

## 业绩短期承压，产业链优势助长期发展



## 核心观点

- **行业景气下行，公司短期业绩承压：**公司 19 年前三季度实现营收 23.55 亿，同比增长 7.42%，受到下半年磷肥景气大幅下行影响，营收增速较上半年整体增速 15.07% 明显下滑；前三季度实现归母净利润 2 亿，同比增长 7.70%，然而扣非后仅实现归母 1.03 亿，同比下滑 41%。其中 Q3 单季度实现营收 9.49 亿，同比下降 2.21%；实现归母净利润 9800 万元，同比增长 16.41%，扣非后仅实现归母 1400 万元，同比下滑 83.37%。前三季度的非经常性损益主要来自于土地收储补偿款带来的非流动资产处置收益 9800 万元。公司短期受磷复肥景气下行影响，业绩承压明显。
- **产业链优势不断增强：**对磷复肥的两大核心元素磷和硫而言，公司的自给能力正不断增强。目前公司自有的贵州政立 30 万吨磷矿石产能已扩能至 40 万吨，且公司还拥有贵州路发 20% 的股权，未来待其探矿权转为采矿权后，磷矿石自给能力还将进一步提升。而公司 38 万吨硫铁矿已具备开采条件，投产后将进一步减少公司硫铁矿外购量，提升公司硫铁矿制酸的竞争力。此外，硫铁矿半生的锌、铅、铜、银等金属的开采还有望进一步提升公司盈利能力。在产业链优势不断提升的过程中，公司即使在行业景气底部也有望维持较强的竞争力，并实现产品毛利率的回升。

## 财务预测与投资建议

- 由于产品价格下跌，我们预测公司 19-21 年每股盈利 EPS 分别为 0.40、0.47、0.51（原 19-20 年预测为 0.50、0.58），按照可比公司 19 年 17 倍市盈率，给予目标价为 6.80 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。

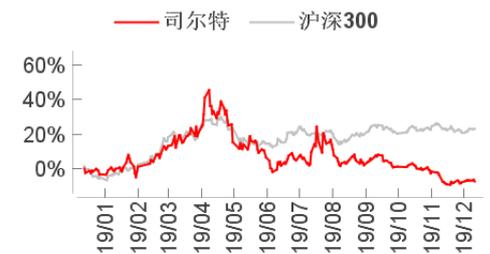
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,603	3,127	3,155	3,321	3,476
同比增长(%)	-7.6%	20.1%	0.9%	5.3%	4.7%
营业利润(百万元)	251	368	346	406	443
同比增长(%)	14.1%	46.7%	-5.9%	17.2%	9.1%
归属母公司净利润(百万元)	213	300	289	335	368
同比增长(%)	-12.7%	40.9%	-3.8%	16.0%	9.8%
每股收益(元)	0.30	0.42	0.40	0.47	0.51
毛利率(%)	20.6%	24.5%	21.4%	25.4%	26.0%
净利率(%)	8.2%	9.6%	9.2%	10.1%	10.6%
净资产收益率(%)	6.5%	8.8%	8.0%	8.7%	9.0%
市盈率	15.3	10.9	11.3	9.7	8.9
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

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12月11日)	4.54元
目标价格	6.80元
52周最高价/最低价	7.26/4.45元
总股本/流通A股(万股)	71,812/69,846
A股市值(百万元)	3,260
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年12月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.87	0.00	-13.52	-9.56
相对表现	-2.24	0.01	-12.82	-33.07
沪深300	1.37	-0.01	-0.70	23.51



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

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。

由于主营产品价格同比下跌，下调公司盈利预测，具体如下：

**1: 核心假设变动分析表**

关键参数	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
三元复合肥销量（万吨）	91.0	98.0		87.4	94.1	100.8
变动幅度				<b>-4.0%</b>	<b>-4.0%</b>	
磷酸一铵销量（万吨）	71	62		62	61	59
变动幅度				<b>-12%</b>	<b>-2%</b>	
三元复合肥价格（元/吨）	2300	2350		2100	2100	2100
变动幅度				<b>-8.7%</b>	<b>-10.6%</b>	
磷酸一铵价格（元/吨）	2350	2400		2100	2120	2120
变动幅度				<b>-10.6%</b>	<b>-11.7%</b>	
硫铁矿价格（元/吨）	320	340		320.00	320.00	320.00
变动幅度				<b>0.0%</b>	<b>-5.9%</b>	
磷矿石价格（元/吨）	580	600		480.00	450.00	450.00
变动幅度				<b>-17.2%</b>	<b>-25.0%</b>	
氯化钾价格（元/吨）	2050	2100		2,200.00	2,200.00	2,200.00
变动幅度				<b>7.3%</b>	<b>4.8%</b>	
合成氨价格（元/吨）	3402	3402		3,200.00	3,100.00	3,100.00
变动幅度				<b>-5.9%</b>	<b>-8.9%</b>	
硫酸价格（元/吨）	330	340		320.00	320.00	320.00
变动幅度				<b>-3.0%</b>	<b>-5.9%</b>	
尿素价格（元/吨）	1950	1950		1,850.00	1,750.00	1,750.00
变动幅度				<b>-5%</b>	<b>-10%</b>	

资料来源：东方证券研究所

**表 2: 分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

主营业务	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
<b>三元复合肥</b>						
销售收入	1,914	2,113		1,678	1,813	1,942
变动幅度				<b>-12.3%</b>	<b>-14.2%</b>	
毛利率	20.66%	22.12%		17.41%	20.56%	20.90%
变动幅度				<b>-3.2%</b>	<b>-1.6%</b>	
<b>磷酸一铵</b>						
销售收入	1,521	1,360		1,196	1,177	1,143
变动幅度				<b>-21.4%</b>	<b>-13.5%</b>	
毛利率	25.20%	27.07%		22.6%	28.8%	29.8%
变动幅度				<b>-2.6%</b>	<b>1.7%</b>	

<b>其他业务</b>					
销售收入	285	342	281	332	391
变动幅度			<b>-1.4%</b>	<b>-2.9%</b>	
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
变动幅度			<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
<b>销售收入合计</b>	3,720	3,814	3,155	3,321	3,476
变动幅度			<b>-15.2%</b>	<b>-12.9%</b>	
<b>综合毛利率</b>	24.00%	25.49%	21.37%	25.41%	25.97%
变动幅度			<b>-2.6%</b>	<b>-0.1%</b>	

\*在假设的调整之外还修改了产品合并口径

资料来源：东方证券研究所

**表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

财务指标	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3,720	3,814		3,155	3,321	3,476
变动幅度				<b>-15.2%</b>	<b>-12.9%</b>	
<b>营业利润</b>	429	502		347	407	444
变动幅度				<b>-19.1%</b>	<b>-19.0%</b>	
<b>归属母公司净利润</b>	360	420		289	336	368
变动幅度				<b>-19.7%</b>	<b>-20.1%</b>	
<b>每股收益（元）</b>	0.50	0.58		0.40	0.47	0.51
变动幅度				<b>-19.7%</b>	<b>-20.1%</b>	
<b>毛利率(%)</b>	24.00%	25.49%		21.37%	25.41%	25.97%
变动幅度				<b>-2.6%</b>	<b>-0.1%</b>	
<b>净利率(%)</b>	9.68%	11.01%		9.16%	10.10%	10.59%
变动幅度				<b>-0.5%</b>	<b>-0.9%</b>	

资料来源：东方证券研究所

**表 4：可比公司估值（截至 2019/12/11）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
金正大	0.13	0.18	0.27	0.36	19.49	13.89	9.26	6.94
新洋丰	0.63	0.58	0.72	0.88	12.60	13.60	10.99	9.03
兴发集团	0.43	0.48	0.63	0.79	22.10	20.11	15.07	12.06
云天化	0.09	0.21	0.34	0.47	59.65	23.97	15.09	10.91
云图控股	0.17	0.25	0.36	0.45	26.15	18.02	12.55	10.22
调整后平均						17.34	12.87	10.06

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	579	619	1,189	1,507	1,764	营业收入	2,603	3,127	3,155	3,321	3,476
应收票据及应收账款	209	201	228	227	244	营业成本	2,066	2,360	2,480	2,477	2,573
预付账款	527	565	604	618	656	营业税金及附加	29	24	30	28	31
存货	445	834	706	790	776	营业费用	132	146	156	167	181
其他	221	74	154	115	137	管理费用及研发费用	154	222	228	238	248
<b>流动资产合计</b>	<b>1,981</b>	<b>2,293</b>	<b>2,880</b>	<b>3,258</b>	<b>3,578</b>	财务费用	27	30	43	54	53
长期股权投资	398	395	577	577	577	资产减值损失	10	(7)	0	0	0
固定资产	1,246	1,387	1,414	1,420	1,396	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	361	259	193	162	141	投资净收益	18	(2)	8	3	5
无形资产	338	354	344	335	325	其他	49	19	121	46	47
其他	167	201	44	29	15	<b>营业利润</b>	<b>251</b>	<b>368</b>	<b>346</b>	<b>406</b>	<b>443</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,510</b>	<b>2,596</b>	<b>2,572</b>	<b>2,524</b>	<b>2,455</b>	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>4,492</b>	<b>4,889</b>	<b>5,452</b>	<b>5,781</b>	<b>6,033</b>	营业外支出	4	1	3	2	3
短期借款	0	460	230	345	288	<b>利润总额</b>	<b>247</b>	<b>368</b>	<b>344</b>	<b>405</b>	<b>441</b>
应付票据及应付账款	309	350	370	368	383	所得税	32	56	48	59	63
其他	224	417	391	367	385	<b>净利润</b>	<b>215</b>	<b>312</b>	<b>296</b>	<b>346</b>	<b>378</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>533</b>	<b>1,227</b>	<b>990</b>	<b>1,081</b>	<b>1,056</b>	少数股东损益	2	12	7	11	11
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>213</b>	<b>300</b>	<b>289</b>	<b>335</b>	<b>368</b>
应付债券	501	1	651	651	651	每股收益(元)	0.30	0.42	0.40	0.47	0.51
其他	76	75	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>576</b>	<b>75</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,109</b>	<b>1,303</b>	<b>1,641</b>	<b>1,732</b>	<b>1,707</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	55	68	75	86	96	<b>成长能力</b>					
股本	718	718	718	718	718	营业收入	-7.6%	20.1%	0.9%	5.3%	4.7%
资本公积	1,376	1,375	1,375	1,375	1,375	营业利润	14.1%	46.7%	-5.9%	17.2%	9.1%
留存收益	1,233	1,426	1,643	1,871	2,137	归属于母公司净利润	-12.7%	40.9%	-3.8%	16.0%	9.8%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,382</b>	<b>3,586</b>	<b>3,810</b>	<b>4,050</b>	<b>4,326</b>	毛利率	20.6%	24.5%	21.4%	25.4%	26.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,492</b>	<b>4,889</b>	<b>5,452</b>	<b>5,781</b>	<b>6,033</b>	净利率	8.2%	9.6%	9.2%	10.1%	10.6%
						ROE	6.5%	8.8%	8.0%	8.7%	9.0%
						ROIC	6.3%	8.3%	7.3%	7.7%	7.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	24.7%	26.6%	30.1%	30.0%	28.3%
净利润	215	312	296	346	378	净负债率	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	82	155	135	146	155	流动比率	3.72	1.87	2.91	3.01	3.39
财务费用	27	30	43	54	53	速动比率	2.88	1.19	2.20	2.28	2.65
投资损失	(18)	2	(8)	(3)	(5)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	641	(235)	(27)	(82)	(32)	应收账款周转率	45.0	42.3	35.5	38.2	37.2
其它	(903)	(56)	69	(0)	0	存货周转率	4.7	3.7	3.2	3.3	3.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>209</b>	<b>508</b>	<b>461</b>	<b>548</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
资本支出	(313)	(188)	(73)	(99)	(86)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	8	3	(182)	0	0	每股收益	0.30	0.42	0.40	0.47	0.51
其他	832	8	9	2	5	每股经营现金流	0.06	0.29	0.71	0.64	0.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>528</b>	<b>(176)</b>	<b>(246)</b>	<b>(96)</b>	<b>(80)</b>	每股净资产	4.63	4.90	5.20	5.52	5.89
债权融资	(97)	(301)	652	(1)	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1	(1)	0	0	0	市盈率	15.3	10.9	11.3	9.7	8.9
其他	(107)	306	(345)	(45)	(212)	市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(203)</b>	<b>4</b>	<b>308</b>	<b>(46)</b>	<b>(211)</b>	EV/EBITDA	9.1	5.9	6.3	5.4	5.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.8	8.2	8.4	7.1	6.6
<b>现金净增加额</b>	<b>370</b>	<b>37</b>	<b>569</b>	<b>319</b>	<b>257</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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

