

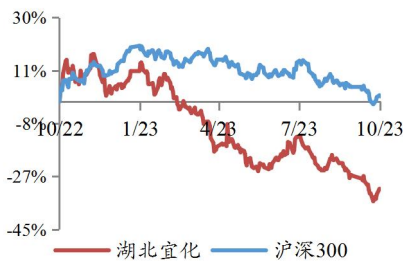
第三季度业绩环比改善，新产能投产打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

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，2023Q3，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，2023Q3，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年底试运行，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。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、9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

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5594	8627	7762	10106
现金	3420	5420	5604	6844
应收账款	292	127	298	148
其他应收款	27	812	20	828
预付账款	295	271	268	272
存货	1326	1516	1318	1515
其他流动资产	234	481	254	500
非流动资产	14072	17655	21153	25734
长期投资	3105	4586	6317	8176
固定资产	8295	9139	9829	11464
无形资产	456	513	589	677
其他非流动资产	2216	3417	4417	5418
资产总计	19667	26282	28914	35841
流动负债	7530	10814	9184	10780
短期借款	2024	3024	4024	3024
应付账款	1684	2091	1563	2084
其他流动负债	3822	5699	3596	5672
非流动负债	5327	6327	9327	12827
长期借款	4913	5913	8913	12413
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

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3861	2651	443	4389
净利润	2729	852	1262	1830
折旧摊销	1099	514	618	801
财务费用	331	346	476	639
投资损失	-620	-335	-365	-405
营运资金变动	275	1252	-1581	1493
其他经营现金流	2502	-377	2876	369
投资活动现金流	-1238	-3783	-3783	-5010
资本支出	-2203	-2638	-2417	-3556
长期投资	836	-1480	-1732	-1859
其他投资现金流	128	335	365	405
筹资活动现金流	-2937	3133	3524	1861
短期借款	-543	1000	1000	-1000
长期借款	359	1000	3000	3500
普通股增加	0	160	0	0
资本公积增加	105	1409	0	0
其他筹资现金流	-2858	-436	-476	-639
现金净增加额	-311	2001	183	1241

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20713	17088	17844	18706
营业成本	16758	15121	15324	15400
营业税金及附加	113	98	102	106
销售费用	101	72	78	82
管理费用	458	421	426	446
财务费用	250	244	314	471
资产减值损失	-166	-32	-43	-42
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	605	335	365	405
营业利润	2952	928	1372	1990
营业外收入	33	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	2969	928	1372	1990
所得税	240	75	109	160
净利润	2729	852	1262	1830
少数股东损益	565	223	330	462
归属母公司净利润	2164	629	932	1368
EBITDA	3781	1372	1971	2889
EPS (元)	2.41	0.59	0.88	1.29

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	11.7%	-17.5%	4.4%	4.8%
营业利润	28.4%	-68.6%	47.9%	45.1%
归属于母公司净利润	37.9%	-70.9%	48.1%	46.8%
获利能力				
毛利率 (%)	19.1%	11.5%	14.1%	17.7%
净利率 (%)	10.4%	3.7%	5.2%	7.3%
ROE (%)	46.3%	9.3%	12.1%	15.1%
ROIC (%)	15.7%	3.9%	4.9%	6.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	65.4%	65.2%	64.0%	65.9%
净负债比率 (%)	188.8%	187.5%	177.9%	193.0%
流动比率	0.74	0.80	0.85	0.94
速动比率	0.52	0.63	0.66	0.76
营运能力				
总资产周转率	1.02	0.74	0.65	0.58
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)				
每股收益	2.41	0.59	0.88	1.29
每股经营现金流 (摊薄)	3.65	2.51	0.42	4.15
每股净资产	5.21	6.41	7.29	8.59
估值比率				
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: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。