

買入

2023年4月14日

業績符合預期，化肥產品增長明顯，產能持續擴張

- 業績符合預期：**公司2022年全年實現收入人民幣230.72億元，同比增長36%；毛利約43.48億元，同比增長5.96%；綜合毛利率約為18.84%，較同期下降5.3個百分點；歸母淨利潤為13.26億元，同比增長2.37%，業績符合預期。
- 化肥產品增長明顯：**2022年全年公司化肥分部有較大幅度的增長。其中尿素的銷量和平均售價分別同比增加約18%和15%，收入達到68.30億，同比增加36%，毛利率由31.3%下滑至28%，主要由於煤炭價格提升導致的原材料成本增加。車用尿素溶液收入略有減少，實現營業收入5.43億元，同比減少2%，主要由於公司對產品結構的調節導致的銷量下滑6%所導致。公司複合肥分部銷售收入實現61.16億元，同比增長63%，取得了大幅度的增長，其中銷量同比上升27%，平均售價同比增長28%，毛利率由同期的12.7%上升至12.8%，量價齊升帶動了複合肥業務分部的大幅增長。公司的甲醇業務實現營業收入22.83億元，同比增長29%，主要由於甲醇的平均售價以及銷量同比增長6%和21%。公司的二甲醚、三聚氰胺以及糠醇業務分別實現營業收入12.45億、9.67億以及6.11億，同比減少13%、20%以及27%，銷量亦有20%、10%以及6%的下滑，主要由於終端需求偏弱帶動價格下滑所導致。
- 產能持續擴張：**公司持續深化全國基地化佈局，產能持續擴張。目前公司在河南新鄉基地、新疆基地以及江西九江基地外，新建了東北葫蘆島基地以及甘肅金昌基地，主要生產各類複合肥。目前甘肅金昌基地二期專案正在規劃，葫蘆島基地一期55萬噸的複合肥產能將在2023年底投產。於此同時，九江基地二期專案正在規劃，河南新鄉基地70萬噸的尿素產能將在23年建成投產，持續擴張的產能將成為業績的有力推動。
- 目標價5.04港元，維持買入評級：**我們預計公司23/24/25年收入分別為247.06億、263.58億及284.59億元，歸母淨利潤為15.95億、18.37億及20.14億元。基於2023年的盈利預測，我們給予目標價5.04港元，對應2023年4倍PE，維持買入評級。

陳曉霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

鄒焯

852-25321597

wilson.zou@firstshanghai.com.hk

主要資料

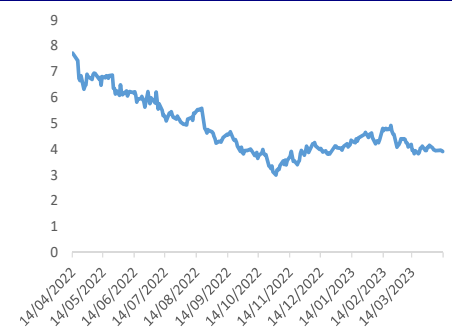
行業	化工
股價	3.91 港元
目標價	5.04 港元 (+28.82%)
股票代碼	1866
已發行股本	12.28 億股
市值	48.02 億港元
52 周高/低	7.63/2.96 港元
每股淨資產	6.28 港元
主要股東	劉興旭 (33.68%) 閔蘊華 (20.74%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2021历史	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测
收入（百萬元人民幣）	16,815	23,072	24,706	26,358	28,459
變動（%）	60.99%	37.21%	7.08%	6.69%	7.97%
淨利潤（百萬元人民幣）	1,294	1,326	1,595	1,837	2,014
每股攤薄收益（人民幣元）	1.10	1.10	1.36	1.57	1.72
變動（%）	272.2%	-0.7%	24.1%	15.2%	9.6%
基於3.91港元的市盈率（倍）	3.11	3.13	2.52	2.19	2.00
基於3.91港元的市淨率（倍）	0.50	0.45	0.35	0.29	0.24
每股派息（人民幣元）	0.19	0.25	0.32	0.36	0.40
股息現價比（%）	5.54%	7.15%	9.19%	10.58%	11.60%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：Bloomberg

主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元	21年	22年	23年	24年	25年	人民币百万元	21年	22年	23年	24年	25年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测	财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
收入	16,815.3	23,071.9	24,705.7	26,357.7	28,459.4	盈利能力					
毛利	4,388.9	4,348.9	4,801.7	5,343.4	5,819.6	毛利率 (%)	26.1%	18.8%	19.4%	20.3%	20.4%
其他收入	169.4	187.3	187.3	187.3	187.3	EBITDA 利率 (%)	21.2%	16.0%	16.7%	17.3%	17.2%
销售及管理费用	(1,697.3)	(1,601.0)	(1,714.4)	(1,829.0)	(1,974.8)	净利率 (%)	7.7%	5.7%	6.5%	7.0%	7.1%
其他开支	(88.6)	(87.2)	(95.9)	(105.5)	(116.1)	营运表现					
营业利润	2,772.3	2,848.0	3,178.7	3,596.2	3,916.0	SG&A/收入 (%)	10.1%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
财务费用	(583.4)	(662.2)	(718.5)	(761.2)	(807.9)	实际税率 (%)	18.7%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
税前盈利	2,175.6	2,180.7	2,465.4	2,840.6	3,114.3	库存周转	47.2	33.1	50.0	60.0	70.0
所得税	(406.2)	(372.5)	(421.1)	(485.2)	(532.0)	应付账款天数	22.7	12.6	13.8	13.8	13.8
少数股东应占利润	475.2	482.0	449.7	518.2	568.1	应收账款天数	21.8	16.1	20.0	25.0	30.0
净利润	1,294.1	1,326.2	1,594.5	1,837.2	2,014.2	财务状况					
折旧及摊销	785.0	834.1	949.9	975.9	975.9	净负债/股本	3.1	2.7	1.9	1.5	1.3
EBITDA	3,557.3	3,682.1	4,128.7	4,572.0	4,891.8	收入/总资产	0.66	0.83	0.78	0.72	0.68
						总资产/股本	4.48	4.05	3.20	2.78	2.52
						盈利对利息倍数	4.8	4.3	4.4	4.7	4.8
增长											
总收入 (%)	61.0%	37.2%	7.1%	6.7%	8.0%	现金流量表					
EBITDA (%)	125.8%	3.5%	12.1%	10.7%	7.0%	人民币百万元					
每股收益 (%)	272.2%	-0.7%	24.1%	15.2%	9.6%	财务年度截至12月31日	21年	22年	23年	24年	25年
						预测	预测	预测	预测	预测	
资产负债表						经营活动					
人民币百万元						营运资金变动前	3,898.9	3,637.7	4,087.2	4,522.3	4,832.1
财务年度截至12月31日						营运资金变化	(747.2)	(294.2)	(1,401.1)	(1,001.5)	(1,216.2)
	21年	22年	23年	23年	25年	所得税	(406.2)	(372.5)	(421.1)	(485.2)	(532.0)
	实际	实际	预测	预测	预测	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金	893.1	1,469.8	1,397.4	1,511.4	1,213.3	营运现金流	2,745.5	2,971.0	2,265.0	3,035.6	3,084.0
应收账款	1,004.6	1,019.7	1,353.7	1,805.3	2,339.1	投资活动					
存货	1,607.4	1,699.5	2,726.6	3,454.4	4,341.9	资本开支	(3,656.6)	(1,401.9)	(2,529.5)	(3,298.1)	(3,792.8)
其他流动资产	2,266.2	2,042.0	2,588.1	2,725.7	2,877.2	其他投资活动	(69.1)	172.2	(172.2)	0.0	0.0
总流动资产	5,771.3	6,230.9	8,065.8	9,496.9	10,771.5	投资活动现金流	(3,725.7)	(1,229.7)	(2,701.7)	(3,298.1)	(3,792.8)
固定资产	18,056.0	19,457.9	21,987.4	25,285.5	29,078.3	融资活动					
矿权	237.0	233.4	233.4	233.4	233.4	负债变化	1,444.3	966.8	733.5	801.9	877.0
其他固定资产	1,442.4	1,945.0	1,474.8	1,474.8	1,474.8	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	25,506.7	27,867.2	31,761.4	36,490.6	41,558.0	股息	(116.2)	(307.0)	(369.1)	(425.3)	(466.3)
短期负债						其他融资活动	(136.8)	(931.3)	0.0	0.0	0.0
应付帐款	774.4	645.7	754.8	797.0	858.6	融资活动现金流	1,191.3	(271.5)	364.4	376.5	410.7
短期银行贷款	6,402.2	5,556.1	5,611.6	5,667.8	5,724.4	现金变化					
其他短期负债	4,209.6	4,339.0	4,465.0	4,621.3	4,788.1	期初持有现金	211.1	576.6	(72.3)	114.0	(298.2)
总短期负债	11,386.2	10,540.8	10,831.5	11,086.0	11,371.2	期末持有现金	682.0	893.1	1,469.8	1,397.4	1,511.4
长期银行贷款	4,966.6	6,779.4	7,457.4	8,203.1	9,023.4						
其他负债	1,192.5	979.2	422.4	422.4	422.4						
总负债	17,545.3	18,299.3	18,711.3	19,711.6	20,817.0						
少数股东权益	2,267.8	2,681.6	3,131.4	3,649.5	4,217.7						
股东权益	5,693.6	6,886.2	9,918.7	13,129.5	16,523.3						
每股净资产(元)	6.80	7.65	9.94	11.95	14.15						
营运资金	(5,614.9)	(4,309.9)	(2,765.7)	(1,589.2)	(599.7)						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。