

Q3 扣非业绩大幅增长，看好明年磷复肥景气复苏



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **Q3 扣非业绩同比大幅增长**：公司今年前三季度实现收入 33.08 亿，同比增长 40.48%；实现归母净利润 2.01 亿，同比增长 0.31%，扣非后实现归母净利润 1.87 亿，同比增长 82.38%。其中 Q3 单季度实现收入 13.53 亿，同比增长 42.52%；实现归母净利润 0.67 亿，同比下滑 31.34%，扣非后实现归母净利润 0.61 亿，同比大幅增长 343.82%。扣非前后差异的原因主要是去年公司有非经常性的土地收储收益，今年公司前三季度扣非后大幅增长，业绩更加扎实，向上的基础也更加牢固。
- **看好明年磷复肥复苏**：受到去年硫磺因港口高库存及大炼化投产带来的供给增量价格急跌，同时印度国内磷肥库存偏高的影响，去年磷肥下半年开启下跌趋势，但我们看好明年磷肥的行情，核心是强劲需求的支撑。今年以印度为代表的南亚地区的需求大幅增长，Khariff 印度种植面积同比增长 39%，1 至 11 月二铵累计销量同比增长 21%，极大消化了的国内高库存，再加上巴西等南美国家的旺盛需求，国际供需趋紧，今年下半年起国际磷肥市场价格也持续上行。而 USDA 预测全球粮食库存比还将持续下滑，我们认为明年全球种植需求大周期的景气复苏将持续支撑磷肥的需求增长。而且磷肥国内已基本没有新增产能，海外的新增供给迟缓。在供需改善的趋势下，公司产业链配套带来的成本优势领先有望实现超越同行的成长机遇。

财务预测与投资建议

- 由于今年复合肥和磷酸一铵产品价格有所下跌，我们下调公司 20-22 年每股盈利 EPS 分别为 0.38、0.45、0.56（原 20-21 年预测为 0.47、0.51），按照可比公司 21 年 16 倍市盈率，给予目标价为 7.20 元并维持买入评级。

风险提示

- 产品景气不及预期，原材料价格波动风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,127	3,016	3,601	3,838	3,972
同比增长(%)	20.1%	-3.5%	19.4%	6.6%	3.5%
营业利润(百万元)	368	304	343	405	502
同比增长(%)	46.7%	-17.5%	13.1%	17.9%	24.0%
归属母公司净利润(百万元)	300	238	275	323	403
同比增长(%)	40.9%	-20.7%	15.5%	17.3%	24.8%
每股收益(元)	0.42	0.33	0.38	0.45	0.56
毛利率(%)	24.5%	21.2%	22.7%	23.6%	25.2%
净利率(%)	9.6%	7.9%	7.6%	8.4%	10.1%
净资产收益率(%)	8.8%	6.5%	7.1%	8.0%	9.2%
市盈率	15.4	19.4	16.8	14.3	11.5
市净率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年12月11日)	6.17 元
目标价格	7.20 元
52周最高价/最低价	7.38/4.11 元
总股本/流通A股(万股)	71,815/69,848
A股市值(百万元)	4,280
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年12月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.93	8.56	-5.85	32.74
相对表现	-3.69	2.57	-11.12	4.22
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

万里扬

021-63325888*2504

wanliy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值（截至 2020/12/11）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
史丹利	0.09	0.19	0.36	0.44	54.59	26.89	14.19	11.61
新洋丰	0.50	0.66	0.81	0.96	27.15	20.67	16.74	14.18
兴发集团	0.27	0.41	0.57	0.70	42.93	28.38	20.33	16.53
云天化	0.11	0.14	0.32	0.39	53.99	40.07	17.87	14.63
云图控股	0.21	0.42	0.52	0.61	34.49	17.38	14.06	11.87
调整后平均					43.80	25.32	16.27	13.56

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	619	238	267	285	507	营业收入	3,127	3,016	3,601	3,838	3,972
应收票据及应收账款	201	200	165	140	164	营业成本	2,360	2,377	2,783	2,931	2,970
预付账款	565	479	611	630	663	营业税金及附加	24	30	32	36	36
存货	834	934	1,038	1,123	1,123	营业费用	146	135	146	148	149
其他	74	858	1,105	1,126	1,117	管理费用及研发费用	222	226	245	257	267
流动资产合计	2,293	2,709	3,187	3,305	3,574	财务费用	30	38	61	65	55
长期股权投资	395	561	577	577	577	资产减值损失	(7)	5	0	0	0
固定资产	1,387	1,569	1,618	1,693	1,726	公允价值变动收益	0	11	5	8	7
在建工程	259	136	119	113	111	投资净收益	(2)	(32)	(17)	(25)	(21)
无形资产	354	402	388	374	360	其他	19	120	21	22	21
其他	201	200	53	38	34	营业利润	368	304	343	405	502
非流动资产合计	2,596	2,868	2,755	2,796	2,808	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	4,889	5,577	5,942	6,100	6,382	营业外支出	1	12	7	9	8
短期借款	460	245	627	388	325	利润总额	368	293	338	397	495
应付票据及应付账款	350	412	448	490	487	所得税	56	43	50	58	73
其他	417	275	222	272	256	净利润	312	251	288	338	422
流动负债合计	1,227	932	1,297	1,150	1,069	少数股东损益	12	12	13	16	19
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	300	238	275	323	403
应付债券	1	652	651	651	651	每股收益(元)	0.42	0.33	0.38	0.45	0.56
其他	75	78	0	0	0						
非流动负债合计	75	730	651	651	651	主要财务比率					
负债合计	1,303	1,662	1,948	1,801	1,720		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	68	80	93	109	128	成长能力					
股本	718	718	718	718	718	营业收入	20.1%	-3.5%	19.4%	6.6%	3.5%
资本公积	1,375	1,374	1,374	1,374	1,374	营业利润	46.7%	-17.5%	13.1%	17.9%	24.0%
留存收益	1,426	1,592	1,810	2,099	2,443	归属于母公司净利润	40.9%	-20.7%	15.5%	17.3%	24.8%
其他	0	151	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,586	3,915	3,994	4,299	4,663	毛利率	24.5%	21.2%	22.7%	23.6%	25.2%
负债和股东权益总计	4,889	5,577	5,942	6,100	6,382	净利率	9.6%	7.9%	7.6%	8.4%	10.1%
						ROE	8.8%	6.5%	7.1%	8.0%	9.2%
						ROIC	8.3%	6.5%	6.8%	7.6%	8.6%
						偿债能力					
						资产负债率	26.6%	29.8%	32.8%	29.5%	26.9%
						净负债率	1.2%	16.8%	25.3%	17.6%	10.1%
						流动比率	1.87	2.91	2.46	2.87	3.34
						速动比率	1.19	1.91	1.66	1.90	2.29
						营运能力					
						应收账款周转率	42.3	33.4	38.3	35.8	35.6
						存货周转率	3.7	2.7	2.8	2.7	2.6
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.42	0.33	0.38	0.45	0.56
						每股经营现金流	0.29	0.40	0.54	0.79	0.82
						每股净资产	4.90	5.34	5.43	5.84	6.31
						估值比率					
						市盈率	15.4	19.4	16.8	14.3	11.5
						市净率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	6.9	7.5	7.0	6.1	5.3
						EV/EBIT	9.6	11.2	9.5	8.2	6.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn