

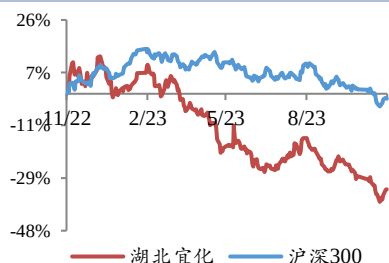
第三季度业绩环比改善，新产能投产打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-01

收盘价（元）	10.17
近 12 个月最高/最低（元）	17.19/9.51
总股本（百万股）	1,058
流通股本（百万股）	898
流通股比例（%）	84.87
总市值（亿元）	108
流通市值（亿元）	91

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1.Q4 业绩低谷已过，新能源项目稳步推进 2023-04-17

主要观点：

● 事件描述

2023 年 10 月 27 日晚，公司发布 2023 年三季报，公司前三季度营收 137.03 亿元，同比减少 15.26%；归母净利润 3.90 亿元，同比减少 81.87%。其中 2023Q3 实现营收 46.07 亿元，同比下降 8.87%，环比改善 5.25%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比下降 71.66%，环比改善 326.37%。

● Q3 主营产品价格触底反弹，毛利率净利润环比改善

今年 7 月后，PVC、尿素以及磷酸二铵价格逐步反弹，公司 Q3 业绩环比改善。受传统淡季以及库存累积影响，5-7 月份公司主营产品价格持续低迷，二季度公司业绩承压，随着秋季备肥以及行业去库的进行，价格在 7 月份开始逐步触底反弹。尿素随着阶段性农需爆发，下游借机备货，库存从 5 月底开始消化，到 7 月份库存已经处于历史偏低水平，支撑尿素价格上涨。磷酸二铵在国内秋季备库以及海外价格上涨背景下，价格从 7 月底也开始反弹。根据百川数据，2023 Q3，磷酸二铵 / 尿素 / PVC / 烧碱 季度均价分别为 3446.38 / 2404.19 / 5896.88 / 3418.66 元 / 吨，环比变化 -2.99 / +5.08 / +4.56 / +4.72%，主营产品价格呈上行趋势，使得公司第三季度产品毛利率以及业绩环比改善，2023 Q3，公司毛利率 12.64%，环比改善 2.54pct。

● 化肥行业景气度延续，新产能有序投产助力公司产业升级

全球化肥景气度有望延续，新项目投产在即。目前国内磷酸二铵市场处于秋季备肥和冬储市场的需求过渡期，磷酸二铵出口价格维持高位，目前正值印度半岛 Rabi 用肥季节，叠加地缘冲突加剧担忧，预计化肥行业景气度有望延续。2021 年子公司宜化肥业与宁德时代子公司宁波邦普合资成立“邦普宜化”（宜化肥业持股比例 35%），新增 30 万吨/年磷酸铁前驱体产能和 20 万吨/年硫酸镍产能，预计将于 2023 年底试运，未来投产后，公司将在新能源领域开启新的增长空间；同时 55 万吨氨醇技改搬迁项目预计也将于 2023 年底前投产，项目建成后，将会新增 46 万吨/年液氨和 9 万吨/年甲醇，为该园区合成氨、甲醇等产品及热力的供应提供配套。参股江家墩 150 万吨磷矿预计明年陆续开采投产，随着主营业务趋稳价格中枢上移以及新产能、新项目陆续投产，未来公司业绩仍有成长空间。

● 投资建议

因公司今年主营产品 PVC、磷酸二铵等价格承压，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.29、9.32、13.68 亿元，同比增速为 -70.9%、48.1%、46.8%，2023-2025 年业绩较前值分别下调 67.48%、57.13%、51.18%。对应 PE 分别为 17、12、8 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期;
- (2) 原材料价格大幅波动;
- (3) 相关政策变动风险;
- (4) 国际贸易风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20713	17088	17844	18706
收入同比 (%)	11.7%	-17.5%	4.4%	4.8%
归属母公司净利润	2164	629	932	1368
净利润同比 (%)	37.9%	-70.9%	48.1%	46.8%
毛利率 (%)	19.1%	11.5%	14.1%	17.7%
ROE (%)	46.3%	9.3%	12.1%	15.1%
每股收益 (元)	2.41	0.59	0.88	1.29
P/E	6.10	17.10	11.55	7.87
P/B	2.82	1.59	1.39	1.18
EV/EBITDA	4.95	11.85	10.19	7.39

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5594	8627	7762	10106	营业收入	20713	17088	17844	18706
现金	3420	5420	5604	6844	营业成本	16758	15121	15324	15400
应收账款	292	127	298	148	营业税金及附加	113	98	102	106
其他应收款	27	812	20	828	销售费用	101	72	78	82
预付账款	295	271	268	272	管理费用	458	421	426	446
存货	1326	1516	1318	1515	财务费用	250	244	314	471
其他流动资产	234	481	254	500	资产减值损失	-166	-32	-43	-42
非流动资产	14072	17655	21153	25734	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3105	4586	6317	8176	投资净收益	605	335	365	405
固定资产	8295	9139	9829	11464	营业利润	2952	928	1372	1990
无形资产	456	513	589	677	营业外收入	33	0	0	0
其他非流动资产	2216	3417	4417	5418	营业外支出	16	0	0	0
资产总计	19667	26282	28914	35841	利润总额	2969	928	1372	1990
流动负债	7530	10814	9184	10780	所得税	240	75	109	160
短期借款	2024	3024	4024	3024	净利润	2729	852	1262	1830
应付账款	1684	2091	1563	2084	少数股东损益	565	223	330	462
其他流动负债	3822	5699	3596	5672	归属母公司净利润	2164	629	932	1368
非流动负债	5327	6327	9327	12827	EBITDA	3781	1372	1971	2889
长期借款	4913	5913	8913	12413	EPS (元)	2.41	0.59	0.88	1.29
其他非流动负债	415	415	415	415					
负债合计	12858	17142	18511	23608					
少数股东权益	2133	2356	2686	3149					
股本	898	1058	1058	1058					
资本公积	2233	3643	3643	3643					
留存收益	1545	2085	3016	4384					
归属母公司股东权益	4676	6785	7717	9084					
负债和股东权益	19667	26282	28914	35841					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3861	2651	443	4389	成长能力				
净利润	2729	852	1262	1830	营业收入	11.7%	-17.5%	4.4%	4.8%
折旧摊销	1099	514	618	801	营业利润	28.4%	-68.6%	47.9%	45.1%
财务费用	331	346	476	639	归属于母公司净利润	37.9%	-70.9%	48.1%	46.8%
投资损失	-620	-335	-365	-405					
营运资金变动	275	1252	-1581	1493	获利能力				
其他经营现金流	2502	-377	2876	369	毛利率 (%)	19.1%	11.5%	14.1%	17.7%
投资活动现金流	-1238	-3783	-3783	-5010	净利率 (%)	10.4%	3.7%	5.2%	7.3%
资本支出	-2203	-2638	-2417	-3556	ROE (%)	46.3%	9.3%	12.1%	15.1%
长期投资	836	-1480	-1732	-1859	ROIC (%)	15.7%	3.9%	4.9%	6.5%
其他投资现金流	128	335	365	405	偿债能力				
筹资活动现金流	-2937	3133	3524	1861	资产负债率 (%)	65.4%	65.2%	64.0%	65.9%
短期借款	-543	1000	1000	-1000	净负债比率 (%)	188.8%	187.5%	177.9%	193.0%
长期借款	359	1000	3000	3500	流动比率	0.74	0.80	0.85	0.94
普通股增加	0	160	0	0	速动比率	0.52	0.63	0.66	0.76
资本公积增加	105	1409	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-2858	-436	-476	-639	总资产周转率	1.02	0.74	0.65	0.58
现金净增加额	-311	2001	183	1241	应收账款周转率	89.11	81.47	83.82	83.84
					应付账款周转率	9.69	8.01	8.39	8.44

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	2.41	0.59	0.88	1.29	P/E	6.10	17.10	11.55	7.87
每股经营现金流 (摊薄)	3.65	2.51	0.42	4.15	P/B	2.82	1.59	1.39	1.18
每股净资产	5.21	6.41	7.29	8.59	EV/EBITDA	4.95	11.85	10.19	7.39

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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。