

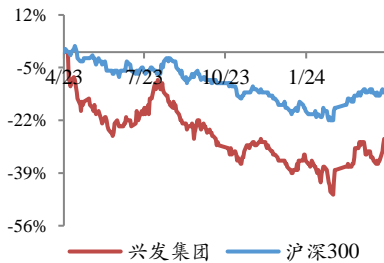
## 四季度业绩环比改善，成长板块蓄势待发

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-06

收盘价(元)	20.33
近12个月最高/最低(元)	29.80/14.31
总股本(百万股)	1,103
流通股本(百万股)	1,102
流通股比例(%)	99.92
总市值(亿元)	224
流通市值(亿元)	224

### 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

联系人：刘旭升

执业证书号：S0010122070055

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩环比改善，重点项目持续推进 2023-11-02

2. 周期板块拖累整体业绩，看好公司远期成长 2023-09-04

3. 一季度业绩承压，新材料板块蓄势待发 2023-05-08

### 主要观点：

#### ● 事件描述

4月1日，公司发布2023年年度报告，公司2023年实现营业总收入281.05亿元，同比-7.28%；实现归母净利润13.79亿元，同比-76.44%；实现扣非归母净利润13.13亿元，同比-78.30%。2023年Q4实现营业总收入61.78亿元，同比+13.27%，环比-25.73%；实现归母净利润4.45亿元，同比-52.67%，环比+36.85%。

#### ● 公司周期产品景气下行，全年业绩承压下滑、Q4业绩环比修复

公司2023年实现营业总收入281.05亿元，同比-7.28%；实现归母净利润13.79亿元，同比-76.44%，全年业绩大幅下滑。主要原因系公司草甘膦、有机硅、黄磷、磷肥等周期性产品市场价格同比出现较大跌幅，导致产品盈利能力大幅减弱。据百川盈孚数据，2023年草甘膦、黄磷、一铵、二铵、有机硅市场均价分别为3.25、2.50、0.31、0.36、1.49万元/吨，同比分别为-47.8%、-24.5%、-12.4%、-3.3%、-36.9%。公司2023年Q4实现营业总收入61.78亿元，同比+13.27%，环比-25.73%；实现归母净利润4.45亿元，同比-52.67%，环比+36.85%，单季度业绩环比修复。主要原因系公司黄磷、磷矿石、一铵、二铵、有机硅等产品价格环比上涨，公司产品盈利能力回升。据百川盈孚数据，2023年Q4黄磷、磷矿石、一铵、二铵、有机硅市场均价分别为2.48、0.10、0.33、0.37、1.44万元/吨，环比分别为+2.04%、+10.39%、+19.19%、+6.59%、+5.58%。

#### ● 专注精细磷化工发展主线，持续完善上下游一体化产业链

公司专注磷化工发展主线，持续完善上下游一体化产业链。资源端：目前拥有采矿权的磷矿资源储量约4.05亿吨，磷矿石设计产能为585万吨/年。另外，公司建成水电站32座，总装机容量达到17.84万千瓦；建成分布式光伏电站13个，总装机容量1828千瓦，打造了行业独特的“矿电化一体”产业链，为公司生产提供成本低廉、供应稳定的电力保障。产品端：公司形成了规模大、种类全、附加值和技术含量较高的产品链，现有15个系列591个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。目前公司已形成“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局，未来产业链持续完善，有望全面提高资源、能源自给率，进一步提升公司盈利能力。

#### ● 持续加码有机硅和电子化学品，转型升级成长板块蓄势待发

**有机硅：**公司现有有机硅单体设计产能36万吨/年，并形成下游20万吨/年硅橡胶、5.6万吨/年硅油以及2500吨/年酸性交联剂产能，在建8万吨/年特种硅橡胶、2200吨/年有机硅微胶囊（其中一期550吨/年

已建成）。基于掌握的先进生产工艺以及宜昌园区草甘膦装置的有效协同，公司有机硅生产成本控制能力居国内前列，综合实力跃居行业第一梯队。待当前在建的有机硅新材料项目投产后，公司有机硅产业综合竞争力与市场影响力将进一步提升。

**电子化学品：**公司控股子公司兴福电子经过 10 多年发展，目前已建成 6 万吨/年电子级磷酸、6 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水、5.4 万吨/年功能湿电子化学品产能，产能规模居行业前列，产品质量总体处于国际先进水平，产品已实现中芯国际、华虹集团、SK 海力士、长江存储等多家国内外知名半导体客户的批量供应。目前兴福电子正在推进 4 万吨/年电子级硫酸改扩建以及 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气等项目建设，建成后预计会带来新的利润增长点。

### ● 投资建议

受公司周期品下行影响，我们下调公司 2024-2025 年盈利预期，并新增 2026 年盈利预期，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.23、22.24、24.44 亿元（原 2024-2025 年预测值为 21.15、29.18 亿元），对应 PE 分别为 13X、10X、9X 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28105	29276	30592	33971
收入同比 (%)	-7.3%	4.2%	4.5%	11.0%
归属母公司净利润	1379	1723	2224	2444
净利润同比 (%)	-76.4%	24.9%	29.1%	9.9%
毛利率 (%)	16.2%	15.8%	17.8%	17.7%
ROE (%)	6.7%	7.7%	9.0%	9.0%
每股收益 (元)	1.25	1.56	2.02	2.22
P/E	14.60	13.02	10.09	9.18
P/B	0.98	1.00	0.91	0.83
EV/EBITDA	7.27	7.11	6.04	5.63

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	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	7619	7598	6499	7382	
现金	2239	1747	627	841	
应收账款	1244	1137	1202	1358	
其他应收款	121	152	132	156	
预付账款	262	256	248	287	
存货	2234	2863	2797	3079	
其他流动资产	1518	1442	1493	1661	
<b>非流动资产</b>	36942	41211	45431	49235	
长期投资	1839	1870	1884	1886	
固定资产	26230	29531	32659	35320	
无形资产	2969	3387	3841	4293	
其他非流动资产	5904	6424	7046	7737	
<b>资产总计</b>	44561	48810	51930	56617	
<b>流动负债</b>	11804	14176	14893	16968	
短期借款	1714	3714	4279	5279	
应付账款	5360	5719	5746	6416	
其他流动负债	4730	4742	4869	5273	
<b>非流动负债</b>	10787	10812	10835	10850	
长期借款	6329	6349	6369	6389	
其他非流动负债	4458	4463	4466	4461	
<b>负债合计</b>	22591	24988	25728	27818	
少数股东权益	1265	1385	1521	1654	
股本	1112	1103	1103	1103	
资本公积	7252	7252	7252	7252	
留存收益	12342	14082	16326	18790	
归属母公司股东权益	20705	22437	24681	27145	
<b>负债和股东权益</b>	44561	48810	51930	56617	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1453	4267	5534	6316	
净利润	1387	1843	2360	2577	
折旧摊销	2077	2281	2741	3008	
财务费用	369	447	504	539	
投资损失	-118	-227	-214	-230	
营运资金变动	-2823	-86	142	416	
其他经营现金流	4771	1937	2218	2168	
<b>投资活动现金流</b>	-2588	-6342	-6757	-6599	
资本支出	-2414	-6467	-6876	-6742	
长期投资	-208	-101	-96	-87	
其他投资现金流	34	227	214	230	
<b>筹资活动现金流</b>	-1497	1566	84	476	
短期借款	-223	2000	565	1000	
长期借款	1045	20	20	20	
普通股增加	0	-8	0	0	
资本公积增加	72	0	0	0	
其他筹资现金流	-2391	-446	-501	-544	
<b>现金净增加额</b>	-2614	-492	-1120	214	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	28105	29276	30592	33971	
营业成本	23562	24655	25148	27960	
营业税金及附加	345	304	327	369	
销售费用	361	352	372	416	
管理费用	468	476	500	556	
财务费用	316	425	487	532	
资产减值损失	-355	-9	-2	-8	
公允价值变动收益	9	0	0	0	
投资净收益	118	227	214	230	
<b>营业利润</b>	1747	2200	2836	3105	
营业外收入	91	0	0	0	
营业外支出	123	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1716	2200	2836	3105	
所得税	329	358	476	528	
<b>净利润</b>	1387	1843	2360	2577	
少数股东损益	8	120	136	133	
<b>归属母公司净利润</b>	1379	1723	2224	2444	
EBITDA	4160	4907	6064	6646	
EPS (元)	1.25	1.56	2.02	2.22	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	-7.3%	4.2%	4.5%	11.0%	
营业利润	-78.7%	25.9%	28.9%	9.5%	
归属于母公司净利润	-76.4%	24.9%	29.1%	9.9%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	16.2%	15.8%	17.8%	17.7%	
净利率 (%)	4.9%	5.9%	7.3%	7.2%	
ROE (%)	6.7%	7.7%	9.0%	9.0%	
ROIC (%)	4.9%	5.8%	6.7%	6.8%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.7%	51.2%	49.5%	49.1%	
净负债比率 (%)	102.8%	104.9%	98.2%	96.6%	
流动比率	0.65	0.54	0.44	0.44	
速动比率	0.40	0.29	0.21	0.21	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.63	0.61	0.63	
应收账款周转率	25.88	24.58	26.16	26.54	
应付账款周转率	4.88	4.45	4.39	4.60	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.25	1.56	2.02	2.22	
每股经营现金流薄)	1.32	3.87	5.02	5.72	
每股净资产	18.63	20.34	22.37	24.60	
<b>估值比率</b>					
P/E	14.60	13.02	10.09	9.18	
P/B	0.98	1.00	0.91	0.83	
EV/EBITDA	7.27	7.11	6.04	5.63	

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。