

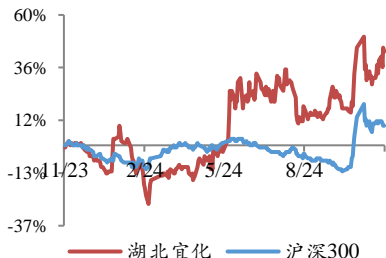
Q3 价差收窄业绩仍有韧性，资产结构改善稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-01

收盘价 (元)	14.15
近 12 个月最高/最低 (元)	15.81/7.04
总股本 (百万股)	1,083
流通股本 (百万股)	1,007
流通股比例 (%)	93.02
总市值 (亿元)	153
流通市值 (亿元)	143

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.Q2 业绩环比大幅改善，资产结构改善稳步推进 2024-08-29

2.主营产品毛利率逐步修复，新产能投产打开成长空间 2024-04-18

3.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 10 月 28 日晚，公司发布 2024 年三季度报告，2024 Q3 实现营收 44.59 亿元，同比下降 3.23%，环比下降 8.31%；实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 59.46%，环比下降 45.76%，销售毛利率 14.67%，环比下降 2.27pct。

● Q3 产品价格分化，磷铵强势尿素、PVC 走弱，毛利率有所下滑

价格方面，主营产品价格表现分化，磷酸二铵受海外需求以及成本支撑，价格保持稳定，而尿素因新产能投产、PVC 受到下游地产等领域拖累，价格出现不同程度下跌。2024Q3 磷酸二铵/尿素/PVC 均价分别 3646/2086/5317 元/吨，环比变化+0.36/-6.92/-5.06%。此外，磷酸二铵出口业务旺盛，Q3 磷酸二铵中国 FOB 价格 596 美元/吨，相对 Q2 增长 12.44%，公司作为国内磷酸二铵出口额度较大的公司之一。2024 年 2 月底，公司收购宜化肥业 32.43% 股权，使得磷酸二铵权益产能增加 31.33 万吨，磷酸二铵出口高景气度以及量增有利于磷铵板块盈利的稳定提升。

● 新疆宜化资产重组叠加宜昌新产能推进，公司未来成长可期

为解决同业竞争问题，公司拟以现金方式向宜化集团购买其拥有的宜昌新发投 100% 股权，届时公司将合计持有新疆宜化股权比例由 35.6% 上升至 75%，新疆宜化主要从事煤炭开采、PVC、片碱、尿素等业务，将为公司未来在新疆地区的发展打下重要基础。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。此外，公司成功转让降解新材料公司 100% 股权，受 PBAT 市场景气度较低影响，2023 降解新材料公司净利润-9207 万元，在降解新材料亏损的背景下，公司剥离降解新材料资产将有利于优化公司资源配置，提升公司盈利水平。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

公司今年磷酸二铵产品增加 31.33 万吨权益产能，氨醇项目投产，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.88、11.80、13.75 亿元，同比增速为 140.1%、8.5%、16.5%，对应 PE 分别为 14、13、11 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	18106	18910	21046
收入同比 (%)	-17.7%	6.2%	4.4%	11.3%
归属母公司净利润	453	1088	1180	1375
净利润同比 (%)	-79.1%	140.1%	8.5%	16.5%
毛利率 (%)	12.7%	15.9%	16.8%	17.9%
ROE (%)	6.9%	14.9%	13.9%	13.9%
每股收益 (元)	0.47	1.00	1.09	1.27
P/E	22.26	14.09	12.98	11.15
P/B	1.68	2.09	1.80	1.55
EV/EBITDA	8.11	7.43	7.09	5.83

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	6823	10568	13964
现金	2971	4235	7763	10900
应收账款	124	307	143	360
其他应收款	23	366	40	346
预付账款	328	297	316	349
存货	1751	1206	1862	1539
其他流动资产	442	412	444	469
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	24516	30414	35672
流动负债	9371	10171	11311	10965
短期借款	1565	2565	3565	2565
应付账款	1776	1723	1847	2108
其他流动负债	6030	5883	5899	6291
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	14577	18717	21871
少数股东权益	2083	2615	3193	3923
股本	1058	1058	1058	1058
资本公积	3609	3609	3609	3609
留存收益	1907	2657	3837	5212
归属母公司股东权益	6574	7324	8504	9879
负债和股东权益	21434	24516	30414	35672

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	2560	2805	3861
净利润	806	1620	1758	2104
折旧摊销	1119	1215	1200	1318
财务费用	242	227	357	520
投资损失	-410	-409	-456	-496
营运资金变动	-339	-119	-78	395
其他经营现金流	1354	1765	1859	1729
投资活动现金流	-2165	-2730	-2920	-2704
资本支出	-1492	-1588	-1727	-1672
长期投资	-664	-1552	-1649	-1528
其他投资现金流	-9	409	456	496
筹资活动现金流	-218	1434	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	-566	-357	-520
现金净增加额	-757	1264	3528	3137

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17042	18106	18910	21046
营业成本	14885	15220	15739	17289
营业税金及附加	75	91	93	102
销售费用	121	105	115	129
管理费用	469	458	482	543
财务费用	148	138	230	287
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	409	456	496
营业利润	1059	1848	2024	2432
营业外收入	43	0	0	0
营业外支出	134	0	0	0
利润总额	969	1848	2024	2432
所得税	163	228	266	328
净利润	806	1620	1758	2104
少数股东损益	352	533	578	730
归属母公司净利润	453	1088	1180	1375
EBITDA	1966	2818	3021	3561
EPS (元)	0.47	1.00	1.09	1.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-17.7%	6.2%	4.4%	11.3%
营业利润	-64.1%	74.5%	9.5%	20.2%
归属于母公司净利润	-79.1%	140.1%	8.5%	16.5%
获利能力				
毛利率 (%)	12.7%	15.9%	16.8%	17.9%
净利率 (%)	2.7%	6.0%	6.2%	6.5%
ROE (%)	6.9%	14.9%	13.9%	13.9%
ROIC (%)	4.3%	7.1%	6.2%	6.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.6%	59.5%	61.5%	61.3%
净负债比率 (%)	147.6%	146.7%	160.0%	158.5%
流动比率	0.60	0.67	0.93	1.27
速动比率	0.36	0.51	0.73	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.79	0.69	0.64
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	1.00	1.09	1.27
每股经营现金流 (摊薄)	1.50	2.36	2.59	3.57
每股净资产	6.21	6.76	7.85	9.12
估值比率				
P/E	22.26	14.09	12.98	11.15
P/B	1.68	2.09	1.80	1.55
EV/EBITDA	8.11	7.43	7.09	5.83

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。