

买入

2021年8月25日

量价齐升驱动业绩超预期，九江投产形成三大基地战略布局

- 毛利率提升明显，业绩大幅增长超预期：**公司 2021 年上半年实现收入人民币 75.73 亿元，同比增长 53%；毛利约 21.17 亿元，同比增长 99%；毛利率约为 27.9%，较同期上升 6.4%；归母净利润为 6.46 亿，同比增长 259%，业绩的增长主要由于尿素和其他产品价格的大幅升高以及自身成本的控制；每股盈利为 0.551 元。
- 尿素业务量价齐升，化工产品表现亮眼：**2021 年上半年公司核心业务尿素分部有较大幅度的增长，尿素销量和平均售价分别同比增加约 8%和 23%，收入同比增加 32%，毛利率由 27%上升至 35%。面对飞涨的尿素价格，公司调整了产品结构减少了车用尿素溶液的产量以分配更多产能给尿素，因此车用尿素收入同比减少 8%到 2 亿，毛利率由同期的 37.6%减少到 35.8%。由于磷酸盐和钾肥等原材料的平均成本分别上升 64%及 57%，复合肥收入同比增长 13%至 23.5 亿，而毛利率由 17%减少至 15%，上半年高效肥占化肥收入占比突破去年中期的 50%。公司化工产品表现十分亮眼，甲醇收入迎来大幅增长，收入同比增加 355%至 7.3 亿，毛利率从-2.3%上升至 19.7%，主要由于九江基地新增的甲醇产能以及能源价格反弹导致的售价大幅上升，甲醇销量和平均售价同比增加 190%及 57%。二甲醚、三聚氰胺以及糠醇的售价均有大幅度的提升，带动了销售收入的增长。我们预计尿素以及化工品价格上涨的趋势将在下半年延续，高位运行。
- 九江基地顺利投产，三大基地辐射全国：**虽然九江基地于 21 年 2 月份才正式投产，但是其特有的区位和技术优势使其迅速成为公司业绩增长点。截至今年上半年，九江基地利润贡献占比达到了 40%，是三大基地之最，随着九江基地建设完成，公司形成了三大基地互相协助辐射全国的战略布局。于此同时，随着下半年河南新乡二、三厂固定床技术改造完成和新乡基地 200 万吨双氧水项目的投产以及九江基地 DMF 和高塔复合肥项目的投产，新产能将为公司未来营收的增长带来强劲推动力。
- 上调目标价至 9.01 港元，维持买入评级：**我们预计公司 21/22/23 年收入分别为 144.2 亿、171.7 亿及 209.4 亿元，归母净利润为 12.6 亿、14.6 亿及 16.2 亿元。基于 2021 年的盈利预测，我们给予 7 倍 PE 的估值中枢，上调目标价至 9.01 港元，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

邹炜

852-25321597

wilson.zou@firstshanghai.com.hk

主要数据

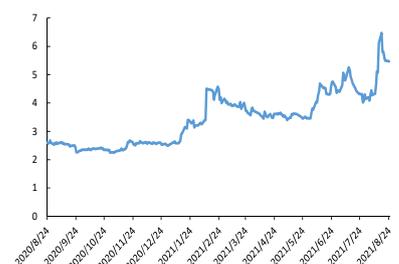
| | |
|---------|------------------------------|
| 行业 | 化工 |
| 股价 | 5.47 港元 |
| 目标价 | 9.01 港元 (+64.72%) |
| 股票代码 | 1866 |
| 已发行股本 | 11.72 亿股 |
| 市值 | 64.11 亿港元 |
| 52 周高/低 | 6.69/2.12 港元 |
| 每股净资产 | 5.19 港元 |
| 主要股东 | 刘兴旭 (35.25%) 闫蕴华 (23.62%) |

盈利摘要

| 截止12月31日财政年度 | 2019历史 | 2020历史 | 2021预测 | 2022预测 | 2023预测 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万元人民币) | 8,928 | 10,445 | 14,423 | 17,170 | 20,942 |
| 变动 (%) | -2.90% | 16.99% | 38.09% | 19.05% | 21.97% |
| 净利润 (百万元人民币) | 316 | 348 | 1,257 | 1,459 | 1,615 |
| 每股摊薄收益 (人民币元) | 0.27 | 0.30 | 1.07 | 1.25 | 1.38 |
| 变动 (%) | -49.4% | 9.8% | 261.7% | 16.0% | 10.7% |
| 基于5.47港元的市盈率 (倍) | 16.87 | 15.36 | 4.25 | 3.66 | 3.31 |
| 基于5.47港元的市净率 (倍) | 0.93 | 0.83 | 0.65 | 0.52 | 0.43 |
| 每股派息 (人民币) | 0.08 | 0.10 | 0.36 | 0.42 | 0.46 |
| 股息现价比 (%) | 1.76% | 2.19% | 7.93% | 9.20% | 10.19% |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

主要财务报表

损益表

| 人民币百万元 财务年度截至12月31日 | 19年 实际 | 20年 实际 | 21年 预测 | 22年 预测 | 23年 预测 |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 8,928.3 | 10,444.7 | 14,422.8 | 17,170.0 | 20,941.7 |
| 毛利 | 1,941.0 | 2,214.6 | 3,938.4 | 4,520.3 | 5,152.4 |
| 其他收入 | 160.3 | 198.7 | 198.7 | 198.7 | 198.7 |
| 销售及管理费用 | (1,177.3) | (1,244.9) | (1,719.0) | (2,046.4) | (2,495.9) |
| 其他开支 | (16.7) | (129.8) | (55.9) | 21.6 | 103.0 |
| 营业利润 | 907.4 | 1,038.7 | 2,362.3 | 2,694.2 | 2,958.2 |
| 财务费用 | (374.1) | (401.4) | (421.4) | (442.5) | (464.6) |
| 税前盈利 | 533.3 | 637.3 | 1,940.8 | 2,251.7 | 2,493.6 |
| 所得税 | (111.6) | (106.9) | (328.8) | (381.5) | (422.5) |
| 少数股东应占利润 | 97.6 | 176.5 | 354.6 | 411.4 | 455.6 |
| 净利润 | 324.2 | 353.9 | 1,257.3 | 1,458.7 | 1,615.4 |
| 折旧及摊销 | 518.1 | 536.6 | 636.7 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | 1,425.5 | 1,575.3 | 2,998.9 | 2,694.2 | 2,958.2 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | -2.9% | 17.0% | 38.1% | 19.0% | 22.0% |
| EBITDA (%) | -12.6% | 10.5% | 90.4% | -10.2% | 9.8% |
| 每股收益 (%) | -49.4% | 9.8% | 261.7% | 16.0% | 10.7% |

资产负债表

| 人民币百万元 财务年度截至12月31日 | 19年 实际 | 20年 实际 | 21年 预测 | 22年 预测 | 23年 预测 |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金 | 884.4 | 682.0 | 569.3 | 683.5 | 1,049.6 |
| 应收账款 | 393.4 | 743.4 | 817.7 | 899.5 | 989.5 |
| 存货 | 983.6 | 992.1 | 1,091.4 | 1,200.5 | 1,320.6 |
| 其他流动资产 | 1,415.8 | 1,761.5 | 1,346.5 | 1,461.3 | 1,587.7 |
| 总流动资产 | 3,677.3 | 4,179.1 | 3,824.8 | 4,244.9 | 4,947.3 |
| 固定资产 | 10,474.8 | 15,000.5 | 16,500.5 | 18,150.6 | 19,965.6 |
| 矿权 | 86.2 | 84.6 | 84.6 | 84.6 | 84.6 |
| 其他固定资产 | 2,252.6 | 1,690.9 | 284.9 | 284.9 | 284.9 |
| 总资产 | 16,490.9 | 20,955.1 | 20,694.9 | 22,765.0 | 25,282.5 |
| 短期负债 | | | | | |
| 应付账款 | 366.6 | 509.0 | 366.6 | 509.0 | 366.6 |
| 短期银行贷款 | 2,774.2 | 4,137.7 | 2,500.0 | 2,500.0 | 2,500.0 |
| 其他短期负债 | 3,154.7 | 3,910.7 | 3,210.7 | 2,933.0 | 2,794.1 |
| 总短期负债 | 6,295.5 | 8,557.4 | 6,077.3 | 5,941.9 | 5,660.7 |
| 长期银行贷款 | 3,739.1 | 5,210.1 | 2,446.5 | 2,446.5 | 2,446.5 |
| 其他负债 | 734.6 | 763.3 | 808.4 | 808.4 | 808.4 |
| 总负债 | 10,769.2 | 14,530.7 | 9,332.2 | 9,196.8 | 8,915.6 |
| 少数股东权益 | 1,486.4 | 1,893.9 | 2,248.6 | 2,660.0 | 3,115.7 |
| 股东权益 | 4,235.2 | 4,530.4 | 9,114.1 | 10,908.1 | 13,251.2 |
| 每股净资产(元) | 4.88 | 5.48 | 6.96 | 8.68 | 10.59 |
| 营运资金 | (2,618.2) | (4,378.2) | (2,252.5) | (1,697.1) | (713.4) |

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

| 人民币百万元 财务年度截至12月31日 | 19年 实际 | 20年 实际 | 21年 预测 | 22年 预测 | 23年 预测 |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 21.7% | 21.2% | 27.3% | 26.3% | 24.6% |
| EBITDA 利率 (%) | 16.0% | 15.1% | 20.8% | 15.7% | 14.1% |
| 净利率 (%) | 3.6% | 3.4% | 8.7% | 8.5% | 7.7% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 13.2% | 11.9% | 11.9% | 11.9% | 11.9% |
| 实际税率 (%) | 20.9% | 16.8% | 16.9% | 16.9% | 16.9% |
| 库存周转 | 51.4 | 44.0 | 38.0 | 34.6 | 30.5 |
| 应付账款天数 | 19.2 | 22.6 | 12.8 | 14.7 | 8.5 |
| 应收账款天数 | 16.1 | 26.0 | 20.7 | 19.1 | 17.2 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 2.5 | 3.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| 收入/总资产 | 0.54 | 0.50 | 0.70 | 0.75 | 0.83 |
| 总资产/股本 | 3.89 | 4.63 | 2.27 | 2.09 | 1.91 |
| 盈利对利息倍数 | 2.4 | 2.6 | 5.6 | 6.1 | 6.4 |

现金流量表

| 人民币百万元 财务年度截至12月31日 | 19年 实际 | 20年 实际 | 21年 预测 | 22年 预测 | 23年 预测 |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动 | | | | | |
| 营运资金变动前 | 1,600.6 | 1,858.2 | 2,515.5 | 2,187.1 | 2,424.4 |
| 营运资金变化 | 812.5 | (47.2) | (397.4) | 73.1 | (29.3) |
| 所得税 | (111.6) | (106.9) | (328.8) | (381.5) | (422.5) |
| 其他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运现金流 | 2,301.5 | 1,704.0 | 1,789.2 | 1,878.7 | 1,972.6 |
| 投资活动 | | | | | |
| 资本开支 | (3,287.0) | (3,888.6) | (2,136.7) | (1,650.1) | (1,815.1) |
| 其他投资活动 | 0.3 | (13.2) | (1,960.2) | (2,528.8) | (2,447.4) |
| 投资活动现金流 | (3,286.7) | (3,901.8) | (4,096.9) | (4,178.8) | (4,262.4) |
| 融资活动 | | | | | |
| 负债变化 | 1,824.5 | 2,314.2 | 168.0 | 168.0 | 168.0 |
| 股本变化 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股息 | (119.1) | (93.7) | (423.7) | (491.6) | (544.4) |
| 其他融资活动 | (181.7) | (225.1) | 2,450.6 | 2,738.0 | 3,032.3 |
| 融资活动现金流 | 1,523.6 | 1,995.4 | 2,194.9 | 2,414.4 | 2,655.8 |
| 现金变化 | 538.3 | (202.4) | (112.8) | 114.3 | 366.1 |
| 期初持有现金 | 346.2 | 884.4 | 682.0 | 569.3 | 683.5 |
| 期末持有现金 | 884.4 | 682.0 | 569.3 | 683.5 | 1,049.6 |

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2021 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。