

强烈推荐-A (维持)

华昌化工 002274.SZ

目标估值: 8.0-8.8 元

当前股价: 6.99 元

2019年08月18日

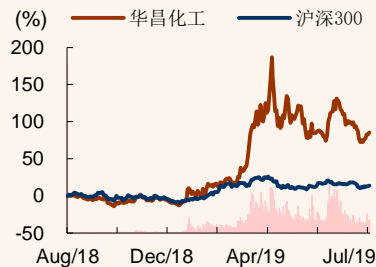
降本扩产显成效, 氢能布局稳步推进

基础数据

上证综指	2824
总股本(万股)	95236
已上市流通股(万股)	93800
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	66
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	57.5%
主要股东	苏州华纳投资股份有
主要股东持股比例	31.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	61	82
相对表现	-15	50	69



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华昌化工(002274)一煤化工调结构迎收获, 氢能布局见曙光》
2019-07-07

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

事件:

公司 2019 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 33.28 亿元, 同比增长 10.92%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.96 亿元, 同比增长 147.07%, 实现扣非后净利润 1.82 亿元, 同比增长 145.39%; 其中 Q2 实现营业收入 17.50 亿元, 同比增长 4.81%, 环比增长 10.84%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元, 同比增长 75.46%, 环比增长 114.51%。

评论:

1、报告期内公司营收增长主要来自新戊二醇投产和丁辛醇扩产

2019H1 公司实现营业收入 33.28 亿元, 同比增长 10.92%, 其中公司多元醇业务实现营业收入 10.35 亿元, 同比增长 45.70%, 是公司营业收入增长的主要原因, 公司多元醇业务营收增长主要因为公司新增 8 万吨丁辛醇产能和 3 万吨新戊二醇产能。

2、多元醇、化肥、联碱等业务盈利改善, 公司净利润大幅增长

2019H1 公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.96 亿元, 同比增长 147.07%, 实现毛利 5.12 亿元, 同比增加 1.53 亿元; 从产品线看, 肥料系列毛利同比增加 4768 万元, 精细化工业务毛利同比增加 4599 万元, 联碱业务毛利同比增加 6634 万元; 其中肥料系列毛利的增加一方面来自复合肥销售价格的提升, 一方面来自公司原料结构调整二期项目投产带来的合成氨成本的下降; 公司精细化工业务毛利增加主要来自新增的 8 万吨丁辛醇和 3 万吨新戊二醇产能, 报告期内公司精细化工业务营收和毛利同比均大幅增长, 公司旗下丁辛醇和新戊二醇生产企业华昌新材料 2019H1 实现净利润 6166 万元, 同比增加 2714 万元; 公司联碱业务毛利同比增加主要是氯化铵价格同比增长, 根据我们测算, 2019H1 联碱法价差 349 元/吨, 同比增加 62 元/吨, 再加上公司合成氨成本的下降, 公司联碱业务毛利同比大幅增加。

3、19H1 财务费用有所增加, 主要是项目投产后资本化利息减少

2019H1 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.45%、3.27% 和 1.79%, 分别同比下降 0.23pct、0.02pct 和增加 0.47pct, 总体基本保持稳定, 其中财务费用率提升主要是随着公司原料结构调整二期、新戊二醇和丁辛醇扩产等项目投产, 这些项目的负债利息不能资本化, 导致利息费用支出增加所致。

4、转让苏盐井神部分股权, 投资收益同比大幅增加

2019H1 公司实现投资收益 3342.8 万元, 同比增加 2569.66 万元, 主要是公司报告期内转让部分苏盐井神股票实现投资收益 1472.85 万元, 另外公司报告期末还持有苏盐井神 1380 万股、东华能源 963 万股, 报告期内产生公允价值变动损益 118 万元; 报告期内公司权益法核算联营企业实现投资收益 1656 万元, 主要来自淮安华昌固废处理有限公司和张家港保税区岚华煤炭有限公司。

5、锅炉升级及配套技术改造项目稳步推进

2018年4月24日，公司发布公告，拟投资建设锅炉升级及配套技术改造项目，该项目拟投资3.87亿元，建设期18个月，投产后将新增275万吨蒸汽/年，不但可以满足公司后续项目的发展要求，同时可以大幅度降低排放总量，提高燃煤效率（从目前的86.79%提升至93.50%），根据公司测算可节省11700万元的成本（税前）。

截止到报告期末，该项目累计投资1.9亿元，项目进度50%左右，预计年底或明年初能够投产，届时公司蒸汽产量增加，成本将进一步降低。

6、氢能产业链布局不断推进

从2018年4月至今，公司先后与电子科技大学签订共建氢能联合研究院的合作协议，并联合成立苏州市华昌能源科技有限公司，并与2019年4月获得建设氢燃料电池及检测设备中试生产线的环评批复，拟建设燃料电池电堆、动力模块、测试平台生产线并建立燃料电池测试中心；2019年6月14日，公司与金龙联合汽车工业（苏州）有限公司、江苏港城汽车运输集团有限公司签订了氢燃料电池示范运用《合作框架协议》，三方将通过协作，2019年实现投用5辆氢燃料电池汽车示范运行，2020年，实现100辆氢燃料电池汽车投放市场。

目前相关氢燃料电池发电模块、测试设备相关技术已进入中试阶段，正在进行小批量验证及示范应用生产线建设前期准备工作；同时，已生产出电堆样机，用于示范运用验证。2019年6月，测试设备产品参加了武汉某公司多工位燃料电池电堆测试系统投标，目前已确认中标。

7、投资建议

公司深耕煤化工领域50多年，目前形成了以煤气化为产业链源头，主要生产合成氨、尿素、纯碱、丁辛醇、复合肥、硝酸、氯化铵等产品的综合性煤化工企业，公司未来将继续扩大下游精细化工领域布局，同时着力发展氢燃料电池技术及产业。

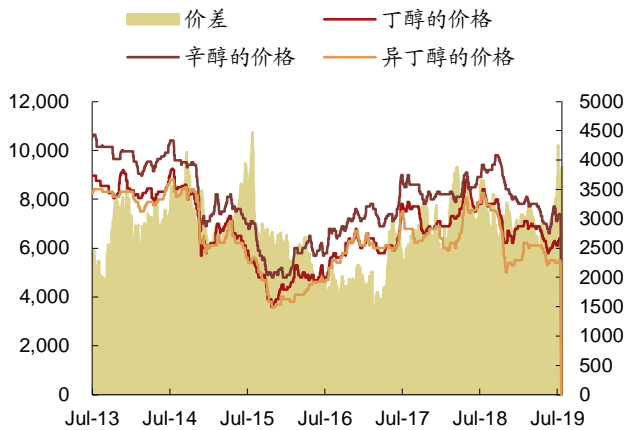
随着公司新戊二醇项目的投产、丁辛醇的扩产和原料结构调整二期项目的投产，2019年公司业绩增长潜力大。

我们预计公司2019~2021年净利润分别为4.1亿、4.9亿和5.8亿元，2019~2021年EPS分别为0.43元、0.51元、0.60元，对应目前的股价6.99元，PE分别为16.3倍、13.6倍和11.6倍，目标价8.0~8.8元，维持“强烈推荐-A”评级。

8、风险提示

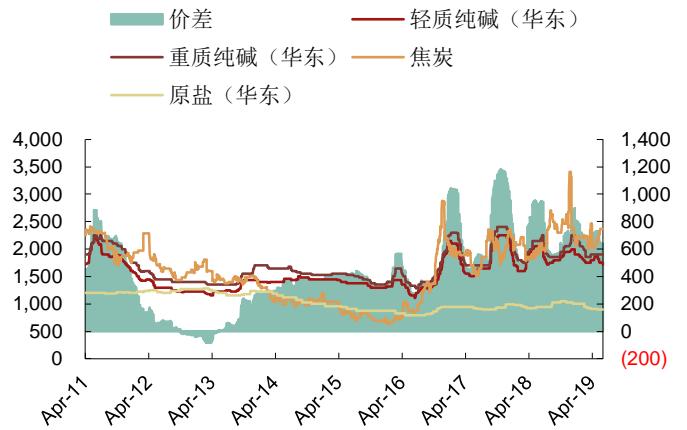
- 1) 公司原料结构调整二期项目投产后装置的运行稳定性不好，成本下降不达预期的风险。
- 2) 公司NPG项目投产后市场需求不好，项目开工率不高的风险
- 3) 公司原料结构调整二期项目投产后，公司原固定床煤气化炉资产处置导致减值损失的风险。

图 1: 丁辛醇价差情况



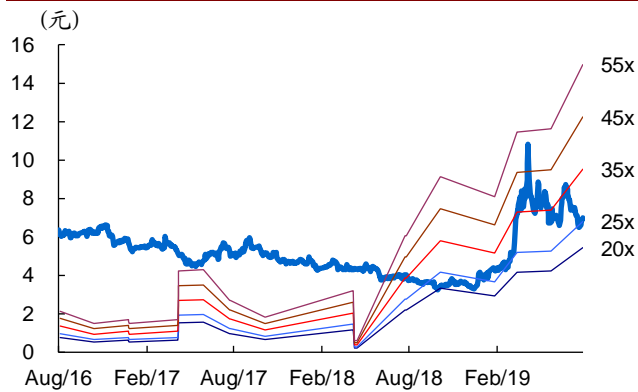
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 联碱法价差情况



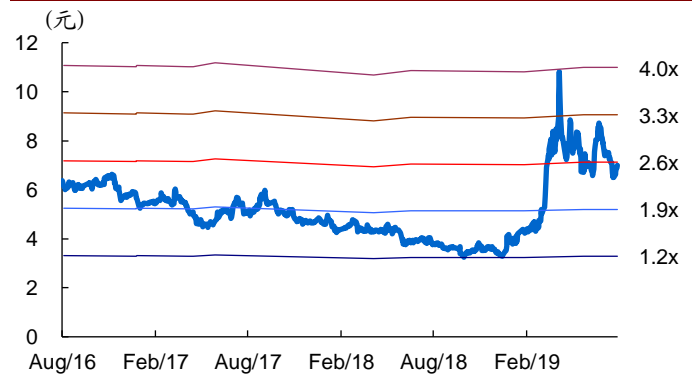
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 华昌化工历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 华昌化工历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表（百万元）

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1411	1389	2151	2251	2281
现金	311	258	300	300	300
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	88	106	140	147	151
应收款项	151	122	157	165	169
其它应收款	110	109	143	151	155
存货	492	538	1086	1145	1158
其他	257	256	325	342	348
非流动资产	4850	5155	5109	5065	5022
长期股权投资	74	107	107	107	107
固定资产	3216	2985	2987	2988	2990
无形资产	178	180	162	146	131
其他	1382	1884	1854	1824	1794
资产总计	6261	6545	7261	7315	7303
流动负债	3236	3584	3668	3352	2906
短期借款	2092	2140	2157	1766	1303
应付账款	509	643	800	843	852
预收账款	185	200	248	262	265
其他	449	601	463	482	486
长期负债	351	286	286	286	286
长期借款	265	231	231	231	231
其他	86	55	55	55	55
负债合计	3587	3870	3954	3639	3192
股本	635	635	952	952	952
资本公积金	1690	1601	1601	1601	1601
留存收益	313	391	703	1069	1498
少数股东权益	36	47	51	55	59
归属于母公司所有者权益	2638	2627	3256	3622	4051
负债及权益合计	6261	6545	7261	7315	7303

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(41)	26	391	881	965
净利润	57	142	407	488	575
折旧摊销	320	321	346	344	343
财务费用	87	69	79	68	55
投资收益	(26)	(13)	0	0	0
营运资金变动	(404)	(414)	(235)	(2)	(8)
其它	(76)	(79)	(207)	(18)	(0)
投资活动现金流	(157)	(66)	(300)	(300)	(300)
资本支出	(128)	(57)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(28)	(9)	0	0	0
筹资活动现金流	126	17	(49)	(581)	(665)
借款变动	378	227	(193)	(390)	(464)
普通股增加	0	0	317	0	0
资本公积增加	(116)	(89)	0	0	0
股利分配	(63)	(63)	(95)	(122)	(146)
其他	(72)	(57)	(79)	(68)	(55)
现金净增加额	(90)	(40)	42	(0)	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5319	5806	7639	8048	8245
营业成本	4771	5151	6407	6750	6828
营业税金及附加	21	19	25	27	27
营业费用	185	192	252	266	272
管理费用	173	201	267	282	289
财务费用	85	68	79	68	55
资产减值损失	13	26	60	0	0
公允价值变动收益	(4)	(1)	0	0	0
投资收益	26	13	0	0	0
营业利润	103	186	547	656	773
营业外收入	4	1	0	0	0
营业外支出	30	6	0	0	0
利润总额	77	181	547	656	773
所得税	17	39	137	164	193
净利润	60	143	410	492	580
少数股东损益	3	1	3	4	5
归属于母公司净利润	57	142	407	488	575
EPS (元)	0.09	0.22	0.43	0.51	0.60

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	32%	9%	32%	5%	2%
营业利润	172%	80%	194%	20%	18%
净利润	87%	147%	188%	20%	18%
获利能力					
毛利率	10.3%	11.3%	16.1%	16.1%	17.2%
净利率	1.1%	2.4%	5.3%	6.1%	7.0%
ROE	2.2%	5.4%	12.5%	13.5%	14.2%
ROIC	2.5%	3.7%	8.2%	9.6%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	59.1%	54.5%	49.7%	43.7%
净负债比率	38.2%	39.4%	32.9%	27.3%	21.0%
流动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1
存货周转率	9.9	10.0	7.9	6.1	5.9
应收帐款周转率	32.2	42.5	54.8	50.0	49.3
应付帐款周转率	10.0	8.9	8.9	8.2	8.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.22	0.43	0.51	0.60
每股经营现金	-0.06	0.04	0.41	0.92	1.01
每股净资产	4.15	4.14	3.42	3.80	4.25
每股股利	0.10	0.15	0.13	0.15	0.18
估值比率					
PE	77.5	31.4	16.3	13.6	11.6
PB	1.7	1.7	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	19.1	16.8	9.7	8.9	8.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2017年新财富石油化工第4名；2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

石亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究，2017年新财富石油化工第4名。

王亮，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院6年能源化工实业经验，2年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。