

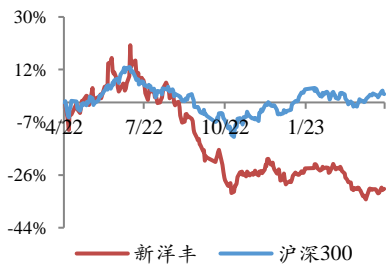
2022Q4 业绩短期承压，一体化布局强化竞争力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-21

收盘价（元）	11.21
近12个月最高/最低（元）	19.41/10.61
总股本（百万股）	1,305
流通股本（百万股）	1,185
流通股比例（%）	90.87
总市值（亿元）	146
流通市值（亿元）	133

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 复合肥业绩短期承压，磷酸铁项目稳步推进 2022-10-19
2. 复合肥龙头业绩高增，一体化优势持续增强 2022-08-11

主要观点：

● 事件描述

2023年4月17日晚，公司发布2022年年度报告，报告期内实现营业收入159.58亿元，同比增长35.22%；实现归母净利润13.09亿元，同比增长8.36%。其中2022Q4，公司单季度实现营业收入36.77亿元，同比增长62.47%，环比增长38.03%；单季度归母净利润1.08亿元，同比减少31.49%，环比减少61.37%。

● 2022全年磷复肥产销量、营收同比稳步提升，22Q4产品价格下滑致使业绩承压

2022年，公司磷复肥产量559.04万吨，同比增长6.58%；销量476.73万吨，同比增长3.33%；营收152.07亿元，同比+35.39%；毛利率13.61%，同比-2.96pct。主营产品量价齐升拉动营收增长，Q4季度毛利率4.30%，环比下降14.21pct，这主要系原料价格上涨，产品价格下跌，挤压利润空间。原料方面，根据百川数据，2022Q4磷矿石均价1041.65元/吨，环比下降0.70%；硫磺均价1536.47元/吨，环比上涨11.34%；合成氨均价4300.24元/吨，环比上涨15.83%。2022年四季度，下游产品市场由于季节性需求减少，企业以清降库存为主，导致价格重心不断下移，磷酸一铵均价3181.24元/吨，环比下降9.52%；复合肥均价3342.9元/吨，环比下降12.66%。

● 磷矿、合成氨产能提升，强化产业链一体化优势

2022年7月，公司收购保康竹园沟矿业有限公司100%股权，竹园沟磷矿生产规模是180万吨/年，叠加2021年7月注入的90万吨/年的巴姑磷矿，预计达产之后磷矿石总产能为270万吨。此举进一步稳定公司磷矿石供应、增强公司磷矿石储备，促进磷矿石自给率的提升，为降低生产成本带来积极影响。上游原料方面，公司产能布局完备，目前配套产能包括硫酸270万吨/年、合成氨15万吨/年，硝酸15万吨/年，可有效降低公司主要产品成本，提升盈利能力。2022年9月，公司年产30万吨合成氨技改项目已顺利投产。该项目成功投产有利于公司进一步扩大磷复肥上游成本优势，未来公司抵御原材料价格波动能力将进一步提高，持续强化产业链一体化优势。

● 聚焦新能源新赛道，发展第二增长曲线

公司成立全资子公司洋丰楚元新能源科技有限公司，重点布局磷酸铁、工业级磷酸一铵、精制磷酸、无水氟化氢、白炭黑等项目，通过拓宽磷化工产业链开启第二增长曲线。公司的首期5万吨/年磷酸铁已建成投产开始销售，并在较短时间内实现达标生产并出货，成为国内同行业该量级达标生产的首条产线。公司子公司与格林美下属公司合作

建设的二期 15 万吨/年磷酸铁项目正稳步推进，已于 2022 年 8 月获得环评批复，预计 2023 年投产。公司子公司与湖北宜都人民政府合作建设年产 10 万吨磷酸铁和 5 万吨磷酸铁锂生产线，配套 10 万吨精制磷酸生产线，计划总投资 30 亿元。上述产能逐步落地后可以扩大公司在磷化工产业链的经营规模，发挥与现有磷矿石、磷复肥业务的高度协同作用，巩固公司在磷化工行业的领先优势，提升综合盈利能力。

● 投资建议

考虑到未来磷肥以及磷酸铁价格回落可能性，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.39、17.23、20.16 亿元，同比增速为 17.6%、12.0%、17.0%，2023、2024 年业绩较前值分别下调 25.15%、29.90%。当前股价对应 PE 分别为 10、8、7 倍。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 相关政策变动风险；
- (4) 国际贸易风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15958	15129	19147	20271
收入同比 (%)	35.2%	-5.2%	26.6%	5.9%
归属母公司净利润	1309	1539	1723	2016
净利润同比 (%)	8.4%	17.6%	12.0%	17.0%
毛利率 (%)	14.5%	17.6%	15.9%	16.9%
ROE (%)	15.3%	15.2%	14.5%	14.5%
每股收益 (元)	1.04	1.18	1.32	1.55
P/E	11.07	9.50	8.49	7.25
P/B	1.75	1.44	1.23	1.05
EV/EBITDA	6.96	5.00	4.02	3.08

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7216	6260	10657	9929	
现金	1680	2044	3325	5102	
应收账款	306	270	455	310	
其他应收款	115	81	159	94	
预付账款	417	474	599	612	
存货	3217	1930	4635	2321	
其他流动资产	1483	1461	1485	1491	
非流动资产	9623	10174	10771	11477	
长期投资	24	28	31	35	
固定资产	6583	6999	7331	6864	
无形资产	1355	1663	2001	2354	
其他非流动资产	1660	1483	1408	2224	
资产总计	16839	16433	21428	21406	
流动负债	6230	4246	7670	5576	
短期借款	2	2	2	2	
应付账款	1881	1124	2778	1284	
其他流动负债	4348	3120	4890	4291	
非流动负债	1594	1594	1394	1394	
长期借款	200	200	0	0	
其他非流动负债	1394	1394	1394	1394	
负债合计	7825	5840	9065	6971	
少数股东权益	432	472	518	574	
股本	1333	1333	1333	1333	
资本公积	160	160	160	160	
留存收益	7089	8629	10352	12368	
归属母公司股东权益	8583	10122	11845	13862	
负债和股东权益	16839	16433	21428	21406	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2102	1746	2987	3392	
净利润	1353	1579	1770	2072	
折旧摊销	427	812	898	907	
财务费用	45	55	55	49	
投资损失	-22	-34	-40	-41	
营运资金变动	213	-663	308	411	
其他经营现金流	1227	2240	1459	1656	
投资活动现金流	-3349	-1327	-1452	-1567	
资本支出	-2308	-1357	-1488	-1604	
长期投资	26	-3	-3	-3	
其他投资现金流	-1067	34	40	41	
筹资活动现金流	113	-55	-255	-49	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	200	0	-200	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-507	0	0	0	
其他筹资现金流	420	-55	-55	-49	
现金净增加额	-1124	365	1281	1777	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	15958	15129	19147	20271	
营业成本	13638	12461	16111	16840	
营业税金及附加	61	61	78	81	
销售费用	278	315	385	403	
管理费用	259	305	355	379	
财务费用	20	38	34	15	
资产减值损失	-2	-1	-2	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	22	34	40	41	
营业利润	1666	1935	2167	2535	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	22	0	0	0	
利润总额	1648	1935	2167	2535	
所得税	296	356	397	463	
净利润	1353	1579	1770	2072	
少数股东损益	43	40	46	56	
归属母公司净利润	1309	1539	1723	2016	
EBITDA	2085	2749	3056	3411	
EPS (元)	1.04	1.18	1.32	1.55	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	35.2%	-5.2%	26.6%	5.9%
营业利润	9.8%	16.1%	12.0%	17.0%
归属于母公司净利润	8.4%	17.6%	12.0%	17.0%
获利能力				
毛利率 (%)	14.5%	17.6%	15.9%	16.9%
净利率 (%)	8.2%	10.2%	9.0%	9.9%
ROE (%)	15.3%	15.2%	14.5%	14.5%
ROIC (%)	13.4%	13.4%	13.2%	13.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.5%	35.5%	42.3%	32.6%
净负债比率 (%)	86.8%	55.1%	73.3%	48.3%
流动比率	1.16	1.47	1.39	1.78
速动比率	0.49	0.79	0.64	1.16
营运能力				
总资产周转率	1.06	0.91	1.01	0.95
应收账款周转率	54.59	52.54	52.86	53.03
应付账款周转率	8.39	8.30	8.26	8.29
每股指标 (元)				
每股收益	1.04	1.18	1.32	1.55
每股经营现金流 (摊薄)	1.61	1.34	2.29	2.60
每股净资产	6.58	7.76	9.08	10.63
估值比率				
P/E	11.07	9.50	8.49	7.25
P/B	1.75	1.44	1.23	1.05
EV/EBITDA	6.96	5.00	4.02	3.08

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。