

## 買入

2024年4月22日

### 業績承壓，化工產品價格下行，專案建設持續推進

- 業績承壓：**公司 2023 年全年實現收入人民幣 234.75 億元，同比提升 1.75%；毛利約 41.87 億元，同比減少 3%；毛利率約為 17.83%，較同期的 18.84% 下滑 1.01 個百分點；歸母淨利潤為 11.87 億，同比下滑 10.51%，業績的下滑主要由於供需格局趨軟以及下游需求不及預期所導致的尿素和其他化工產品價格下行；每股盈利為 0.969 元。
- 化工產品價格下行，24 年有望回升：**2023 年全年公司核心業務尿素分部收入略有增長，尿素銷量同比上升 9%，平均售價同比下滑約 7%，收入同比增長 1% 至 68.74 億人民幣，毛利率由 28% 提升至 29%，主要由於尿素的平均售價的下降幅度小於平均成本的下降幅度，2023 年全年煤炭平均價格下行導致尿素平均銷售成本同比下滑 9%。車用尿素方面收入同比減少 20% 到 4.34 億，毛利率為 28%，同比提升 6 個百分點，主要由於成本同比下滑 15%。複合肥業務收入同比增長 0.2% 至 61.30 億，其中銷量增長了 16% 而平均售價下滑了 13%，毛利率為 13%，基本持平。化工產品方面，甲醇收入同比增長 2% 至 23.39 億，主要由於銷量增長 9%，毛利率為 -0.6%，主要由於甲醇平均售價同比下降 6%。三聚氰胺銷售收入同比減少 19% 至 7.84 億，毛利率由 49% 下滑至 29%。液氨的銷售收入同比增長 3% 至 20.91 億，主要得益於銷量同比增長 17%，液氨平均售價同比下滑 13% 導致毛利率由 29% 下滑至 18%。各項化工產品價格有不同程度的下滑，我們預計 2024 年價格有望回升。
- 項目建設持續推進：**公司新產能的項目建設仍在持續推進中。2024 年公司河南基地的 50 萬噸硝基肥以及廣西一期 30 萬噸複合肥將建成投產，與此同時新疆 6 萬噸聚甲醛項目也將投產。公司 2025 年江西基地 2 期 80 萬噸合成氨、115 萬噸尿素以及 DMF 三期 10 萬噸項目將建成投產。我們預計公司未來項目的不斷建成投產將大大增加公司各產品產能，持續提升的產能將推動公司業績的持續改善。
- 目標價 5.24 港元，維持買入評級：**我們預計公司 24/25/26 年收入分別為 239.99 億、264.27 億及 306.65 億元，歸母淨利潤為 14.84 億、16.50 億及 19.96 億元。基於 2024 年的盈利預測，我們給予 4 倍 PE 的估值中樞，給予目標價 5.24 港元，維持買入評級。

許尚青

+852-25321539

tim.xu@firstshanghai.com.hk

陳曉霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

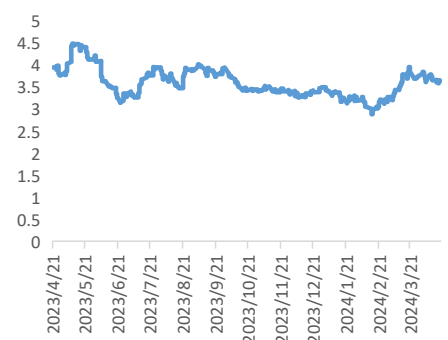
### 主要資料

行業	化工
股價	3.62 港元
目標價	5.24 港元
	(+44.68%)
股票代碼	1866
已發行股本	12.19 億股
市值	44.12 億港元
52 周高/低	4.23/2.86 港元
每股淨資產	6.96 港元
主要股東	劉興旭 (34.79%)
	閻蘊華 (21.03%)

### 盈利摘要

截止12月31日財政年度	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万元人民币)	23,072	23,475	23,999	26,427	30,665
变动 (%)	37.21%	1.75%	2.23%	10.12%	16.04%
净利润 (百万元人民币)	1,326	1,187	1,484	1,650	1,996
每股摊薄收益 (人民币元)	1.10	0.97	1.21	1.35	1.63
变动 (%)	-0.7%	-11.6%	25.1%	11.2%	21.0%
基于3.62港元的市盈率 (倍)	3.06	3.46	2.76	2.49	2.06
基于3.62港元的市净率 (倍)	0.44	0.39	0.34	0.29	0.26
每股派息 (人民币)	0.25	0.29	0.36	0.40	0.48
股息现价比 (%)	7.32%	8.52%	10.66%	11.85%	14.33%

### 股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

來源：Bloomberg

# 主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元	22年	23年	24年	25年	26年	人民币百万元	22年	23年	24年	25年	26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	23,071.9	23,475.3	23,999.3	26,426.9	30,665.3	盈利能力					
毛利	4,348.9	4,187.0	4,689.1	5,419.5	6,719.9	毛利率 (%)	18.8%	17.8%	19.5%	20.5%	21.9%
其他收入	187.3	298.9	298.9	298.9	298.9	EBITDA 利率 (%)	16.0%	14.4%	16.1%	16.0%	15.9%
销售及管理费用	(1,601.0)	(1,917.4)	(1,960.2)	(2,378.4)	(3,066.5)	净利率 (%)	5.7%	5.1%	6.2%	6.2%	6.5%
其他开支	(87.2)	(40.1)	(44.1)	(48.6)	(53.4)	营运表现					
营业利润	2,848.0	2,528.4	2,983.7	3,291.5	3,898.9	SG&A/收入 (%)	6.9%	8.2%	8.2%	9.0%	10.0%
财务费用	(662.2)	(580.0)	(547.0)	(582.8)	(621.9)	实际税率 (%)	17.1%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
税前盈利	2,180.7	1,939.7	2,437.4	2,709.5	3,277.8	库存周转	33.1	30.2	31.2	31.2	31.2
所得税	(372.5)	(302.5)	(390.0)	(433.5)	(524.5)	应付账款天数	12.6	26.3	19.2	19.2	19.2
少数股东应占利润	482.0	450.4	563.2	626.1	757.4	应收账款天数	16.1	17.7	16.8	16.8	16.8
净利润	1,326.2	1,186.9	1,484.2	1,649.9	1,995.9	财务状况					
折旧及摊销	834.1	855.4	883.2	929.5	975.9	净负债/股本	2.7	2.4	2.2	2.1	1.9
EBITDA	3,682.1	3,383.8	3,866.9	4,221.0	4,874.8	收入/总资产	0.83	0.81	0.77	0.77	0.81
增长						总资产/股本	4.05	3.79	3.59	3.46	3.34
总收入 (%)	37.2%	1.7%	2.2%	10.1%	16.0%	盈利对利息倍数	4.3	4.4	5.5	5.6	6.3
EBITDA (%)	3.5%	-8.1%	14.3%	9.2%	15.5%						
每股收益 (%)	-0.7%	-11.6%	25.1%	11.2%	21.0%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元	22年	23年	23年	25年	26年	人民币百万元	22年	23年	24年	25年	26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
现金	1,469.8	1,162.6	1,259.9	1,636.6	2,130.8	经营活动					
应收账款	1,019.7	1,138.1	1,103.0	1,214.5	1,409.3	营运资金变动前	4,307.5	4,057.0	3,814.8	4,158.4	4,799.6
存货	1,699.5	1,596.7	1,649.9	1,794.9	2,046.0	营运资金变化	447.6	1,571.0	(744.4)	(539.6)	(680.7)
其他流动资产	2,042.0	1,686.1	1,746.2	1,812.3	1,885.0	所得税	(372.5)	(302.5)	(390.0)	(433.5)	(524.5)
总流动资产	6,230.9	5,583.4	5,758.9	6,458.4	7,471.1	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	19,457.9	20,236.1	22,259.7	24,485.6	26,934.2	营运现金流	4,382.5	5,325.6	2,680.4	3,185.2	3,594.4
矿权	233.4	232.4	232.4	232.4	232.4	投资活动					
其他固定资产	1,945.0	3,081.6	3,081.6	3,081.6	3,081.6	资本开支	(3,695.7)	(3,194.5)	(2,906.8)	(3,155.5)	(3,424.4)
总资产	27,867.2	29,133.5	31,332.7	34,258.0	37,719.4	其他投资活动	(28.0)	(280.4)	0.0	0.0	0.0
短期负债						投资活动现金流	(3,723.7)	(3,474.9)	(2,906.8)	(3,155.5)	(3,424.4)
应付账款	645.7	1,388.6	1,018.3	1,107.8	1,262.7	融资活动					
短期银行贷款	5,556.1	4,468.6	4,513.3	4,558.4	4,604.0	负债变化	283.7	(1,634.9)	761.1	833.2	912.5
其他短期负债	4,339.0	4,586.3	4,784.6	4,997.5	5,226.2	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总短期负债	10,540.8	10,443.6	10,316.2	10,663.8	11,093.0	股息	(243.4)	(320.7)	(437.4)	(486.2)	(588.2)
长期银行贷款	6,779.4	7,164.5	7,881.0	8,669.1	9,536.0	其他融资活动	(122.4)	(202.2)	0.0	0.0	0.0
其他负债	979.2	1,014.4	1,014.4	1,014.4	1,014.4	融资活动现金流	(82.2)	(2,157.9)	323.7	347.0	324.3
总负债	18,299.3	18,622.5	19,211.6	20,347.2	21,643.3	现金变化	576.6	(307.2)	97.3	376.7	494.2
少数股东权益	2,681.6	2,823.4	3,386.7	4,012.8	4,770.2	期初持有现金	893.1	1,469.8	1,162.6	1,259.9	1,636.6
股东权益	6,886.2	7,687.6	8,734.4	9,898.0	11,305.8	期末持有现金	1,469.8	1,162.6	1,259.9	1,636.6	2,130.8
每股净资产(元)	7.65	8.59	9.90	11.36	13.13						
营运资金	(4,309.9)	(4,860.2)	(4,557.3)	(4,205.4)	(3,621.9)						

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、僱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。