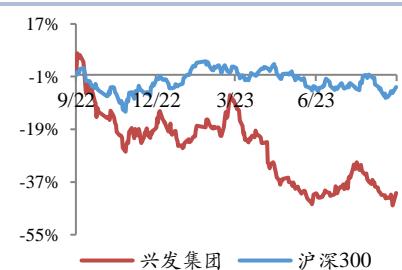


周期板块拖累整体业绩，看好公司远期成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-04

收盘价（元）	21.86
近 12 个月最高/最低（元）	39.37/20.30
总股本（百万股）	1,112
流通股本（百万股）	1,106
流通股比例 (%)	99.52
总市值（亿元）	243
流通市值（亿元）	242

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

主要观点：
● 事件描述

8月28日晚间，公司发布2023年中期报告，公司2023H1实现营业收入136.10亿元，同比-21.33%，实现归母净利润6.09亿元，同比-83.33%；2023年Q2实现营业收入70.39亿元，同比-19.32%，环比+7.11%，实现归母净利润1.59亿元，同比-91.75%，环比-64.55%。

● 公司周期产品景气下行，上半年业绩承压下滑

公司2023H1实现营业收入136.10亿元，同比-21.33%，实现归母净利润6.09亿元，同比-83.33%。主要是因为公司草甘膦、有机硅、黄磷、磷肥等周期性产品市场价格持续下跌，产销量同比亦出现不同程度下滑，产品盈利能力大幅减弱，部分产品出现大额亏损。从销量端看，2023H1公司草甘膦系列产品、有机硅系列产品、特种化学品、肥料、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品、磷矿石销量分别为8.15、9.49、12.99、49.07、9.18、1.41、4.31、86.09万吨，同比分别为-19%、-22%、+13%、-3%、-14%、-34%、+31%、+50%；从价格端看，2023H1公司草甘膦系列产品、有机硅系列产品、特种化学品、肥料、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品、磷矿石平均售价分别为26727.71、12564.53、10109.77、3297.19、10681.83、24181.20、8171.56、614.03元/吨，同比分别为-56.43%、-42.44%、-39.68%、-0.83%、-12.57%、-20.87%、-18.74%、39.79%。

图表 1：公司 2023H1 主营产品销量（万吨）及同比（%）

产品	2022H1	2023H1	同比（%）
草甘膦系列产品	10.02	8.15	-19%
有机硅系列产品	12.21	9.49	-22%
特种化学品	11.45	12.99	13%
肥料	50.38	49.07	-3%
食品添加剂	10.67	9.18	-14%
黄磷	2.15	1.41	-34%
湿电子化学品	3.28	4.31	31%
磷矿石	57.37	86.09	50%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2：公司 2023H1 主营产品价格（元/吨）及同比（%）

产品	2022H1	2023H1	同比（%）
草甘膦系列产品	61343.18	26727.71	-56.43
有机硅系列产品	21828.76	12564.53	-42.44
特种化学品	16760.27	10109.77	-39.68
肥料	3324.95	3297.19	-0.83

相关报告

- 一季度业绩承压，新材料板块蓄势待发 2023-05-08
- 全年业绩创新高，磷硅新材料打开成长空间 2023-03-21
- 全年业绩同比高增，新材料打开盈利空间 2023-01-16

食品添加剂	12217.73	10681.83	-12.57
黄磷	30560.73	24181.20	-20.87
湿电子化学品	10055.47	8171.56	-18.74
磷矿石	439.25	614.03	39.79

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 持续加码有机硅和湿电子化学品，成长板块蓄势待发

有机硅：公司规划建设的 2200 吨/年微胶囊项目，包括 200 吨/年光变/温变微胶囊粉生产线、2000 吨/年相变、芳香、抗菌等微胶囊乳液生产线，其中一期 550 吨/年已于 3 月建成投产，目前已实现批量销售；湖北瑞佳 20 万吨/年 RTV 项目（一期）于 7 月中旬建成后进入试运行阶段；内蒙兴发 40 万吨/年有机硅单体项目预计 2023 年底建成；同时，湖北兴瑞 8 万吨/年功能性硅橡胶项目在建、40 万吨/年有机硅新材料项目启动建设，强化了公司有机硅上下游的一体化进程。

湿电子化学品：子公司兴福电子分拆上市申请获交易所受理，目前处于问询反馈阶段，分拆后兴福电子将作为独立电子化学品业务平台，加速公司湿电子化学品业务发展。兴福上海专区在建 4 万吨/年超高纯电子化学品项目（包括 3 万吨/年电子级硫酸装置及配套工程，1 万吨/年电子级功能性化学品装置及配套工程，公用工程等），兴福宜昌基地在建项目（包括 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氯气、2 万吨/年电子级蚀刻液）预计在 2023-2024 年陆续投产，有望打开第二成长曲线。

● 积极布局锂电新材料板块，锂矿供应充足

随新能源汽车产量的逐步提升，磷酸铁锂装机量比例提升，公司抓住机遇，开拓锂电新材料领域。公司磷化剂项目完成 800 吨/年中试，正在开展 5000 吨/年工业化装置设计。控股子公司湖北兴友新能源科技有限公司“新建 20 万吨/年磷酸铁项目（一期 10 万吨/年磷酸铁）”已于近日完成机电仪安装调试及试生产准备工作，生产线已正式全面投产。公司 5000 立方米/年气凝胶毡项目、参股公司湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂一期项目、磷氟锂业 10 万吨/年电池级磷酸二氢锂项目将于年内陆续建成投产。此外，公司与四川思特瑞规划合作建设年产 300 万吨锂辉石选矿装置，一期建设 60 万吨/年，预计 2023 年 10 月建成投产。公司已与当地锂矿企业签订战略合作协议，公司对于生产的锂精矿享有优先采购权。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.28、21.17、29.21 亿元（原预测值为 45.02、55.35、64.10 亿元），同比增速为 -73.9%、38.5%、37.9%。对应 PE 分别为 15.90、11.48、8.32 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30311	25096	31652	36432
收入同比 (%)	26.8%	-17.2%	26.1%	15.1%
归属母公司净利润	5852	1528	2117	2921
净利润同比 (%)	36.7%	-73.9%	38.5%	37.9%
毛利率 (%)	35.6%	15.2%	16.1%	17.6%
ROE (%)	28.8%	7.3%	9.2%	11.3%
每股收益 (元)	5.31	1.37	1.90	2.63
P/E	5.46	15.90	11.48	8.32
P/B	1.59	1.17	1.06	0.94
EV/EBITDA	3.88	8.73	6.93	5.48

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					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9272	8676	9108	8823	营业收入	30311	25096	31652	36432
现金	4719	3420	2640	1625	营业成本	19516	21279	26565	30030
应收账款	928	909	1102	1260	营业税金及附加	256	213	269	309
其他应收款	48	160	198	201	销售费用	341	279	353	407
预付账款	114	240	278	299	管理费用	482	399	503	579
存货	2521	2801	3574	3984	财务费用	314	374	429	412
其他流动资产	941	1145	1316	1453	资产减值损失	-220	-7	-1	9
非流动资产	32341	35996	39829	43618	公允价值变动收益	-97	0	0	0
长期投资	1937	2113	2282	2457	投资净收益	316	260	343	386
固定资产	23341	26761	30416	34014	营业利润	8213	1953	2748	3793
无形资产	2457	2695	2975	3269	营业外收入	58	0	0	0
其他非流动资产	4607	4427	4157	3878	营业外支出	400	0	0	0
资产总计	41612	44672	48937	52441	利润总额	7871	1953	2748	3793
流动负债	10654	13093	14937	15126	所得税	1074	265	369	513
短期借款	1937	3937	3802	2802	净利润	6796	1688	2378	3280
应付账款	4293	4930	6218	6935	少数股东损益	945	160	261	359
其他流动负债	4424	4225	4916	5389	归属母公司净利润	5852	1528	2117	2921
非流动负债	9623	9564	9587	9602	EBITDA	10067	3926	5043	6386
长期借款	5284	5304	5324	5344	EPS (元)	5.31	1.37	1.90	2.63
其他非流动负债	4339	4261	4264	4259					
负债合计	20277	22657	24524	24728					
少数股东权益	1036	1196	1456	1815					
股本	1112	1112	1112	1112					
资本公积	7179	7183	7183	7183					
留存收益	12009	12524	14662	17603					
归属母公司股东权益	20300	20819	22957	25898					
负债和股东权益	41612	44672	48937	52441					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6884	3317	5142	5970	成长能力				
净利润	6796	1688	2378	3280	营业收入	26.8%	-17.2%	26.1%	15.1%
折旧摊销	1708	1598	1867	2181	营业利润	38.4%	-76.2%	40.7%	38.0%
财务费用	407	422	463	439	归属于母公司净利润	36.7%	-73.9%	38.5%	37.9%
投资损失	-316	-260	-343	-386	盈利能力				
营运资金变动	-2511	-124	778	468	毛利率 (%)	35.6%	15.2%	16.1%	17.6%
其他经营现金流	10107	1805	1598	2800	净利率 (%)	19.3%	6.1%	6.7%	8.0%
投资活动现金流	-2132	-5002	-5366	-5581	ROE (%)	28.8%	7.3%	9.2%	11.3%
资本支出	-2318	-5015	-5530	-5782	ROIC (%)	22.0%	5.7%	7.3%	9.1%
长期投资	-333	-187	-178	-185	偿债能力				
其他投资现金流	519	200	343	386	资产负债率 (%)	48.7%	50.7%	50.1%	47.2%
筹资活动现金流	-3080	356	-575	-1424	净负债比率 (%)	95.0%	102.9%	100.5%	89.2%
短期借款	-2165	2000	-135	-1000	流动比率	0.87	0.66	0.61	0.58
长期借款	-63	20	20	20	速动比率	0.60	0.41	0.34	0.28
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	517	4	0	0	总资产周转率	0.77	0.58	0.68	0.72
其他筹资现金流	-1369	-1668	-460	-444	应收账款周转率	32.56	27.32	31.47	30.84
现金净增加额	1694	-1300	-779	-1015	应付账款周转率	4.55	4.61	4.77	4.57

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形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。