

# 业绩环比大幅改善，环保和产业链优势将进一步凸显



## 核心观点

- **业绩环比大幅增长**：公司 19 年前三季度实现营收 144.47 亿，同比增长 1.01%；归母净利润 3.01 亿，同比减少 23.08%。其中 Q3 实现营收 49.40 亿，同比基本持平，环比减少 4.15%；归母净利润 1.77 亿，同比减少 14.60%，环比大幅提升 130%。Q3 单季度盈利环比显著提升主要受益于西南黄磷整治，公司黄磷及磷酸盐、草甘膦板块盈利能力较上半年明显增强；同时，部分子公司扭亏为盈或减亏；另一方面，兴瑞 50% 股权的收购 8 月完成并正式并表，少数股东损益环比 Q2 明显降低，增厚归属母公司的净利润。
- **环保及产业链优势将凸显**：今年是全国性磷化工供给侧改革的元年，三磷整治有望带来长期而深远的产能出清和整合。今年 5-6 月生态环境部已完成第一阶段的统筹强化监督工作，还将于 10 月左右开展第二阶段工作，环保紧张程度从未放松。公司作为长江大保护的磷化工标杆，去年通过壮士断腕的整治获得极大先发优势。同时，公司“肥化结合”的产业链优势还能够使得公司依据磷化工整治带来的景气变化调节产品结构，提升产业链盈利水平。
- **电子级氢氟酸项目持续推进**：18 年公司与前 Forerunner 合资成立了兴力公司，开展电子级氢氟酸项目建设。Forerunner 关联企业拥有纯化 10ppt(G5) 氢氟酸的核心生产技术。今年 8 月兴力启动 3 万吨/年电子级氢氟酸一期 1.5 万吨/年工程建设，计划 20 年 Q3 建成投产。10 月兴力还将通过增资扩股方式及老股转让方式引入新合作方贵州磷化集团，后者拥有多家子公司生产无水氟化氢，将提升兴力的原材料保障能力和产品成本控制能力。在微电子新材料国产自主可控的大趋势下，公司此举将进一步加速项目推进并提升未来产品竞争力，抢占市场先机。

## 财务预测与投资建议

- 由于完成增发股本变更，我们预测公司 19-21 年每股盈利 EPS 分别为 0.61、0.75、0.82，按照可比公司 19 年 20 倍市盈率，给予目标价为 12.20 元并维持增持评级。

## 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					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,758	17,855	18,441	19,794	20,907
同比增长(%)	8.4%	13.3%	3.3%	7.3%	5.6%
营业利润(百万元)	842	1,159	1,163	1,408	1,607
同比增长(%)	267.8%	37.7%	0.3%	21.0%	14.2%
归属母公司净利润(百万元)	321	402	558	690	745
同比增长(%)	214.6%	25.3%	38.8%	23.5%	8.1%
每股收益(元)	0.35	0.44	0.61	0.75	0.82
毛利率(%)	16.8%	17.9%	17.8%	18.2%	18.6%
净利率(%)	2.0%	2.3%	3.0%	3.5%	3.6%
净资产收益率(%)	5.4%	5.9%	7.2%	8.3%	8.3%
市盈率	29.3	23.4	16.9	13.7	12.6
市净率	1.5	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(2019年10月25日)	10.3元
目标价格	12.20元
52周最高价/最低价	13.74/9.66元
总股本/流通A股(万股)	91,461/71,365
A股市值(百万元)	9,421
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2019年10月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.98	-4.1	-7.54	-2.83
相对表现	-1.27	4.77	8.73	24.82
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬  
021-63325888-2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

联系人 杨奇  
021-63325888-7540  
yangqi@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩符合预期，基本面有望底部回升： 2019-05-06  
资产报废拖累业绩，产业协同助推逆势前行： 2019-03-31  
子公司股权调整推动草甘膦协同整合： 2018-12-12

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 2019/10/25）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
云天化	0.09	0.21	0.33	0.46	65.35	26.40	16.81	12.22
新洋丰	0.63	0.61	0.76	0.91	14.07	14.36	11.64	9.65
新安股份	1.75	0.86	1.01	1.19	5.36	10.97	9.32	7.86
江山股份	1.32	1.46	1.59	2.01	15.08	13.67	12.55	9.91
扬农化工	2.89	3.47	4.01	4.74	16.92	14.09	12.18	10.32
云图控股	0.17	0.26	0.35	0.46	28.68	19.57	14.46	10.85
澄星股份	0.03	0.26	0.33	0.37	167.81	18.85	14.85	13.24
雅克科技	0.29	0.55	0.71	0.88	63.43	33.29	25.58	20.62
天赐材料	0.83	0.35	0.74	0.98	19.56	46.33	22.10	16.61
调整后平均						20.03	14.94	11.83

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	966	1,845	1,518	2,827	3,627	营业收入	15,758	17,855	18,441	19,794	20,907
应收账款	614	787	765	847	881	营业成本	13,114	14,657	15,167	16,193	17,027
预付账款	243	161	225	210	239	营业税金及附加	159	190	191	208	218
存货	1,433	1,823	1,772	1,953	2,021	营业费用	588	640	647	657	674
其他	984	1,408	1,242	1,371	1,357	管理费用	468	541	607	677	761
<b>流动资产合计</b>	<b>4,239</b>	<b>6,025</b>	<b>5,522</b>	<b>7,207</b>	<b>8,125</b>	财务费用	619	626	694	676	661
长期股权投资	856	1,166	1,166	1,166	1,166	资产减值损失	54	94	46	40	28
固定资产	12,235	13,322	13,753	14,023	14,231	公允价值变动收益	0	(2)	0	0	0
在建工程	1,532	1,951	1,900	1,752	1,717	投资净收益	66	28	47	37	42
无形资产	1,547	1,396	1,326	1,257	1,187	其他	19	28	28	28	28
其他	1,335	1,799	1,411	1,398	1,384	<b>营业利润</b>	<b>842</b>	<b>1,159</b>	<b>1,163</b>	<b>1,408</b>	<b>1,607</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,505</b>	<b>19,634</b>	<b>19,557</b>	<b>19,595</b>	<b>19,685</b>	营业外收入	19	26	23	24	24
<b>资产总计</b>	<b>21,743</b>	<b>25,659</b>	<b>25,080</b>	<b>26,802</b>	<b>27,810</b>	营业外支出	93	244	168	206	187
短期借款	5,816	6,819	6,654	6,568	6,443	<b>利润总额</b>	<b>769</b>	<b>942</b>	<b>1,017</b>	<b>1,226</b>	<b>1,443</b>
应付账款	1,835	2,439	2,323	2,587	2,664	所得税	167	147	153	184	216
其他	2,601	4,475	3,612	4,116	3,945	<b>净利润</b>	<b>602</b>	<b>795</b>	<b>865</b>	<b>1,042</b>	<b>1,227</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10,252</b>	<b>13,732</b>	<b>12,589</b>	<b>13,271</b>	<b>13,052</b>	少数股东损益	281	393	306	352	481
长期借款	3,219	2,467	2,467	2,467	2,467	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>321</b>	<b>402</b>	<b>558</b>	<b>690</b>	<b>745</b>
应付债券	394	95	95	95	95	每股收益(元)	0.35	0.44	0.61	0.75	0.82
其他	762	906	750	749	749						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,375</b>	<b>3,467</b>	<b>3,312</b>	<b>3,310</b>	<b>3,310</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>14,627</b>	<b>17,200</b>	<b>15,901</b>	<b>16,582</b>	<b>16,362</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,018	921	1,228	1,580	2,061	成长能力					
股本	501	727	915	915	915	营业收入	8.4%	13.3%	3.3%	7.3%	5.6%
资本公积	2,872	3,854	3,666	3,666	3,666	营业利润	267.8%	37.7%	0.3%	21.0%	14.2%
留存收益	1,727	1,949	2,362	3,052	3,797	归属于母公司净利润	214.6%	25.3%	38.8%	23.5%	8.1%
其他	999	1,008	1,008	1,008	1,008	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,117</b>	<b>8,460</b>	<b>9,179</b>	<b>10,221</b>	<b>11,448</b>	毛利率	16.8%	17.9%	17.8%	18.2%	18.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,743</b>	<b>25,659</b>	<b>25,080</b>	<b>26,802</b>	<b>27,810</b>	净利率	2.0%	2.3%	3.0%	3.5%	3.6%
						ROE	5.4%	5.9%	7.2%	8.3%	8.3%
						ROIC	6.6%	8.0%	7.9%	8.6%	8.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	67.3%	67.0%	63.4%	61.9%	58.8%
净利润	602	795	865	1,042	1,227	净负债率	138.1%	113.0%	102.3%	79.9%	62.5%
折旧摊销	714	719	778	831	882	流动比率	0.41	0.44	0.44	0.54	0.62
财务费用	619	626	694	676	661	速动比率	0.27	0.30	0.29	0.39	0.46
投资损失	(66)	(28)	(47)	(37)	(42)	营运能力					
营运资金变动	(799)	788	(466)	159	(143)	应收账款周转率	24.3	24.9	23.1	23.6	23.2
其它	833	(1,001)	359	40	28	存货周转率	10.7	8.8	8.2	8.3	8.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,903</b>	<b>1,899</b>	<b>2,183</b>	<b>2,711</b>	<b>2,613</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
资本支出	(579)	(2,023)	(1,075)	(869)	(972)	每股指标(元)					
长期投资	(20)	(460)	0	0	0	每股收益	0.35	0.44	0.61	0.75	0.82
其他	(323)	1,051	49	37	42	每股经营现金流	2.08	2.08	2.39	2.97	2.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(922)</b>	<b>(1,432)</b>	<b>(1,026)</b>	<b>(832)</b>	<b>(929)</b>	每股净资产	6.67	8.25	8.70	9.45	10.27
债权融资	(1,742)	(210)	(481)	192	(96)	估值比率					
股权融资	4	1,208	0	0	0	市盈率	29.3	23.4	16.9	13.7	12.6
其他	860	(763)	(1,004)	(762)	(787)	市净率	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(878)</b>	<b>236</b>	<b>(1,485)</b>	<b>(570)</b>	<b>(883)</b>	EV/EBITDA	8.6	7.5	7.1	6.4	6.0
汇率变动影响	(10)	23	0	0	0	EV/EBIT	12.9	10.5	10.1	9.0	8.3
<b>现金净增加额</b>	<b>93</b>	<b>725</b>	<b>(327)</b>	<b>1,309</b>	<b>800</b>						

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

