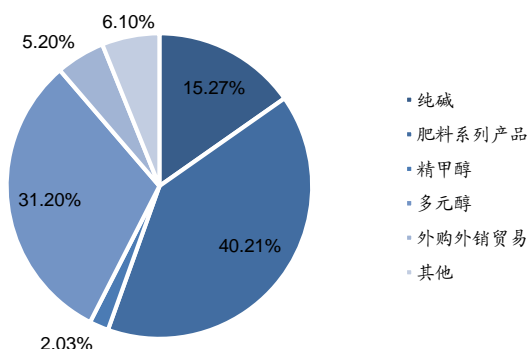
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：2011 年至今公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：2019 年分板块业务收入占比



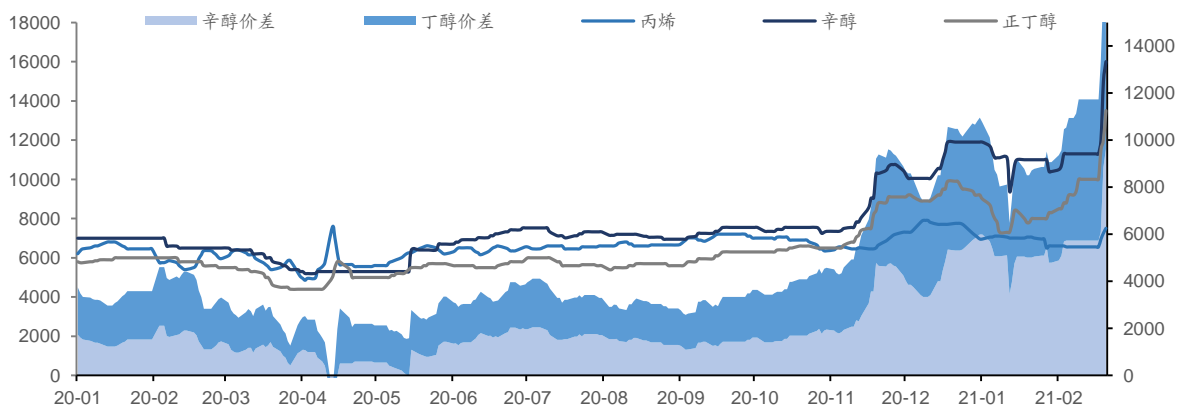
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**公司新产能进展顺利，布局氢能源领域。**公司锅炉升级及配套技术改造项目正在建设中，预计 2021 年二季度达到预定可使用状态，该项目为对自备电厂锅炉及配套设施进行的改造，达到节能降耗的目的。年产 3 万吨新戊二醇及 10 万吨聚酯树脂项目。项目全部完成前置审批，已取得施工许可证。目前已进入施工阶段，项目建设期为 12 个月。控股子公司苏州华昌承担的氢能源拓展事项正在按计划展开；一方面进行研究开发，迭代电堆产品，其中二代产品通过测试的情况看，取得良好成绩，目前正在进行三代产品研发；同时参与承担的国家重点专项：百千瓦级燃料电池测试系统开发，已通过中期验收。

■ 丁辛醇及下游产品价格暴涨，价差扩大价格传导顺畅，仍存上涨空间

**2020 年四季度以来，丁辛醇价格涨幅巨大，春节后加速上涨。**截至 21 年 2 月 20 日，丁醇报价 13500 元/吨，同比+132.8%，环比+73.1%。辛醇报价 16000 元/吨，同比+146.2%，环比+45.5%。原材料丙烯目前报价 7500 元/吨，环比+6.4%。从价差来看，2020 年四季度以来，丁辛醇价差不断扩大，正丁醇价差 8925 元/吨，同比+335.6%；辛醇价差 9625 元/吨，同比+656.1%。在原材料丙烯价格稳定的情况下，丁辛醇报价大幅上涨，价差持续扩大。

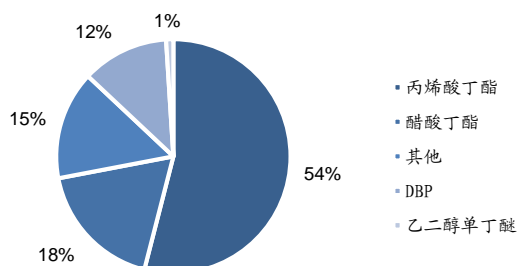
图 5：丁辛醇价格和价差近期走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

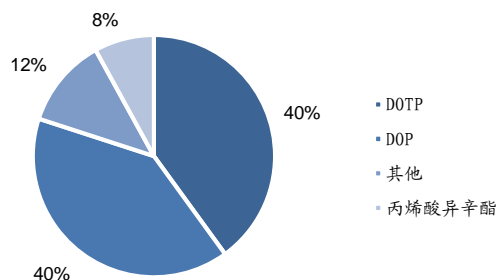
**下游产品价格同涨，丁辛醇涨价传导通畅。**正丁醇下游约 55%用于生产丙烯酸丁酯；辛醇下游 80%用于生产邻苯二甲酸二辛酯（DOP）和对苯二甲酸二辛酯（DOTP）。丁辛醇下游酯类产品价格近期均创新高。2 月 20 日丙烯酸丁酯报价为 15800 元/吨，同比+90.4%，环比+39.8%；DOP 报价为 14200 元/吨，同比+95.9%，环比+51.9%；DOTP 报价 14800 元/吨，同比+89.7%，环比+45.8%，下游产品价格传导通畅。

图 6: 正丁醇下游消费领域



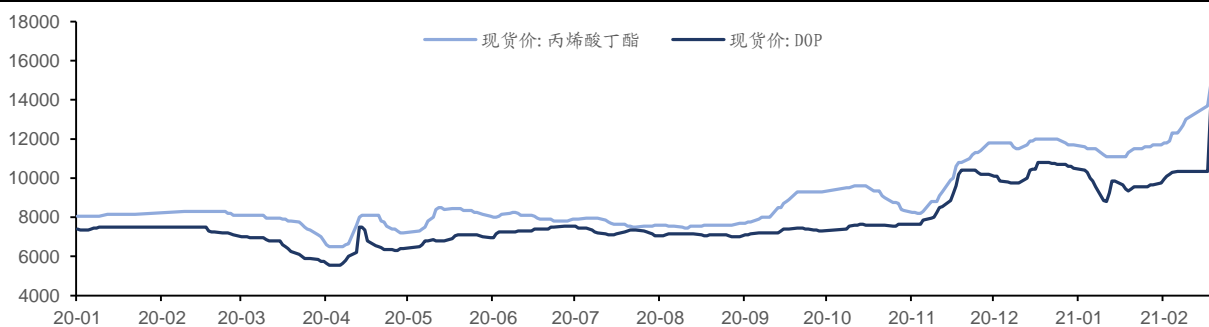
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 7: 辛醇下游消费领域



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 8: 丙烯酸丁酯和 DOP 近期价格快速拉升 (元/吨)

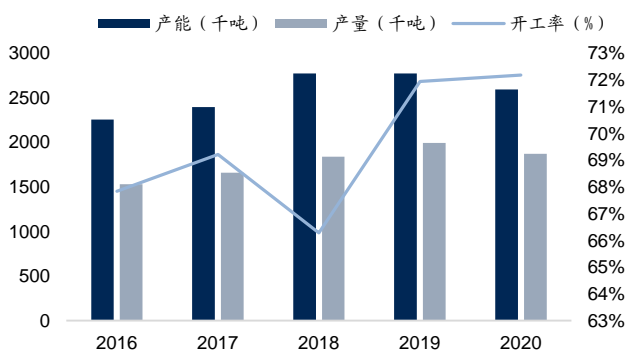


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

### ■ 丁辛醇供给受限叠加需求暴增, 景气度有望超预期

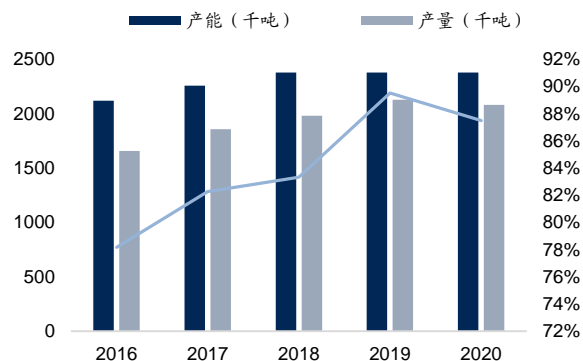
丁辛醇部分装置可转换生产, 价格具有联动性, 开工率均处于历史高位。国内目前共有 19 家丁辛醇企业在产, 2020 年我国正丁醇产能 259 万吨, 产量 187 万吨, 开工率 73%; 辛醇产能 237 万吨, 产量 208 万吨, 开工率 88%。丁醇与辛醇根据装置不同, 可以在一定产能范围内调控产量, 因此价格具有联动性。目前辛醇开工率 92% 左右, 丁醇开工率 88% 左右, 均处于历史高位。

图 9: 正丁醇产能产量



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 10: 辛醇产能产量



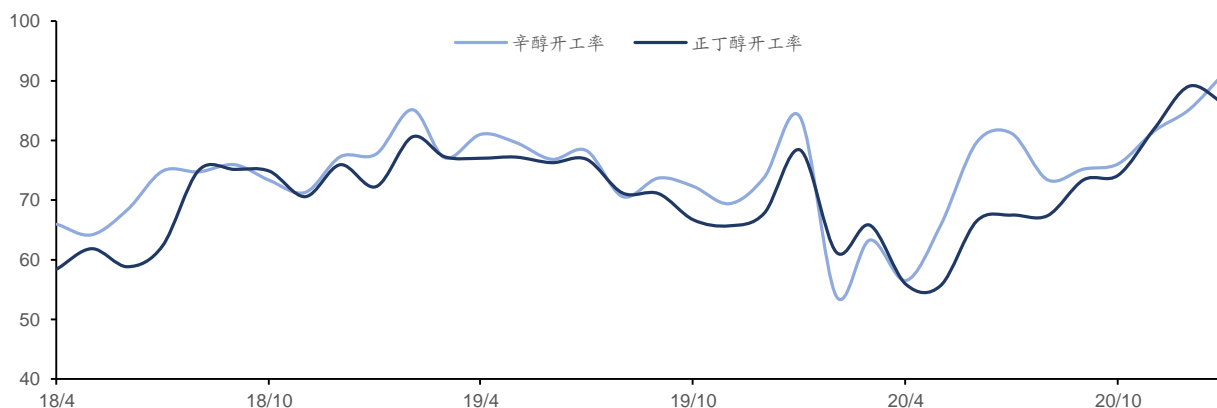
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

表 1: 国内丁辛醇主要生产企业统计 (万吨)

序号	企业	辛醇产能	正丁醇产能	合计产能
1	鲁西化工	35	40	75
2	天津渤化	28	17	45
3	江苏华昌	14	18	32
4	齐鲁石化	25.5	5	30.5
5	烟台万华		30	30
6	扬子巴斯夫		28.5	28.5
7	四川石化	8	19.5	27.5
8	吉林石化	5	19	24
9	南京诚志	23		23
10	安庆曙光	11	12	23
11	中海壳牌	12	10.6	22.6
12	利华益集团	14	8.5	22.5
13	山东建兰	21		21
14	大庆石化	12	8	20
15	延安能源		19.3	19.3
16	华鲁恒升	18	0	18
17	山东蓝帆	14		14
18	兖矿集团		13.5	13.5
19	东明东方化工	9.5		9.5

资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 11: 国内丁辛醇装置开工率 (%)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**不可抗力导致装置停车，正丁醇全球供应紧张。**全球正丁醇产能约 1000 万吨/年，12 月上旬德国巴斯夫 45 万吨/年正丁醇装置对外宣布不可抗力，目前仍未重启，而台湾台塑 25 万吨/年装置在 12 月中旬停车检修尚未开车。近期美国德州极寒天气导致美国 55 万吨/年装置停产，同时国内部分装置近期停车检修，预计减少供给 18 万吨/年，此外部分丁辛醇装置转产辛醇导致供给紧张。随着终端涂料以及汽车行业的复苏，全球正丁醇市场处于紧张局面。

表 2: 海外正丁醇装置的近期运行状况

企业名称	产能 (万吨/年)	装置运行
德国巴斯夫	45	2020 年 12 月上旬对外宣布不可抗力，重启时间未明确
韩国 LG	5	2020 年 11 月初停车，1 月中旬重启后低负荷运行
台湾台塑	25	12 月中旬停车检修

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**丙烯酸丁酯出口大增，国内需求旺季拉动正丁醇需求。**正丁醇下游约 55% 用于生产丙烯酸丁酯，2020 年四季度我国丙烯酸丁酯出口 7.2 万吨，同比+325.9%。内需方面，春节前上海华谊丙烯酸丁酯检修装置复产提升负荷，目前国内丙烯

酸丁酯开工率达 58%，较去年同期增加 15 个百分点，同时国内邻苯二甲酸二丁酯（DBP）和醋酸丁酯在春节后即将进入需求旺季，带动对正丁醇的需求。整体来看，丙烯酸丁酯以及醋酸丁酯等产品库存均处于低位，工厂对原料采购积极性较高，有助于维持对正丁醇的需求。

**辛醇高开工无库存，下游增塑剂 DOTP 快速扩产带动辛醇高景气。**国内目前辛醇产能约 240 万吨，2020 年产量约 210 万吨，开工率 88%，2021 年 2 月国内辛醇装置平均开工率已达 110%，多家工厂在 2021Q1、2021Q2 计划例行检修，预计月开工率降低 10% 左右。辛醇下游 80% 用于生产 DOP 和 DOTP，对于辛醇单耗均为 0.7。目前 DOP 和 DOTP 装置开工率均高于往年同期，分别达到 55% 和 65%，且多数停车和减产企业从 2 月下旬也恢复正常生产，将进一步带动下游产品对辛醇的需求量。未来一年国内无辛醇新增产能，而 2021-22 年国内 DOTP 计划新增 94.5 万吨，拉动国内辛醇需求。

**表 3：2021-22 年 DOTP 新增产能统计（单位：万吨）**

企业名称	产能	地区	规划投产时间
春达化工	15	广东	2021 年 3 月
齐鲁增塑剂	10	山东	2021 年 4 月
开封九泓	10	河南	2021 年 5 月
盘锦联成	3.5	辽宁	2021 年 6 月
山东宏信	4	山东	2021 年 9 月
益美得	10	山东	2021 年 12 月
万生环保	12	山东	2022 年 12 月
福建春达	15	福建	2022 年 12 月
浙江伟博	10	浙江	2022 年 12 月
山东科兴	5	山东	2022 年 3 月
合计	94.5		

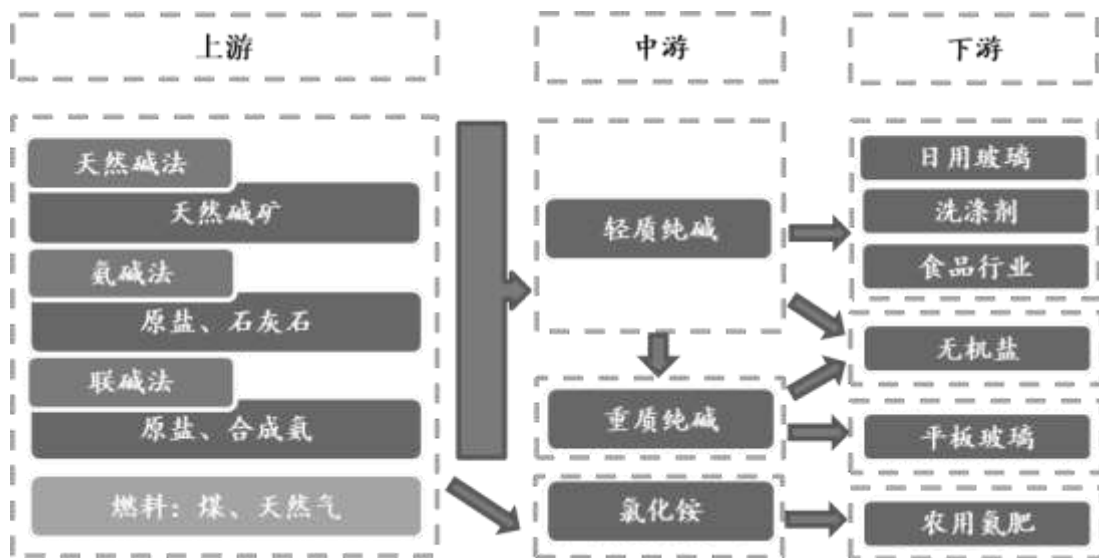
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**下游 PVC 产品生产扩张带动市场对增塑剂的需求增加。**目前下游 PVC 手套厂高负荷运行，受海外疫情持续加剧影响，2020 PVC 手套出口量同比激增，2020 年 11 月同比增长 78.9%，目前下游手套企业订单大部分已排产至今年五月份，PVC 手套产能供不应求。同时下游 PVC 电缆造粒以及薄膜等企业订单呈小幅增长态势，且 DOTP 对环氧类增塑剂的替代或将延续，市场将进一步增加对 DOTP 的需求。目前 PVC 下游制品整体开工率处于高位，开工负荷高达 80%~90%。

#### ■ 公司具备联氨法纯碱工艺，光伏玻璃有望拉动纯碱行业景气上行

**公司具备 66 万吨/年联氨法纯碱，副产氯化铵用于生产复合肥。**纯碱按照密度不同分为轻质纯碱和重质纯碱，轻质纯碱密度为 500-600kg/m<sup>3</sup>，重质纯碱密度为 1000-1200 kg/m<sup>3</sup>，重质纯碱是由轻质纯碱经过水合得到的。重质纯碱下游主要是平板玻璃、日用玻璃、汽车玻璃、光伏玻璃等。轻质纯碱主要用于氧化铝、洗涤剂、日化行业。纯碱生产工艺主要分为天然碱法和合成碱法，合成碱法又分为氨碱法和联碱法。全球来看氨碱法装置分布广泛，产能占比 47%；天然碱法装置产能占比 24%，主要分布在美国、土耳其和中国等少数国家；联碱法装置几乎全部分布在中国。天然碱不但质量好，而且生产成本较低，但受资源限制无法大规模扩产。

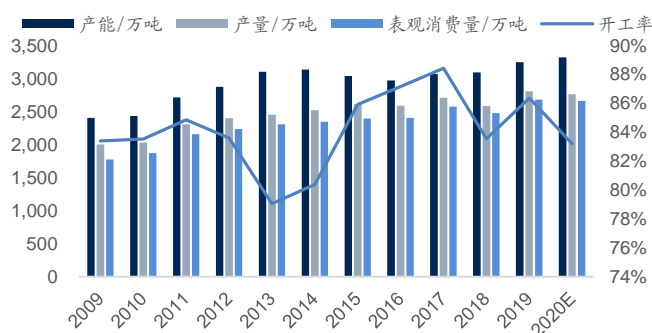
图 22: 纯碱产业链



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

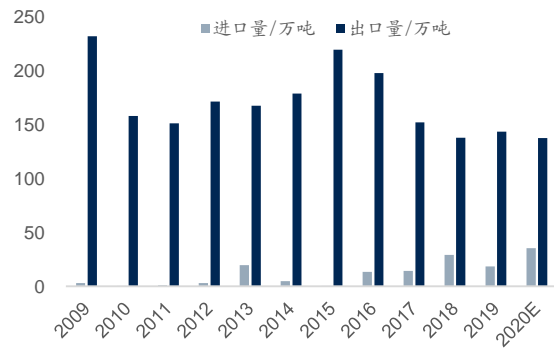
我国是纯碱净出口国，供需基本平衡。全球纯碱产能约 7000 万吨/年，根据卓创资讯统计，我国产能约 3317 万吨/年，占比近 48%。从工艺上来看，主要为联碱法和氨碱法，其中联碱企业总产能为 1610 万吨，氨碱企业总产能为 1530 万吨，天然碱企业总产能为 180 万吨。2020 年国内纯碱产量约 2760 万吨，同比降低 1.5%，行业实际开工率 83.2%，同比降低 3.1pp。从国内进出口来看，我国是纯碱净出口国，2019 年全年出口 137.8 万吨，同比降低 4.0%，进口 35.6 万吨，同比增长 90.6%，全年表观消费量约 2660 万吨，同比降低 0.8%。

图 13: 我国纯碱产能、产量、表观消费量情况



资料来源:卓创资讯,国信证券经济研究所整理

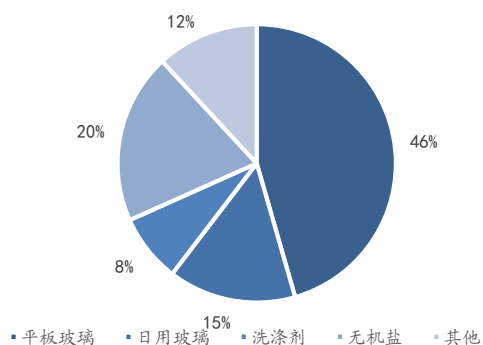
图 14: 我国纯碱进出口情况



资料来源:海关总署,卓创资讯,国信证券经济研究所整理

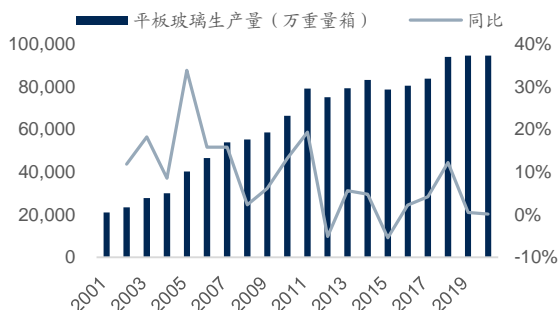
纯碱下游主要生产玻璃，玻璃高开工低库存。玻璃在纯碱下游需求中占比约 61%，其次是洗涤剂、无机盐等。2020 年我国平板玻璃产量 94572.3 万重量箱（约合 4728.6 万吨），同比增长 0.1%。根据百川浮盈数据，目前国内玻璃生产线（剔除僵尸产线）共计 288 条，其中在产 252 条，冷修停产 36 条，浮法产业企业开工率为 87.5%，产能利用率为 88.1%。目前玻璃行业库存 3107 万重箱，库存天数为 11.5 天，均处于历史低位。

图 15: 我国纯碱下游需求



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 16: 我国平板玻璃生产量



资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 我国浮法玻璃产能利用率



资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 我国玻璃行业库存 (万重量箱)



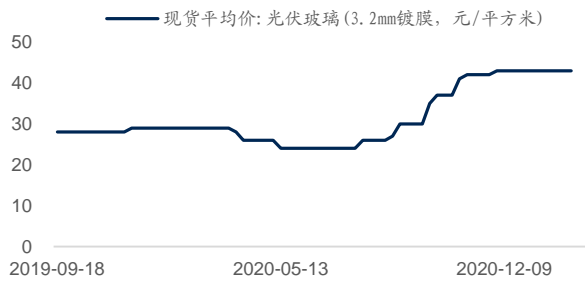
资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

**光伏玻璃拉动纯碱需求, 房地产需求稳中向好。**一方面未来 2-3 年光伏装机量将保持 30% 增长, 另一方面双玻组件渗透率提高将拉动光伏玻璃需求。光伏组件可分为单玻组件和双玻组件: 单玻组件采用正面 3.2mm 光伏玻璃+电池+背面背板(全铝层覆盖)封装, 双玻组件正反面均采用 2.5mm (或 2.0mm) 光伏玻璃进行封装。由于双玻组件的封装结构可更好地保护光伏电池, 因此其在组件中渗透率逐渐提高。2020 年下半年由于光伏装机需求大增, 光伏玻璃价格由 26-28 元/平方米上涨至 2021 年初的 40-44 元/平方米, 涨幅超过 50%。**根据我们测算, 2020-2022 年按照全球光伏装机 125、170、220GW 考虑, 对于光伏玻璃需求分别为 960、1355、1791 万吨, 对于纯碱需求分别为 192、271、358 万吨, 2021 年、2022 年分别新增需求 79 万吨、87 万吨。**我国平板玻璃产量一般滞后于房屋新开工面积 1-2 个季度, 随着 2020 年我国房屋新开工面积累计同比值持续收窄, 我们认为房地产需求稳中向好, 将拉动玻璃在房地产行业的应用。

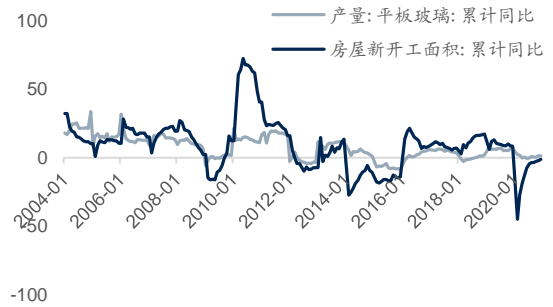
图 19: 我国光伏玻璃价格

图 20: 我国平板玻璃产量与房屋新开工面积





资料来源：同花顺 iFind，国信证券经济研究所整理



资料来源：同花顺 iFind，国信证券经济研究所整理

表 4：光伏玻璃对于纯碱需求测算

	2019	2020E	2021E	2022E
光伏年均新增装机预测 (GW)	115	125	170	220
组件按 1:1.2 匹配 (GW)	138	150	204	264
双玻渗透率	14%	27%	37%	45%
理论光伏玻璃面积 (亿平米)	8.6	10.5	15.4	21.1
实际光伏玻璃面积 (亿平米, 考虑良率)	11.7	14.4	21.4	29.4
光伏玻璃需求 (万吨)	846	960	1355	1791
纯碱需求 (万吨)	169.2	192	271	358.2

资料来源：中国光伏行业协会、国信证券经济研究所整理（良率按单玻 75%、双玻 70%考虑，单玻选用 3.2mm 玻璃，双玻选用 2.0mm 玻璃）

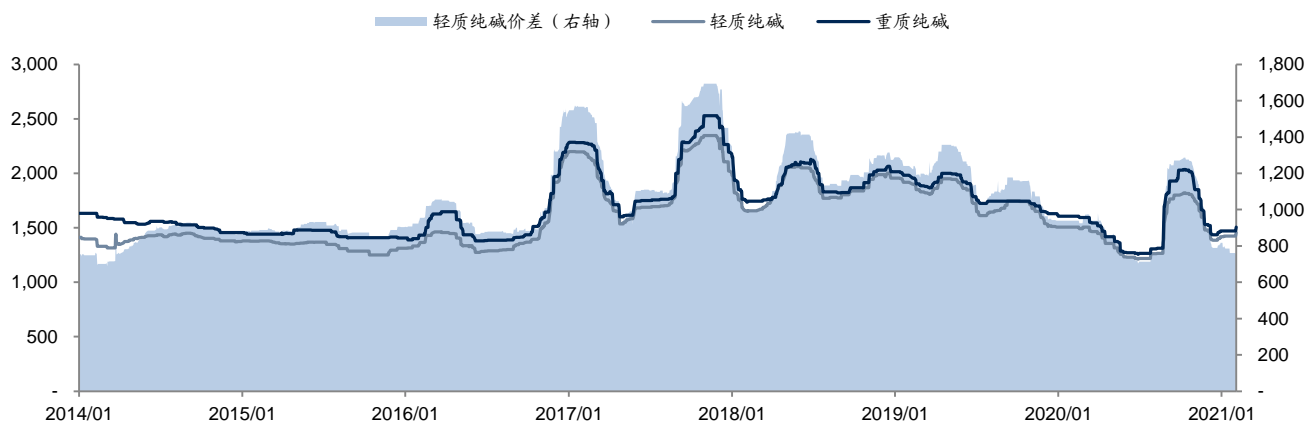
行业新增产能有限，看好纯碱景气上行。根据我们统计，2021 年国内有金昌化工、晶昊盐业、河南骏化、新都化工等四家企业有纯碱新增产能，共计投放 110 万吨产能，主要集中在下半年，但连云港盐业 130 万吨产能年底退出，因此 2021 年全年实际产能减少 20 万吨，2022 年预计有 140 万吨产能投放。从需求端来看，2021 年光伏玻璃点火产能预计在 13000-15000 吨/天（合 475-550 万吨/年），拉动纯碱需求约 100 万吨；浮法玻璃点火产能预计在 11000 吨/天（合 400 万吨/年），拉动纯碱需求约 80 万吨，我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。

表 5：纯碱新增产能

	变化产能 (万吨/年)	预计投产/淘汰时间
金昌化工	20	2021 年 6 月
晶昊盐业	20	2021 年 6 月
河南骏化	20	2021 年 6 月
新都化工	50	2021 年 12 月
连云港盐业	-130	2021 年 12 月
<b>2021 年合计</b>	<b>-20</b>	
安徽红四方	20	2022 年 3 月
江苏德邦	60	2022 年 6 月
金山化工	60	2022 年 12 月
<b>2022 年合计</b>	<b>140</b>	

资料来源：百川浮盈、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 21：纯碱价格与价差图 (元/吨)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示:

原材料价格大幅波动, 产品价格大幅回落的风险, 下游产品需求不及预期。

■ 投资建议: 看好丁辛醇与纯碱的行业景气度, 给予“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下主要假设条件:

- 1、我们预计 2020-2022 年公司丁辛醇销量分别为 26、30、30 万吨, 丁醇含税均价分别为 6400、10500、10500 元/吨, 辛醇含税均价分别为 7550、12000、12000 元/吨;
- 2、我们预计 2020-2022 年公司纯碱销量分别为 67、70、70 万吨, 含税均价分别为 1465、1700、1800 元/吨;
- 3、我们预计 2020-2022 年公司复合肥销量分别为 130、130、130 万吨, 含税均价分别为 1885、2200、2200 元/吨;
- 4、公司三费费率无重大变化。

表 6: 公司分板块收入、成本、毛利 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>肥料系列</b>				
营收	2,345	2,169	2,531	2,531
成本	2,046	1,989	2,080	2,080
毛利	299	180	451	451
<b>多元醇</b>				
营收	1,970	1,816	3,239	3,434
成本	1,770	1,624	1,881	1,960
毛利	200	192	1,358	1,474
<b>纯碱</b>				
营收	964	869	1,053	1,115
成本	778	791	840	875
毛利	186	78	213	240
<b>氯化铵</b>				
营收	194	182	195	195
成本	164	164	166	166
毛利	30	18	29	29
<b>甲醇</b>				
营收	128	115	170	170
成本	158	147	184	176
毛利	-30	-32	-14	-6
<b>其他</b>				
营收	714	714	714	714
成本	637	681	637	637

毛利	77	33	77	77
----	----	----	----	----

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.8/12.5/13.7 亿元,对应 EPS 为 0.19/1.31/1.62 元,对应当前股价 PE 为 38/5/4x。我们看好丁辛醇与纯碱的行业景气度,首次覆盖,给予“买入”评级。

我们按照基于不同丁醇价格(7500-13500 元/吨)和辛醇价格(6000-18000 元/吨),对公司 2021 年 EPS 进行了敏感性分析:

**表 7: 公司 2021 年 EPS 敏感性分析**

丁醇价格(元/吨)	7500	8500	9500	10500	11500	12500	13500
<b>辛醇价格(元/吨)</b>							
6000	0.43	0.56	0.68	0.81	0.94	1.06	1.19
8000	0.60	0.73	0.85	0.98	1.10	1.23	1.36
10000	0.77	0.89	1.02	1.15	1.27	1.40	1.53
12000	0.94	1.06	1.19	1.31	1.44	1.57	1.69
14000	1.10	1.23	1.36	1.48	1.61	1.74	1.86
16000	1.27	1.40	1.53	1.65	1.78	1.90	2.03
18000	1.44	1.57	1.69	1.82	1.95	2.07	2.20

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

我们按照基于不同丁醇价格(7500-13500 元/吨)和辛醇价格(6000-18000 元/吨),对公司 2022 年归母净利润进行了敏感性分析:

**表 8: 公司 2022 年 EPS 敏感性分析**

丁醇价格(元/吨)	7500	8500	9500	10500	11500	12500	13500
<b>辛醇价格(元/吨)</b>							
6000	0.56	0.68	0.81	0.94	1.06	1.19	1.31
8000	0.72	0.85	0.98	1.10	1.23	1.36	1.48
10000	0.89	1.02	1.15	1.27	1.40	1.52	1.65
12000	1.06	1.19	1.31	1.44	1.57	1.69	1.82
14000	1.23	1.36	1.48	1.61	1.74	1.86	1.99
16000	1.40	1.52	1.65	1.78	1.90	2.03	2.16
18000	1.57	1.69	1.82	1.95	2.07	2.20	2.32

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	321	430	1269	2329
应收款项	211	301	433	447
存货净额	560	548	589	600
其他流动资产	346	305	395	408
<b>流动资产合计</b>	<b>1601</b>	<b>1735</b>	<b>2836</b>	<b>3934</b>
固定资产	4515	4166	3782	3391
无形资产及其他	171	165	158	151
投资性房地产	217	217	217	217
长期股权投资	140	150	160	170
<b>资产总计</b>	<b>6645</b>	<b>6433</b>	<b>7154</b>	<b>7864</b>
短期借款及交易性金融负债	2276	2300	2300	2300
应付款项	934	901	968	986
其他流动负债	429	419	448	457
<b>流动负债合计</b>	<b>3638</b>	<b>3620</b>	<b>3717</b>	<b>3743</b>
长期借款及应付债券	188	(112)	(112)	(112)
其他长期负债	30	30	30	30
<b>长期负债合计</b>	<b>218</b>	<b>(82)</b>	<b>(82)</b>	<b>(82)</b>
<b>负债合计</b>	<b>3856</b>	<b>3538</b>	<b>3635</b>	<b>3661</b>
少数股东权益	59	59	57	55
股东权益	2730	2836	3462	4148
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6645</b>	<b>6433</b>	<b>7154</b>	<b>7864</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.21	0.19	1.31	1.62
每股红利	0.24	0.07	0.66	0.72
每股净资产	2.87	2.98	3.64	4.36
ROIC	6%	4%	29%	33%
ROE	7%	6%	36%	33%
毛利率	12%	12%	27%	28%
EBIT Margin	5%	4%	21%	22%
EBITDA Margin	12%	11%	26%	27%
收入增长	9%	-3%	29%	3%
净利润增长率	42%	-12%	608%	10%
资产负债率	59%	56%	52%	47%
息率	3.3%	1.1%	9.3%	10.2%
P/E	33.3	38.0	5.4	4.4
P/B	2.5	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	14.4	15.7	5.0	4.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6315</b>	<b>6105</b>	<b>7901</b>	<b>8158</b>
营业成本	5553	5395	5788	5894
营业税金及附加	17	18	24	24
销售费用	210	250	237	245
管理费用	191	202	228	235
财务费用	106	83	69	55
投资收益	56	50	0	0
资产减值及公允价值变动	22	10	0	0
其他收入	(36)	0	0	0
营业利润	280	215	1556	1705
营业外净收支	(32)	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>248</b>	<b>220</b>	<b>1561</b>	<b>1710</b>
所得税费用	47	44	312	342
少数股东损益	(1)	(0)	(3)	(4)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>202</b>	<b>177</b>	<b>1252</b>	<b>1372</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>202</b>	<b>177</b>	<b>1252</b>	<b>1372</b>
资产减值准备	(18)	0	(1)	(1)
折旧摊销	393	416	441	449
公允价值变动损失	(22)	(10)	0	0
财务费用	106	83	69	55
营运资本变动	256	(79)	(166)	(12)
其它	18	(1)	(1)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>828</b>	<b>503</b>	<b>1525</b>	<b>1806</b>
资本开支	(412)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	(162)	12	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(607)</b>	<b>(48)</b>	<b>(60)</b>	<b>(60)</b>
权益性融资	16	0	0	0
负债净变化	(43)	(300)	0	0
支付股利、利息	(225)	(71)	(626)	(686)
其它融资现金流	360	24	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(158)</b>	<b>(346)</b>	<b>(626)</b>	<b>(686)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>63</b>	<b>109</b>	<b>839</b>	<b>1060</b>
货币资金的期初余额	258	321	430	1269
货币资金的期末余额	321	430	1269	2329
企业自由现金流	515	478	1524	1795
权益自由现金流	832	136	1469	1751

## 相关研究报告

### 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個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，并向客户发布的行爲。

## 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