

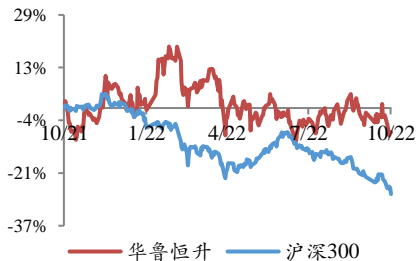
Q3 需求偏弱业绩承压，新材料项目稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-28

收盘价（元）	27.34
近12个月最高/最低（元）	35.33/26.42
总股本（百万股）	2,123
流通股本（百万股）	2,109
流通股比例（%）	99.33
总市值（亿元）	581
流通市值（亿元）	577

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10月27日晚，公司发布2022年三季报，前三季度实现营业收入230.09亿元，同比增长26.18%，实现归母净利润55.34亿元，同比下降1.38%，扣非后归母净利润为54.81亿元，同比下降2.06%。2022Q3公司实现营业收入64.75亿，同比下降2.22%，环比下降23.08%，实现归母净利润10.25亿，同比下降43.41%，环比下降50.76%，实现销售毛利率32.17%，同比下降7.4pct，环比下降3.48pct。

● Q3 下游需求疲软，公司盈利短期承压

2022Q3 受美联储持续大幅加息影响，全球陷入经济衰退预期，Q3 原油等化工原料价格呈下行趋势，根据百川数据，丙烯和纯苯价格环比下跌 11.57%和 8.10%，但主要原材料烟煤价格仍保持稳定，环比下跌 0.01%。产品价格方面，Q3 部分 DMC 厂家停车检修降低负荷，叠加新能源排产景气度，DMC 价格环比上涨 28.66%。其余主营产品受下游需求疲软影响，Q3 价格普遍下跌。尿素/DMF/醋酸/己二酸/己内酰胺均价环比分别为 -18.96%/-17.98%/-25.22%/-19.51%/-12.41%。产品产销量方面，前三季度有机胺/肥料/醋酸及衍生品生产量分别同比-21.30%/+16.10%/-0.27%；Q3 环比分别为-18.73%、+3.27%/-2.26%。前三季度有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块销售量分别同比变化为-16.70%/+17.44%/-0.45%；Q3 环比变化为-17.25%/+2.08%/-2.14%；前三季度有机胺、肥料、醋酸及衍生品板块收入分别同比变化为+24.55%/+31.32%/-32.15%；Q3 环比变化为-28.00%/-19.47%/-29.55%。新材料板块，Q3 生产量 75.52 万吨，环比下降 0.44%，销售量 43.19 万吨，环比下降 10.36%，收入 32.25 亿元，环比下降 22.55%。

图表 1 2022 公司前三季度各板块产销、收入情况

本年主要产品	有机胺	肥料	醋酸及衍生品
2022 生产量 (万吨)	34.52	230.18	44.29
同比增速/%	-21.30%	16.10%	-0.27%
Q3 环比增速/%	-18.73%	3.27%	-2.26%
2022 销售量 (万吨)	36.36	206.44	43.8
同比增速/%	-16.70%	17.44%	-0.45%
Q3 环比增速/%	-17.25%	2.08%	-2.14%
2022 收入 (亿元)	49.26	40.54	17.01
同比增速/%	24.55%	31.32%	-32.15%

Q3 环比增速/%	-28.00%	-19.47%	-29.55%
-----------	---------	---------	---------

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 年前三季度公司主营产品及原料价格波动情况

	产品	2022Q2 均价 元/吨	2022Q3 均价 元/吨	环比增长/%
原料	烟煤	928.6	928.6	-0.01%
	丙烯	8119.7	7180.6	-11.57%
	苯	9011.2	8281.0	-8.10%
产品	尿素	3051.2	2472.7	-18.96%
	DMF	13302.9	10910.7	-17.98%
	醋酸	4827.9	3610.5	-25.22%
	己二酸	12014.7	9670.0	-19.51%
	己内酰胺	14325.0	12547.0	-12.41%
	DMC	5203.7	6695.2	28.66%

资料来源：百川盈孚、wind、华安证券研究所

● **新项目投产持续推进，加速布局新材料打开未来发展空间**

短期受经济下行影响，需求端持续承压，行业景气度下行。公司充分利用一头多线柔性生产的平台优势以及自身煤化工工艺路线和成本管控优势，为业绩提供韧性。新产能方面，依托自身在煤化工领域积累的成本优势，进入附加值更高、发展空间更大的尼龙 66 以及新能源高端溶剂领域。目前，德州基地己内酰胺及尼龙 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、8 万吨尼龙 66 以及配套的 20 万吨己二酸项目正持续推进。受德州基地煤指标限制，公司在荆州投资 59.24 亿元打造园区气体动力平台项目，复制德州经验，延用国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，延续德州基地的低成本优势。公司拟投资 56.04 亿元打造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。据公司环评报告，两个项目将分别带来 7 亿元与 6.26 亿元的年均利润总额，保障未来持续成长。公司同时签订绿色新能源项目投资协议，逐步推进二期项目相关工作。项目陆续建成投产将保障公司长期成长性。

● **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 68.91、74.76、91.50 亿元，同比增速为-5.0%、8.5%、22.4%。对应 PE 分别为 8、8、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	29135	33480	40556
收入同比 (%)	103.1%	9.4%	14.9%	21.1%
归属母公司净利润	7254	6891	7476	9150
净利润同比 (%)	303.4%	-5.0%	8.5%	22.4%
毛利率 (%)	35.5%	31.2%	28.2%	28.1%
ROE (%)	32.6%	25.1%	21.4%	20.8%
每股收益 (元)	3.43	3.25	3.52	4.31
P/E	9.12	8.42	7.76	6.34
P/B	2.97	2.12	1.66	1.32
EV/EBITDA	6.66	5.22	4.27	2.60

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	2022E	2023E	2024E	
流动资产	8391	15592	25681	37200	
现金	1884	11290	18954	31107	
应收账款	76	42	88	73	
其他应收款	0	0	0	0	
预付账款	595	544	743	846	
存货	1039	315	1414	618	
其他流动资产	4797	3401	4482	4556	
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	34369	42973	53005	
流动负债	4219	4639	5447	6118	
短期借款	10	15	-243	-369	
应付账款	2192	2156	3003	3285	
其他流动负债	2017	2468	2686	3202	
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	6473	7604	8489	
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	23268	30741	39890	
归属母公司股东权益	22256	27446	34919	44067	
负债和股东权益	28653	34369	42973	53005	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4906	10767	7450	11858	
净利润	7254	6890	7476	9150	
折旧摊销	1425	1476	1476	1476	
财务费用	114	0	0	0	
投资损失	-30	-68	-58	-83	
营运资金变动	-3879	2476	-1431	1324	
其他经营现金流	11154	4407	8895	7816	
投资活动现金流	-3629	230	152	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	78	68	93	
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	9406	7664	12153	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	26636	29135	33480	40556	
营业成本	17182	20048	24034	29145	
营业税金及附加	135	184	190	243	
销售费用	63	82	87	110	
管理费用	276	348	373	468	
财务费用	96	-75	-452	-758	
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	68	58	83	
营业利润	8509	8110	8785	10763	
营业外收入	19	15	17	16	
营业外支出	1	8	5	6	
利润总额	8527	8117	8797	10773	
所得税	1273	1226	1321	1623	
净利润	7254	6890	7476	9150	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	7254	6891	7476	9150	
EBITDA	9999	9442	9751	11398	
EPS (元)	3.43	3.25	3.52	4.31	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	103.1%	9.4%	14.9%	21.1%
营业利润	300.0%	-4.7%	8.3%	22.5%
归属于母公司净利润	303.4%	-5.0%	8.5%	22.4%
获利能力				
毛利率 (%)	35.5%	31.2%	28.2%	28.1%
净利率 (%)	27.2%	23.7%	22.3%	22.6%
ROE (%)	32.6%	25.1%	21.4%	20.8%
ROIC (%)	29.1%	22.3%	18.5%	17.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.8%	18.8%	17.7%	16.0%
净负债比率 (%)	26.2%	23.2%	21.5%	19.1%
流动比率	1.99	3.36	4.71	6.08
速动比率	1.60	3.18	4.35	5.88
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.92	0.87	0.85
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	3.25	3.52	4.31
每股经营现金流 (摊薄)	2.31	5.07	3.51	5.58
每股净资产	10.54	12.93	16.45	20.75
估值比率				
P/E	9.12	8.42	7.76	6.34
P/B	2.97	2.12	1.66	1.32
EV/EBITDA	6.66	5.22	4.27	2.60

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。