

**投资评级 优于大市 维持**

## 业绩符合预期，看好荆州项目贡献增量

### 股票数据

04月28日收盘价(元)	31.88
52周股价波动(元)	25.77-38.55
总股本/流通A股(百万股)	2123/2112
总市值/流通市值(百万元)	67691/67327

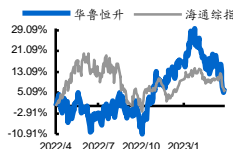
### 相关研究

《多业联产降本增效，荆州项目扬帆起航》  
2023.03.27

《业绩符合预期，看好荆州项目未来增量》  
2022.10.28

《多种产品高景气，全年业绩创新高》  
2022.04.03

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.4	-11.8	-7.7
相对涨幅 (%)	-8.1	-10.8	-4.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱军军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel: (021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

证书:S0850122070051

### 投资要点:

- **事件：公司发布 2023 年一季报。**实现营收 60.53 亿元，同比-25.41%，环比-16.35%；实现归母净利 7.82 亿元，同比-67.82%，环比+3.52%。
- **产品销量同比上升，价格下降拖累业绩。**2023Q1，公司新材料相关产品销量 43.59 万吨，同比+5%；有机胺销量 12.08 万吨，同比-7%；肥料销量 74.33 万吨，同比+19%；醋酸及衍生品销量 15.02 万吨，同比+13%。**价格方面。**新材料相关产品价格为 7362 元/吨，同比-19%；有机胺价格为 5737 元/吨，同比-64%；肥料价格为 1928 元/吨，同比+2%；醋酸及衍生品价格为 2730 元/吨，同比-40%。
- **持续推进产业延伸与产品升级。**公司依托洁净煤气化技术构建煤化工与石油化工的可持续发展平台，形成了以新材料、有机胺、肥料、醋酸及衍生品为主营产品的“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式。截至 2022 年底，公司现有尿素产能 155 万吨/年、醋酸产能 50 万吨/年、DMF 产能 33 万吨/年。2023 年底荆州现代煤化工基地合成气综合利用项目建成投产后，公司尿素、醋酸、DMF 产能将分别新增 100、100、15 万吨/年。
- **荆州基地项目建成有望打开公司盈利空间。**荆州基地具备区位优势、资源优势与技术优势，且最终产品包含尿素、醋酸、DMF 等基础化工原料与 BDO、PBAT 等绿色新能源材料，下游需求空间大，发展前景广。据测算，公司 2017-2021 年中枢净利为 31.5 亿元，我们预计合成气综合利用项目建成后，随着产能逐步释放叠加国内化工品景气度触底反弹，尿素、醋酸、DMF 产品将分别给公司带来 2.7、11.2、1.4 亿元的业绩中枢弹性，带动公司相应板块净利润增幅分别为 14.0%、41.1%、150.8%，使公司整体中枢净利提升至 46.8 亿元。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 54.19 亿元、71.83 亿元、91.87 亿元，EPS 分别为 2.55 元、3.38 元、4.33 元，按照 2023 年 EPS 以及 15-17 倍 PE，对应合理价值区间 38.25-43.35 元，对应 2023 年 PB 2.51-2.85，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**原料和产品价格大幅波动，项目建设投产进度不及预期，煤化工下游需求不及预期，安全生产与环保合规风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26744	30245	33107	41151	45895
(+/-)YoY(%)	103.9%	13.1%	9.5%	24.3%	11.5%
净利润(百万元)	7271	6289	5419	7183	9187
(+/-)YoY(%)	304.3%	-13.5%	-13.8%	32.5%	27.9%
全面摊薄 EPS(元)	3.42	2.96	2.55	3.38	4.33
毛利率(%)	35.4%	28.9%	22.1%	22.9%	25.3%
净资产收益率(%)	32.7%	23.4%	16.8%	18.2%	18.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司业务拆分

产品	项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
肥料	营业收入 (万元)	334888	414081	551836	473540	533049	570362
	营业成本 (万元)	245596	294581	334640	380476	405748	426036
	毛利 (万元)	89291	119501	217196	93064	127301	144327
	毛利率	27%	29%	39%	20%	24%	25%
有机胺	营业收入 (万元)	244147	591772	598507	470277	466541	499199
	营业成本 (万元)	140958	273787	257829	267577	275406	289176
	毛利 (万元)	103189	317985	340678	202700	191136	210023
	毛利率	42%	54%	57%	43%	41%	42%
醋酸	营业收入 (万元)	142448	346265	210646	325730	392464	419936
	营业成本 (万元)	109286	160767	145405	166575	200702	210738
	毛利 (万元)	33162	185498	65241	159155	191761	209199
	毛利率	23%	54%	52%	49%	49%	50%
己二酸及中间体	营业收入 (万元)	118336	403052	367736	301930	325156	344665
	营业成本 (万元)	115223	310350	293150	252726	266983	280332
	毛利 (万元)	3113	92702	74585	49204	58173	64333
	毛利率	3%	23%	20%	16%	18%	19%
多元醇	营业收入 (万元)	254364	371605	372938	354291	395972	419730
	营业成本 (万元)	262584	349309	350561	333033	372214	332616
	毛利 (万元)	-8220	22296	22376	21257	23758	87114
	毛利率	-3%	6%	6%	6%	6%	21%
己内酰胺	营业收入 (万元)			202500	59063	111628	354977
	营业成本 (万元)			151875	44297	83721	263721
	毛利 (万元)			50625	14766	27907	91256
	毛利率			25%	25%	25%	26%
尼龙 6	营业收入 (万元)			129600	410400	372600	394956
	营业成本 (万元)			116640	369360	335340	352107
	毛利 (万元)			12960	41040	37260	42849
	毛利率			10%	10%	10%	11%
尼龙 66	营业收入 (万元)				108000	183600	194616
	营业成本 (万元)				99360	168912	177358
	毛利 (万元)				8640	14688	17258
	毛利率				8%	8%	9%
PBAT	营业收入 (万元)				38880	148716	157639
	营业成本 (万元)				29160	111537	117114
	毛利 (万元)				9720	37179	40525
	毛利率				25%	25%	26%
碳酸二甲酯	营业收入 (万元)			139650	189525	342093	362618
	营业成本 (万元)			97755	138353	256569	269398
	毛利 (万元)			41895	51172	85523	93220
	毛利率			30%	27%	25%	26%
碳酸甲乙酯	营业收入 (万元)				128250	392445	419916
	营业成本 (万元)				96188	294334	309050
	毛利 (万元)				32063	98111	110866
	毛利率				25%	25%	26%
其他	营业收入 (万元)	217314	536811	450846	450846	450846	450846
	营业成本 (万元)	157598	329443	401239	401239	401239	401239
	毛利 (万元)	59715	207368	49607	49607	49607	49607
	毛利率	27%	39%	11%	11%	11%	11%
总和	营业收入 (万元)	1311496	2663586	3024258	3310732	4115109	4589462
	营业成本 (万元)	1031246	1718236	2149094	2578344	3172704	3428884
	毛利 (万元)	280250	945350	875164	732388	942405	1160578
	毛利率	21%	35%	29%	22%	23%	25%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)			PB
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E	2023E
000902.SZ	新洋丰	147.80	0.93	1.00	1.16	12.22	11.29	9.77	1.49
600309.SH	万华化学	2894.22	7.85	5.17	6.54	11.74	17.83	14.09	3.09
600989.SH	宝丰能源	966.54	0.96	0.86	1.12	13.67	15.34	11.79	2.36
	<b>平均</b>		<b>4.39</b>	<b>3.09</b>	<b>3.85</b>	<b>11.98</b>	<b>14.56</b>	<b>11.93</b>	<b>2.29</b>

注：收盘价为 2022 年 4 月 28 日价格

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>30245</b>	<b>33107</b>	<b>41151</b>	<b>45895</b>
每股收益	2.96	2.55	3.38	4.33	营业成本	21491	25783	31727	34289
每股净资产	12.68	15.23	18.61	22.94	毛利率%	28.9%	22.1%	22.9%	25.3%
每股经营现金流	3.30	5.01	3.23	6.96	营业税金及附加	217	132	123	92
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	52	56	62	46
P/E	10.48	12.17	9.18	7.18	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
P/B	2.45	2.04	1.67	1.35	管理费用	262	265	329	321
P/S	2.18	1.99	1.60	1.44	管理费用率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
EV/EBITDA	7.67	8.04	6.48	4.76	EBIT	7640	6473	8459	10713
股息率%	<b>2.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	59	232	222	236
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%
毛利率	28.9%	22.1%	22.9%	25.3%	资产减值损失	-27	-10	-15	-2
净利润率	20.8%	16.4%	17.5%	20.0%	投资收益	38	132	165	184
净资产收益率	23.4%	16.8%	18.2%	18.9%	<b>营业利润</b>	<b>7604</b>	<b>6358</b>	<b>8383</b>	<b>10663</b>
资产回报率	18.0%	12.0%	14.3%	14.9%	营业外收支	-193	18	19	20
投资回报率	20.5%	14.5%	16.2%	17.1%	<b>利润总额</b>	<b>7411</b>	<b>6376</b>	<b>8402</b>	<b>10683</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	9423	8281	10600	13267
营业收入增长率	13.1%	9.5%	24.3%	11.5%	所得税	1123	956	1218	1496
EBIT 增长率	-11.1%	-15.3%	30.7%	26.7%	有效所得税率%	15.2%	15.0%	14.5%	14.0%
净利润增长率	-13.5%	-13.8%	32.5%	27.9%	少数股东损益	-2	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>6289</b>	<b>5419</b>	<b>7183</b>	<b>9187</b>
资产负债率	20.2%	26.0%	19.2%	19.3%					
流动比率	2.40	1.37	1.59	1.73	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.74	1.08	1.11	1.47	货币资金	1849	3939	1460	6865
现金比率	0.52	0.49	0.24	0.83	应收账款及应收票据	39	142	81	174
<b>经营效率指标</b>					存货	1173	966	1477	982
应收账款周转天数	0.68	1.00	1.00	1.00	其它流动资产	5521	6058	6546	6274
存货周转天数	18.52	15.00	14.00	13.00	流动资产合计	8581	11105	9564	14294
总资产周转率	0.95	0.83	0.86	0.82	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.91	2.00	2.15	2.00	固定资产	15591	17584	20754	25076
					在建工程	5026	10254	13474	15628
					无形资产	1737	2007	2277	2547
					非流动资产合计	26424	33905	40577	47318
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>35005</b>	<b>45010</b>	<b>50140</b>	<b>61612</b>
净利润	6289	5419	7183	9187	短期借款	0	814	326	245
少数股东损益	-2	0	0	0	应付票据及应付账款	1624	4822	2757	4862
非现金支出	1808	1822	2158	2553	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	34	99	78	47	其它流动负债	1946	2481	2931	3141
营运资金变动	-1130	3288	-2568	2992	流动负债合计	3571	8117	6014	8249
<b>经营活动现金流</b>	<b>6999</b>	<b>10629</b>	<b>6851</b>	<b>14780</b>	长期借款	3257	3307	3357	3407
资产	-6931	-9282	-8781	-9280	其它长期负债	258	258	258	258
投资	-400	-2	-2	-2	非流动负债合计	3514	3564	3614	3664
其他	38	142	153	189	<b>负债总计</b>	<b>7085</b>	<b>11682</b>	<b>9628</b>	<b>11913</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7292</b>	<b>-9141</b>	<b>-8630</b>	<b>-9093</b>	实收资本	2123	2123	2123	2123
债权募资	1350	864	-438	-31	归属于母公司所有者权益	26923	32331	39514	48702
股权募资	754	-11	0	0	少数股东权益	998	998	998	998
其他	-1828	-250	-262	-251	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>35005</b>	<b>45010</b>	<b>50140</b>	<b>61612</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>276</b>	<b>603</b>	<b>-700</b>	<b>-282</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-13</b>	<b>2090</b>	<b>-2479</b>	<b>5405</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。