

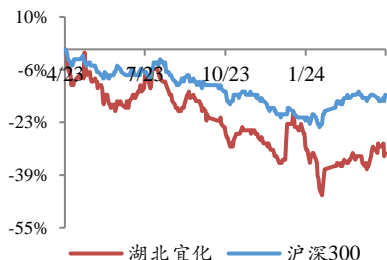
主营产品毛利率逐步修复，新产能投产打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-18

收盘价(元)	9.28
近12个月最高/最低(元)	13.79/7.04
总股本(百万股)	1,058
流通股本(百万股)	1,007
流通股比例(%)	95.22
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	93

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. 第三季度业绩环比改善，新产能投产打开成长空间 2023-11-01

主要观点：

● 事件描述

2024年4月12日晚，公司发布2023年年报，报告期内营收170.42亿元，同比下降17.72%；归母净利润4.53亿元，同比下降79.06%。其中2023Q4实现营收33.39亿元，同比下降26.47%，环比下降27.52%；实现归母净利润0.63亿元，同比提升356.97%，环比下降71.66%。

● 主营产品价格回落业绩短期承压，下半年价格止跌毛利率逐步修复

公司业绩和主营产品磷酸二铵、尿素、PVC价格息息相关，全年维度看，2023年磷酸二铵/尿素/PVC均价分别3612.49/2445.29/5814.78元/吨，同比分别变化-3.12/-9.06/-21.09%，2023年公司毛利率12.66%，同比变化-6.43pct。下半年，随着秋季备肥以及行业去库的进行，主营产品价格开始逐步触底反弹。根据百川数据，2023Q3，磷酸二铵/尿素/PVC季度均价分别为3446.38/2404.19/5896.88元/吨，环比变化-2.99/+5.08/+4.56%，2023Q4，磷酸二铵/尿素/PVC季度均价分别为3671.87/2411.66/5635.47元/吨，环比变化+6.54/+0.31/-4.43%，2024Q4公司毛利率15.71%，环比变化+3.07pct，四季度营收环比下降主要受到天然气供应受限，尿素例行停产检修的影响，归母净利润环比下降主要因非流动资产损坏报废产生1.2亿元的损失。

● 尿素法检有望放开叠加新产能推进，公司未来成长可期

2024年以来，尿素因市场需求低迷，价格处于底部震荡，当前国内外尿素仍存在套利价差，随着尿素法检放开，利好国内尿素出口，预计化肥行业景气度有望延续。新产能方面，公司55万吨氨醇项目已经于2024年1月投产，宜昌邦普宜化新材料的精制磷酸、磷酸铁锂前驱体、硫酸镍等产品预计也于今年内投产，随着新能源汽车行业的井喷式增长，与之相关的化工行业也将迎来发展机遇期。此外，为推动磷化工产业升级，解决公司与楚星公司同业竞争问题，全资子公司楚星生态科技有限公司投资建设年产40万吨磷铵、20万吨硫基复合肥节能升级改造项目，总投资约30亿元，推动磷化工产业升级、提质增效。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2024-2026年归母净利润分别为7.71、9.68、11.91亿元，同比增速为70.2%、25.6%、23.0%，（2024、2025年前值归母净利润分别为9.32、13.68亿元，较前值分别下调17.27%、29.24%）。对应PE

分别为 13、10、8 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17042	17174	17654	18464
收入同比 (%)	-17.7%	0.8%	2.8%	4.6%
归属母公司净利润	453	771	968	1191
净利润同比 (%)	-79.1%	70.2%	25.6%	23.0%
毛利率 (%)	12.7%	13.4%	15.6%	18.0%
ROE (%)	6.9%	10.5%	11.6%	12.5%
每股收益 (元)	0.47	0.73	0.92	1.13
P/E	22.26	12.73	10.14	8.24
P/B	1.68	1.34	1.18	1.03
EV/EBITDA	8.11	6.77	6.11	4.90

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	
流动资产	5640	6530	9878	12454	
现金	2971	4085	7208	9917	
应收账款	124	285	136	306	
其他应收款	23	346	33	306	
预付账款	328	291	299	306	
存货	1751	1139	1766	1211	
其他流动资产	442	385	437	407	
非流动资产	15794	17693	19846	21709	
长期投资	4226	5778	7426	8955	
固定资产	7817	8123	8459	8707	
无形资产	461	511	569	615	
其他非流动资产	3290	3282	3392	3432	
资产总计	21434	24223	29724	34162	
流动负债	9371	10011	11070	10184	
短期借款	1565	2565	3565	2565	
应付账款	1776	1643	1737	1726	
其他流动负债	6030	5804	5768	5893	
非流动负债	3406	4406	7406	10906	
长期借款	2805	3805	6805	10305	
其他非流动负债	601	601	601	601	
负债合计	12777	14418	18476	21091	
少数股东权益	2083	2460	2934	3566	
股本	1058	1058	1058	1058	
资本公积	3609	3609	3609	3609	
留存收益	1907	2678	3647	4838	
归属母公司股东权益	6574	7346	8314	9505	
负债和股东权益	21434	24223	29724	34162	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1626	2094	2431	3496	
净利润	806	1149	1442	1823	
折旧摊销	1119	1215	1200	1318	
财务费用	242	227	357	520	
投资损失	-410	-388	-426	-435	
营运资金变动	-339	-135	-167	248	
其他经营现金流	1354	1310	1634	1597	
投资活动现金流	-2165	-2752	-2951	-2767	
资本支出	-1492	-1588	-1728	-1673	
长期投资	-664	-1552	-1649	-1528	
其他投资现金流	-9	388	426	435	
筹资活动现金流	-218	1773	3643	1980	
短期借款	-459	1000	1000	-1000	
长期借款	-2108	1000	3000	3500	
普通股增加	160	0	0	0	
资本公积增加	1376	0	0	0	
其他筹资现金流	813	-227	-357	-520	
现金净增加额	-757	1114	3123	2709	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	17042	17174	17654	18464	
营业成本	14885	14871	14900	15138	
营业税金及附加	75	86	86	90	
销售费用	121	99	107	114	
管理费用	469	435	450	476	
财务费用	148	138	235	303	
资产减值损失	-92	-36	-34	-32	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	407	388	426	435	
营业利润	1059	1310	1660	2108	
营业外收入	43	0	0	0	
营业外支出	134	0	0	0	
利润总额	969	1310	1660	2108	
所得税	163	162	218	284	
净利润	806	1149	1442	1823	
少数股东损益	352	377	474	632	
归属母公司净利润	453	771	968	1191	
EBITDA	1966	2301	2693	3315	
EPS (元)	0.47	0.73	0.92	1.13	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-17.7%	0.8%	2.8%	4.6%
营业利润	-64.1%	23.7%	26.7%	26.9%
归属于母公司净利润	-79.1%	70.2%	25.6%	23.0%
获利能力				
毛利率 (%)	12.7%	13.4%	15.6%	18.0%
净利率 (%)	2.7%	4.5%	5.5%	6.5%
ROE (%)	6.9%	10.5%	11.6%	12.5%
ROIC (%)	4.3%	4.8%	5.2%	5.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.6%	59.5%	62.2%	61.7%
净负债比率 (%)	147.6%	147.0%	164.3%	161.3%
流动比率	0.60	0.65	0.89	1.22
速动比率	0.36	0.49	0.69	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.75	0.65	0.58
应收账款周转率	81.82	84.01	84.06	83.66
应付账款周转率	8.60	8.70	8.82	8.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.73	0.92	1.13
每股经营现金流 (摊薄)	1.54	1.98	2.30	3.30
每股净资产	6.21	6.94	7.86	8.99
估值比率				
P/E	22.26	12.73	10.14	8.24
P/B	1.68	1.34	1.18	1.03
EV/EBITDA	8.11	6.77	6.11	4.90

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。