

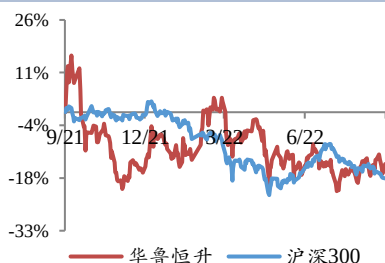
Q2 营收增长盈利稳健，新材料项目有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-05

收盘价（元） 29.00
近 12 个月最高/最低（元） 39.36/26.42
总股本（百万股） 2,122
流通股本（百万股） 2,109
流通股比例（%） 99.37
总市值（亿元） 616
流通市值（亿元） 612

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

2022 年 8 月 30 日，公司发布 2022 年半年度报告，上半年实现营业收入 165.34 亿元，同比增长 42.38%，实现归母净利润 45.09 亿元，同比增长 18.64%，扣非后归母净利润为 44.77 亿元，同比增长 18.08%。公司上半年销售毛利率 35.65%，同比下降 5.75pct，销售净利率 27.27%，同比下降 5.46pct。2022Q2 公司实现营业收入 84.18 亿，同比增长 27.38%，环比增长 3.73%，实现归母净利润 20.81 亿，同比下降 6.49%，环比下降 14.34%。

● Q2 受原材料高成本及疫情影响，公司营收增长利润短期承压

2022Q2 俄乌冲突未见好转，叠加欧美对俄罗斯原油制裁，原油价格高位运行，油头原材料价格跟随上涨。根据 wind 数据，烟煤 2022Q2 均价 954.8 元/吨，环比下跌 2.74%，但丙烯和纯苯价格环比上涨 1.06% 和 15.22%。公司主营产品价格方面，受益于农化高景气度，2022Q2 尿素均价环比上涨 13.33%，但其他大宗商品受疫情影响，尤其和纺服相关的下游需求不振，价格出现不同程度下跌：2022Q2 公司的产品 DMF、醋酸、己二酸、己内酰胺、DMC 均价分别环比变化为-19.82%、-6.55%、-11.71%、+2.79%、-32.35%。产品产销量方面，上半年有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块生产量分别同比变化为-14.67%、+7.28%、-0.72%；Q2 环比变化为-13.26%、+10.48%、+13.64%。上半年有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块销售量分别同比变化为-12.86%、+7.70%、-1.58%；Q2 环比变化为-1.08%、+13.50%、+16.53%；上半年有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块收入分别同比变化为+55.66%、+35.09%、-24.82%；Q2 环比变化为-18.91%、+33.47%、+6.28%。新材料板块，Q2 生产量 75.85 万吨，环比增长 0.22%，销售量 48.18 万吨，环比增长 16.12%，收入 37.72 亿元，环比增长 10.39%。

图表 1 公司上半年各板块产销、收入情况

本年主要产品	有机胺	肥料	醋酸及衍生品
2022H1 生产量（万吨）	25	149.3	29
H1 同比增速/%	-14.67%	7.28%	-0.72%
Q2 环比增速/%	-13.26%	10.48%	13.64%
2022H1 销售量（万吨）	26	133.8	29
H1 同比增速/%	-12.86%	7.70%	-1.58%
Q2 环比增速/%	-1.08%	13.50%	16.53%
2022H1 收入（亿元）	37	27.8	12

H1 同比增速/%	55.66%	35.09%	-24.82%
Q2 环比增速/%	-18.91%	33.47%	6.28%

备注：新材料板块计算口径不同，未列入图表内

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 2022 年上半年公司主营产品及原料价格波动情况

	产品	2022Q1 均价 元/吨	2022Q2 均价 元/吨	环比增长/%
原料	烟煤	954.8	928.6	-2.74%
	丙烯	8130.1	8216.4	1.06%
	苯	7933.1	9140.4	15.22%
产品	尿素	2740.7	3106.0	13.33%
	DMF	16936.7	13579.5	-19.82%
	醋酸	5550.0	5186.4	-6.55%
	己二酸	13558.3	11971.0	-11.71%
	己内酰胺	13908.3	14296.8	2.79%
	DMC	8173.9	5529.4	-32.35%

资料来源：wind、华安证券研究所

● 德州+荆州基地新项目有序推进，未来两年助力公司业绩实现增长

受经济下行影响，目前需求端短期承压，但原油价格维持高位，煤化工企业因使用原料煤具有明显成本优势。在建项目方面，公司发挥自身煤化工工艺路线和成本管控的优势，继续打通煤制合成气-煤化工-新能源材料全产业链布局。公司在德州基地现有基础上，布局尼龙系列产品、高端溶剂系列产品。目前，己内酰胺及尼龙 6 新材料项目已经进入投料试车阶段；5 万吨 DEC 和 30 万吨 EMC 项目能评、环评已经拿到，预计 2023 年一季度投产；8 万吨尼龙 66 以及配套的 20 万吨己二酸项目预计 2023 年底投产。为摆脱德州基地用煤指标限制，公司在荆州规划煤化工一体化工程，复制德州经验，合成气综合利用项目规划 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF，目前项目已经处于地面建设阶段，有望于 2023 年 10 月左右建成投产。除煤制合成气项目外，公司利用自身煤化工一体化优势，规划建设新能源材料，与湖北江陵县政府签订绿色新能源材料项目投资协议，总投资人民币约 50 亿元。荆州二期包括 10 万吨/年 NMP 装置、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBTA 等及配套设施，届时将进一步提升公司成长空间，扩大盈利能力。

● 投资建议

我们预计煤化工目前处于底部区间，叠加公司新能源材料投产，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 79.06、89.21、104.45 亿元，同比增速为 9.0%、12.8%、17.1%。对应 PE 分别为 8、7、6 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	26636	30393	33880	40200
收入同比 (%)	103.1%	14.1%	11.5%	18.7%
归属母公司净利润	7254	7906	8921	10445
净利润同比 (%)	303.4%	9.0%	12.8%	17.1%
毛利率 (%)	35.5%	34.0%	32.8%	31.9%
ROE (%)	32.6%	27.8%	23.9%	21.8%
每股收益 (元)	3.43	3.72	4.20	4.92
P/E	9.12	7.72	6.84	5.84
P/B	2.97	2.14	1.63	1.28
EV/EBITDA	6.66	4.82	3.72	2.25

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022 E	2023 E	2024 E
流动资产	8391	16629	27793	40732
现金	1884	12210	21155	34757
应收账款	76	47	85	75
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	595	545	703	794
存货	1039	316	1321	587
其他流动资产	4797	3512	4528	4520
非流动资产	20262	18777	17291	15806
长期投资	0	0	0	0
固定资产	16081	14605	13130	11654
无形资产	1497	1497	1497	1497
其他非流动资产	2685	2675	2665	2655
资产总计	28653	35405	45084	56538
流动负债	4219	4660	5098	5896
短期借款	10	15	-243	-369
应付账款	2192	2160	2726	3179
其他流动负债	2017	2486	2615	3086
非流动负债	1729	1834	2157	2371
长期借款	1705	1806	2121	2329
其他非流动负债	23	28	35	42
负债合计	5948	6494	7255	8266
少数股东权益	450	450	449	449
股本	2112	2112	2112	2112
资本公积	2066	2066	2066	2066
留存收益	18078	24284	33202	43645
归属母公司股东权益	22256	28461	37380	47823
负债和股东权益	28653	35405	45084	56538

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022 E	2023 E	2024 E
经营活动现金流	4906	11683	8731	13306
净利润	7254	7906	8921	10445
折旧摊销	1425	1476	1476	1476
财务费用	114	0	0	0
投资损失	-30	-71	-58	-82
营运资金变动	-3879	2380	-1595	1478
其他经营现金流	11154	5519	10504	8957
投资活动现金流	-3629	233	153	210
资本支出	-3660	7	13	10
长期投资	0	144	72	108
其他投资现金流	31	81	68	92
筹资活动现金流	-556	-1588	65	88
短期借款	-520	5	-258	-126
长期借款	530	101	315	208
普通股增加	485	0	0	0
资本公积增加	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-1038	-1693	7	6
现金净增加额	717	10326	8946	13601

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	26636	30393	33880	40200
营业成本	17182	20065	22757	27365
营业税金及附加	135	192	193	241
销售费用	63	86	88	109
管理费用	276	363	378	464
财务费用	96	-75	-488	-846
资产减值损失	-39	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	30	71	58	82
营业利润	8509	9306	10485	12287
营业外收入	19	15	17	16
营业外支出	1	8	5	6
利润总额	8527	9313	10498	12297
所得税	1273	1407	1577	1852
净利润	7254	7906	8921	10445
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	7254	7906	8921	10445
EBITDA	9999	10635	11414	12835
EPS (元)	3.43	3.72	4.20	4.92

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	103.1%	14.1%	11.5%	18.7%
营业利润	300.0%	9.4%	12.7%	17.2%
归属于母公司净利润	303.4%	9.0%	12.8%	17.1%
获利能力				
毛利率 (%)	35.5%	34.0%	32.8%	31.9%
净利率 (%)	27.2%	26.0%	26.3%	26.0%
ROE (%)	32.6%	27.8%	23.9%	21.8%
ROIC (%)	29.1%	24.8%	20.9%	18.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.8%	18.3%	16.1%	14.6%
净负债比率 (%)	26.2%	22.5%	19.2%	17.1%
流动比率	1.99	3.57	5.45	6.91
速动比率	1.60	3.39	5.09	6.71
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.95	0.84	0.79
应收账款周转率	536.28	493.25	513.87	503.35
应付账款周转率	9.41	9.22	9.32	9.27
每股指标 (元)				
每股收益	3.43	3.72	4.20	4.92
每股经营现金流摊薄	2.31	5.50	4.11	6.27
每股净资产	10.54	13.41	17.61	22.53
估值比率				
P/E	9.12	7.72	6.84	5.84
P/B	2.97	2.14	1.63	1.28
EV/EBITDA	6.66	4.82	3.72	2.25

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。