

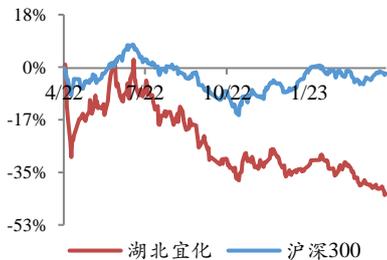
Q4 业绩低谷已过，新能源项目稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-17

收盘价（元）	13.76
近12个月最高/最低（元）	24.46/13.66
总股本（百万股）	898
流通股本（百万股）	898
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	124
流通市值（亿元）	124

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. 上半年业绩超预期，项目建设稳步推进 2022-09-01

主要观点：

● 事件描述

2023年4月14日，公司发布2022年年度报告以及2023年一季度业绩预告，2022年实现营收207.13亿元，同比增长11.69%；实现归母净利润21.64亿元，同比增长37.94%。其中2022Q4实现营收45.42亿元，同比增长47.96%，环比下降10.17%；实现归母净利润0.14亿元，同比下降83.12%，环比下降97.15%；2023Q1归母净利润预计2.1-2.6亿元，比上年同期下降59.27%-67.10%。

● 2022 Q4 需求偏弱主业短期承压，2023 Q1 产品价格逐步反弹

2022Q4 受疫情及需求偏弱影响，公司三大业务短期承压。2022年实现营业收入207.13亿元，同比增长11.69%；归属于上市公司股东净利润21.64亿元，同比增长37.94%，公司抢抓上半年尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯等主导产品市场价格高位运行的市场行情，在保障国内供应的基础上，统筹开拓国内、国际市场，确保生产装置高效稳定运行，严控成本费用，加强产品研发，业绩具有较强韧性。2022Q4，疫情频发以及下游需求恢复难及预期，公司主营产品PVC运输受阻，工厂库存持续累，价格走弱；而磷酸二铵等产品在经历秋销行情后，需求开始走弱，价格端承压。根据百川数据，2022Q4，电石法PVC/磷酸二铵/尿素季度均价分别为5905.13/3579.21/2584.18元/吨，环比变化-8.44/-10.73/+4.51%。进入2023年，磷酸二铵、PVC等产品在经历行业亏损后，竞争格局有所改善，叠加需求整体呈复苏状态，价格有所反弹。2023Q1，电石法PVC/磷酸二铵/尿素季度均价分别为6088.59/3787.36/2682.41元/吨，环比变化+3.11/+5.82/+3.80%，2023Q1业绩出现大幅改善。

● 化肥行业景气度延续，氯碱化工产能理性增长

全球粮食价格持续上涨，供需紧平衡使化肥景气度不断攀升。2022年，受各种因素影响，国际粮食贸易削减，各国加大粮食支持政策，推动化肥需求提升，同时全球量化宽松政策导致化肥生产所需大宗商品价格攀升，氮、磷、钾、硫磺价格不断走高，化肥价格持续高位运行。下半年，国家加大化肥出口法检，化肥价格有一定回落。同时，近年来，国家针对产能过剩行业进行供给侧改革，逐步清退了行业内的过剩产能，氮肥和磷肥新增产能相对受限，行业格局有望持续优化。基于粮食生产对肥料的刚性需求，预计肥料供应长期稳定。2022年国内氯碱行业总体延续稳定发展态势，氯碱产能保持理性增长。市场方面，烧碱行情高位震荡，PVC价格下行明显。2023年国内氯碱行业面临一定的压力，但随着国家一揽子稳经济政策效应的逐步显现、房地产市场的逐步修复以及新经济增长动能的逐步增强，氯碱行业也面临一定的发展机遇。

- **布局新能源材料、可降解塑料项目，与下游强强合作优化产品结构**
新能源材料项目建设稳步推进，打开第二成长曲线。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%），负责磷酸铁、硫酸镍及配套原料等建设项目。宁德时代于 2021 年 10 月公告拟投 320 亿元在湖北省宜昌市投资建设邦普一体化电池材料产业园项目，其中，邦普宜化配套原料及磷酸铁项目总投资额约 104 亿元，预计新增 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 年底前投产，成功投产后，公司将在新能源领域开启新的增长空间；同时，公司与史丹利合作开展磷酸铁前驱体项目建设，共设计 20 万吨磷酸铁产能，预计 2024 年投产；55 万吨氨醇技改搬迁项目预计于 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，并副产约 2 万吨/年的硫酸；年产 6 万吨可降解材料 PBAT 项目目前已完成土建主体。公司新能源材料及可降解塑料项目顺利推进，开启第二成长曲线。

● 投资建议

因公司主营产品 PVC、磷酸二铵价格承压，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.34、21.74、28.02 亿元，同比增速为 -10.7%、12.5%、28.8%，2023 及 2024 年业绩较前值 35.60、40.55 亿元分别下调 45.67%、46.39%。对应 PE 分别为 6、6、4 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	19530	20506	31649
收入同比 (%)	11.7%	-5.7%	5.0%	54.3%
归属母公司净利润	2164	1934	2174	2802
净利润同比 (%)	37.9%	-10.7%	12.5%	28.8%
毛利率 (%)	19.1%	20.1%	21.3%	18.1%
ROE (%)	46.3%	29.3%	24.8%	24.2%
每股收益 (元)	2.41	2.15	2.42	3.12
P/E	6.10	6.39	5.68	4.41
P/B	2.82	1.87	1.41	1.07
EV/EBITDA	4.95	5.57	5.36	3.87

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	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5594	6187	5931	12525	
现金	3420	2621	3687	5913	
应收账款	292	187	302	453	
其他应收款	27	932	24	1410	
预付账款	295	280	282	457	
存货	1326	1607	1376	3391	
其他流动资产	234	560	260	901	
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	23842	27084	38259	
流动负债	7530	11086	9382	15808	
短期借款	2024	3024	4024	3024	
应付账款	1684	2212	1634	4502	
其他流动负债	3822	5850	3723	8282	
非流动负债	5327	3327	5327	6327	
长期借款	4913	2913	4913	5913	
其他非流动负债	415	415	415	415	
负债合计	12858	14414	14709	22136	
少数股东权益	2133	2818	3590	4537	
股本	898	898	898	898	
资本公积	2233	2233	2233	2233	
留存收益	1545	3479	5654	8455	
归属母公司股东权益	4676	6610	8784	11586	
负债和股东权益	19667	23842	27084	38259	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3861	4207	2094	7325	
净利润	2729	2620	2946	3749	
折旧摊销	1099	514	618	801	
财务费用	331	271	301	376	
投资损失	-620	-383	-420	-685	
营运资金变动	275	1165	-1382	3058	
其他经营现金流	2502	1476	4360	716	
投资活动现金流	-1238	-3734	-3727	-4723	
资本支出	-2203	-2637	-2415	-3549	
长期投资	836	-1480	-1732	-1859	
其他投资现金流	128	383	420	685	
筹资活动现金流	-2937	-1271	2699	-376	
短期借款	-543	1000	1000	-1000	
长期借款	359	-2000	2000	1000	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	105	0	0	0	
其他筹资现金流	-2858	-271	-301	-376	
现金净增加额	-311	-798	1065	2226	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	20713	19530	20506	31649	
营业成本	16758	15605	16128	25906	
营业税金及附加	113	112	117	179	
销售费用	101	83	89	139	
管理费用	458	481	489	754	
财务费用	250	169	223	266	
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	383	420	685	
营业利润	2952	2852	3201	4077	
营业外收入	33	0	0	0	
营业外支出	16	0	0	0	
利润总额	2969	2852	3201	4077	
所得税	240	232	255	328	
净利润	2729	2620	2946	3749	
少数股东损益	565	686	771	947	
归属母公司净利润	2164	1934	2174	2802	
EBITDA	3781	3172	3653	4484	
EPS (元)	2.41	2.15	2.42	3.12	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	11.7%	-5.7%	5.0%	54.3%
营业利润	28.4%	-3.4%	12.3%	27.4%
归属于母公司净利润	37.9%	-10.7%	12.5%	28.8%
获利能力				
毛利率 (%)	19.1%	20.1%	21.3%	18.1%
净利率 (%)	10.4%	9.9%	10.6%	8.9%
ROE (%)	46.3%	29.3%	24.8%	24.2%
ROIC (%)	15.7%	14.1%	12.0%	12.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	65.4%	60.5%	54.3%	57.9%
净负债比率 (%)	188.8%	152.9%	118.9%	137.3%
流动比率	0.74	0.56	0.63	0.79
速动比率	0.52	0.38	0.45	0.54
营运能力				
总资产周转率	1.02	0.90	0.81	0.97
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	2.15	2.42	3.12
每股经营现金流 (摊薄)	4.30	4.69	2.33	8.16
每股净资产	5.21	7.36	9.78	12.90
估值比率				
P/E	6.10	6.39	5.68	4.41
P/B	2.82	1.87	1.41	1.07
EV/EBITDA	4.95	5.57	5.36	3.87

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。