

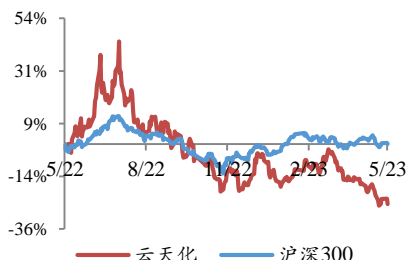
业绩持续高增，一体化布局优势凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-05

收盘价(元)	18.58
近12个月最高/最低(元)	36.05/18.39
总股本(百万股)	1,834
流通股本(百万股)	1,744
流通股比例(%)	95.09
总市值(亿元)	341
流通市值(亿元)	324

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

分析师：刘天文

执业证书号：S0010523040001

电话：18811321533

邮箱：liutw@hazq.com

相关报告

1. 全年业绩同比高增，一体化龙头优势尽显 2023-01-06
2. 发布非公开发行预案，持续加码电池新材料 2022-11-18
3. 前三季度业绩同比高增，新能源项目加速落地 2022-10-17

主要观点：

● 事件描述

公司发布2022年年报及一季报，2022年公司实现营业收入753.13亿元，同比增长19.07%，实现归母净利润60.21亿元，同比增长65.33%，实现扣非归母净利润58.96亿元，同比增长67.93%。2023年Q1公司实现营业收入158.85亿元，同比增加6.17%；营业利润21.89亿元，同比下降6.13%；归母净利润15.72亿元，同比下降4.5%；扣非归母净利润15.17亿元，同比下降4.77%。

● 2022年业绩创新高，盈利能力快速提升

2022年，公司实现营业总收入753.13亿元，较上年同期增加19.07%；营业利润85.60亿元，较上年同期增加66.77%；利润总额85.23亿元，较上年同期增加75.02%；归属于上市公司股东的净利润60.21亿元，较上年同期增加65.33%；扣非归母净利润58.96亿元，较上年同期增加67.93%。2022年公司经营业绩再创新高，主要是受全球疫情持续、俄乌冲突等因素影响，使得全球化肥、粮食的供给短缺，进而造成粮食、能源、化肥等大宗商品价格上行，公司的主要产品如化肥、聚甲醛、黄磷、饲料等主要产品价格也处于高位运行，促进了公司业绩的快速提升。同时，面对大宗原材料价格的持续上涨，公司抢抓国企改革机遇，充分发挥矿化产业优势，强化产业链协同，统筹国内、国际市场，加强财务管控和统筹，进而实现成本优化，确保了公司盈利能力快速提升。公司主要产品包括磷铵、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料和黄磷，从各产品收入和盈利能力来看，2022年磷铵营收为182.37亿元，同比增长37.23%，营收占比24.21%，是公司营收占比最大的产品。其次是尿素，2022年营收为50.44亿元，同比增长49.14%，营收占比6.70%。2022年黄磷的毛利率为55.23%，为公司毛利率最高的产品，主要是受益于产品整体价格的快速提升。

2023年Q1公司实现营业收入158.85亿元，同比增加6.17%；营业利润21.89亿元，同比下降6.13%；归母净利润15.72亿元，同比下降4.5%；扣非归母净利润15.17亿元，同比下降4.77%。2023年Q1公司业绩有所下滑主要原因是受到国内外磷化工行业周期下行影响，考虑到公司一体化布局新能源材料，净化磷酸等原材料市场需求逐步增长，未来公司盈利能力有望逐步改善。

● 一体化布局新能源材料，增量业务丰富

公司凭借在磷矿石产业链的深厚积累，积极一体化延伸产业链至新能源材料。一方面，公司通过与华友控股签订合作协议，大力推动磷酸铁、磷酸铁锂等产业合作，成功将磷化工产业链延长，不仅保证了相关产品的成本优势，而且确保了产品的产销一体化。另一方面，公司与恩捷股份、亿纬锂能等签订新能源电池全产业链项目合作协议，约定在玉溪市

共同设立两家合资公司，共同研发、生产和销售新能源电池及新能源电池上下游材料，拉动建设新能源电池及材料全产业链。此外，公司还通过与多氟多展开合作，纵向至延伸氟基新能源材料产业链。具体来看，双方合作项以氟硅酸为原料，按照“氟硅酸-氢氟酸-氟精细化学品-氟电子化学品”的增值路径，通过将氟硅酸转化成无水氟化氢和白炭黑，进一步转化为氟精细化学品、氟电子化学品，实现氟、硅资源高效转化，既提高氟、硅价值，又削弱无水氟化氢产品远离消费市场的不利因素，提升产业竞争力。

● 投资建议

考虑到磷化工及化肥产品价格存在波动，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 768.04、805.51、826.86 亿元（2023、2024 年前值分别为 802.10、858.66 亿元），实现归母净利润 61.06、67.39、65.10 亿元（2023、2024 年前值分别为 64.92、72.86 亿元），对应 PE 分别为 5.6、5.1、5.2 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 宏观经济波动；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

● 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	75313	76804	80551	82686
收入同比 (%)	19.1%	2.0%	4.9%	2.6%
归属母公司净利润	6021	6106	6739	6510
净利润同比 (%)	65.3%	1.4%	10.4%	-3.4%
毛利率 (%)	16.2%	15.6%	16.9%	16.0%
ROE (%)	36.8%	27.2%	23.1%	18.2%
每股收益 (元)	3.28	3.33	3.67	3.55
P/E	6.42	5.58	5.06	5.24
P/B	2.36	1.52	1.17	0.95
EV/EBITDA	4.62	4.52	4.32	3.60

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 经营效率良好，盈利能力维持在较高水平	6
2 磷化工+化肥双轮驱动，业绩持续高增长	8
2.1 细分板块：化肥为主，多板块共同发力	8
2.1.1 化肥板块	9
2.1.2 工程材料	9
2.1.3 磷矿采选	10
2.1.4 煤炭采掘	10
2.1.5 商贸物流	11
2.1.6 磷化工	12
2.2 细分产品：磷铵为主，尿素、复合肥等产品同步发展	12
2.2.1 磷铵	13
2.2.2 尿素	14
2.2.3 复合肥	16
2.2.4 聚甲醛	17
2.2.5 饲料级磷酸氢钙	18
2.2.6 黄磷	20
3.1 与华友等多家公司开展合作，进军新能源材料领域	21
3.2 与多氟多合作布局精细化工领域，稳固行业领先地位	22
4 加强研发创新，完善一体化布局	22
4.1 布局完整产业链，一体化优势明显	22
4.2 多家研究中心相互协作，研发投入持续增加	22
5 投资建议	23
风险提示	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

图表 1 2018-2023Q1 公司营业收入 (亿元)	6
图表 2 2018-2023Q1 公司营业利润 (亿元)	6
图表 3 2018-2023Q1 公司归母净利润 (亿元)	7
图表 4 2018-2023Q1 公司扣非归母净利润 (亿元)	7
图表 5 2018-2023Q1 公司期间费用 (亿元)	7
图表 6 2018-2023Q1 公司销售毛利率与销售净利率 (%)	7
图表 7 2018-2023Q1 公司资产负债率 (%)	7
图表 8 2018-2023Q1 公司加权 ROE (%)	7
图表 9 2018-2023Q1 存货周转天数	8
图表 10 2018-2023Q1 应收账款周转天数	8
图表 11 公司营收构成	8
图表 12 公司化肥板块营收年度变化情况 (亿元)	9
图表 13 公司化肥板块毛利年度变化情况 (%)	9
图表 14 公司工程材料板块营收年度变化情况 (亿元)	10
图表 15 公司工程材料板块毛利年度变化情况 (%)	10
图表 16 公司磷矿采选板块营收年度变化情况 (亿元)	10
图表 17 公司磷矿采选板块毛利年度变化情况 (%)	10
图表 18 公司煤炭采掘板块营收年度变化情况 (亿元)	11
图表 19 公司煤炭采掘板块毛利年度变化情况 (%)	11
图表 20 公司商贸物流板块营收年度变化情况 (亿元)	11
图表 21 公司商贸物流板块毛利年度变化情况 (%)	11
图表 22 公司磷化工板块营收年度变化情况 (亿元)	12
图表 23 公司磷化工板块毛利年度变化情况 (%)	12
图表 24 2018-2022 年公司主要产品营收变化 (亿元)	13
图表 25 2018-2022 年公司主要产品毛利率变化趋势	13
图表 26 2018-2022 年公司磷铵经营数据	14
图表 27 2022 年公司磷酸二铵成本拆分	14
图表 28 2021 年公司磷酸二铵成本拆分	14
图表 29 2018-2023 年磷酸一铵价格变动趋势 (元/吨)	14
图表 30 2018-2023 年磷酸二铵价格变动趋势 (元/吨)	14
图表 31 2018-2022 年公司尿素经营数据	15
图表 32 2022 年公司尿素成本拆分	15
图表 33 2021 年公司尿素成本拆分	15
图表 34 2018-2023 年尿素价格变动趋势 (元/吨)	16
图表 35 2018-2022 年公司复合肥经营数据	16
图表 36 2022 年公司复合肥成本拆分	17
图表 37 2021 年公司复合肥成本拆分	17
图表 38 2018-2023 年复合肥价格变动趋势 (元/吨)	17
图表 39 2018-2022 年公司聚甲醛经营数据	18

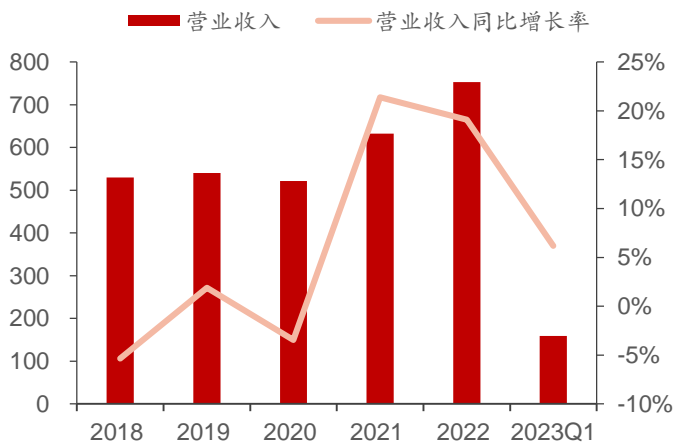
图表 40 2022 年公司聚甲醛成本拆分	18
图表 41 2021 年公司聚甲醛成本拆分	18
图表 42 2018-2023 年聚甲醛价格变动趋势（元/吨）	18
图表 43 2018-2022 年公司饲料级磷酸氢钙经营数据	19
图表 44 2022 年公司饲料级磷酸氢钙成本拆分	19
图表 45 2021 年公司饲料级磷酸氢钙成本拆分	19
图表 46 2018-2023 年饲料级磷酸氢钙价格变动趋势（元/吨）	20
图表 47 2018-2022 年公司黄磷经营数据	20
图表 48 2022 年公司黄磷成本拆分	21
图表 49 2021 年公司黄磷成本拆分	21
图表 50 2018-2023 年黄磷价格变动趋势（元/吨）	21
图表 51 2018-2022 年研发费用变动趋势（亿元，%）	23

1 经营效率良好，盈利能力维持在较高水平

收入利润延续稳定增长势态。2022年，公司实现营业总收入753.13亿元，较上年同期增加19.07%；营业利润85.60亿元，较上年同期增加66.77%；利润总额85.23亿元，较上年同期增加75.02%；归属于上市公司股东的净利润60.21亿元，较上年同期增加65.33%；扣非归母净利润58.96亿元，较上年同期增加67.93%。三项费用率销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为7.57%、10.32%、10.66%，其中研发费用率为3.68%，公司一直注重研发投入，提高技术壁垒。存货周转天数约44天，应收账款周转天数约6.66天，经营效率保持较好。2022年公司经营业绩稳中有升，在化肥行业需求持续增长的影响下，公司抢抓国企改革机遇，受全球疫情持续、俄乌冲突等因素影响，全球化肥、粮食的供给短缺，粮食、能源、化肥等大宗商品价格高位震荡运行。公司化肥、聚甲醛、黄磷、饲料钙等主要产品价格维持高位运行，促进了公司业绩的进一步提升。面对大宗原材料价格的持续上涨，公司充分发挥矿化产业优势，强化产业链协同，统筹国内、国际市场，加强财务管控和统筹，确保了公司业绩的再创新高。2023年Q1公司实现营业收入158.85亿元，同比增加6.17%；营业利润21.89亿元，同比下降6.13%；归母净利润15.72亿元，同比下降4.5%；扣非归母净利润15.17亿元，同比下降4.77%。2023年Q1公司业绩有所下滑主要原因是受到国内外磷化工行业周期下行影响。受新能源行业持续景气、净化磷酸等原材料市场需求增长等因素影响，公司业绩有望改善，盈利能力提升。

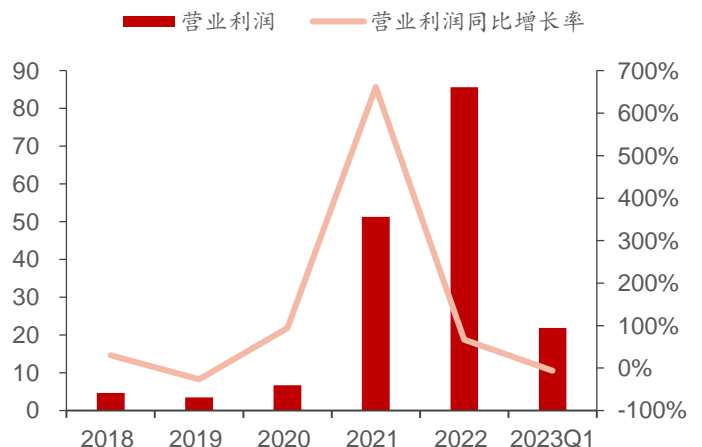
期间费率逐步下行，毛利率稳定在16%左右。2022年公司管理费用率降至10.32%，财务费用率降至10.66%，费控能力进一步增强，带动公司盈利能力持续增强。2022年公司销售毛利率和销售净利率分别为16.22%和9.36%，公司毛利率水平保持稳定，净利率水平显著上升。2023Q1年公司资产负债率上升至64.00%，主要系公司生产经营规模的扩大，对营运资金的需求将不断增加。

图表 1 2018-2023Q1 公司营业收入 (亿元)



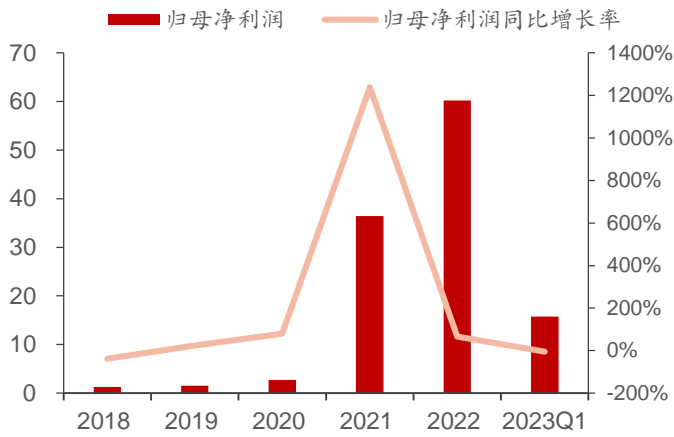
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 2018-2023Q1 公司营业利润 (亿元)



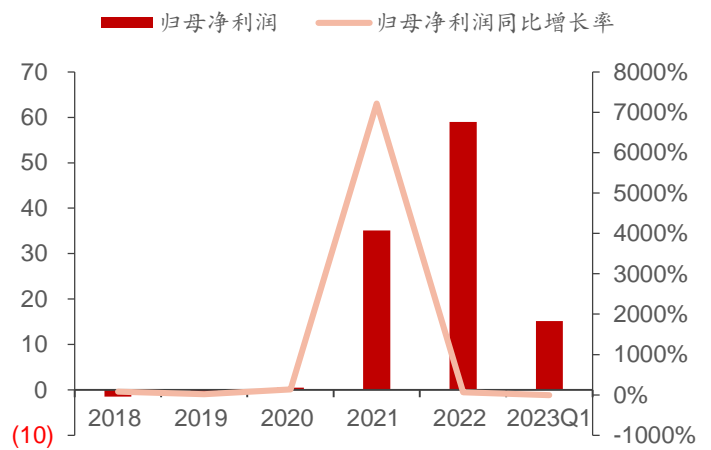
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 2018-2023Q1 公司归母净利润 (亿元)



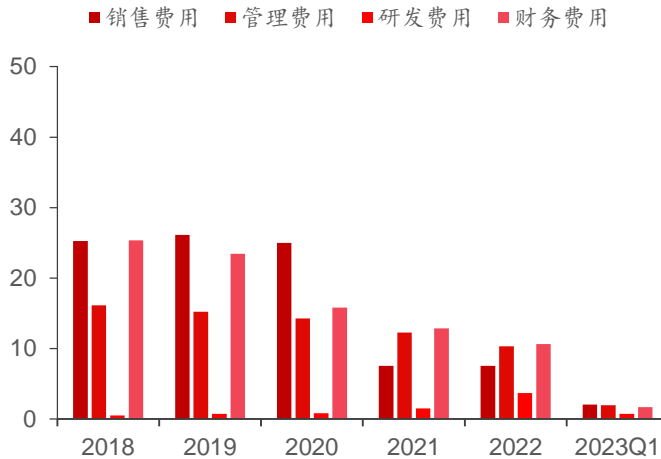
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 2018-2023Q1 公司扣非归母净利润 (亿元)



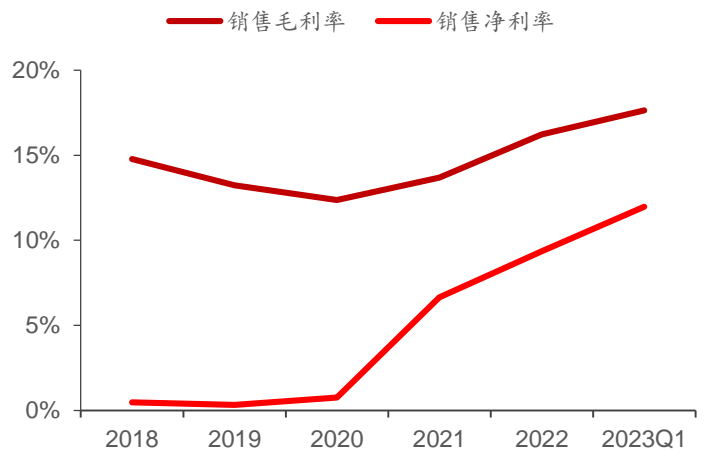
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 2018-2023Q1 公司期间费用 (亿元)



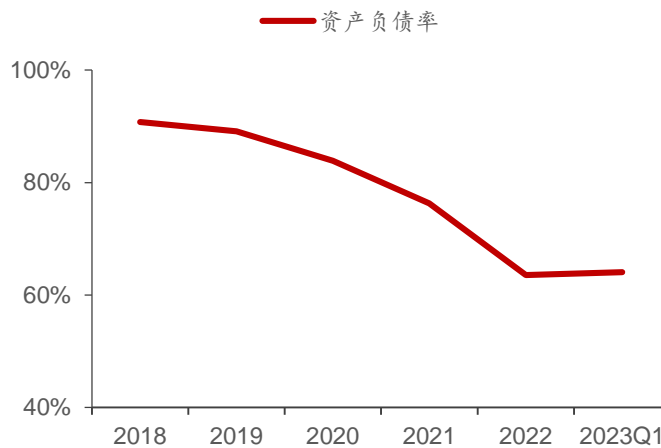
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 2018-2023Q1 公司销售毛利率与销售净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 7 2018-2023Q1 公司资产负债率 (%)



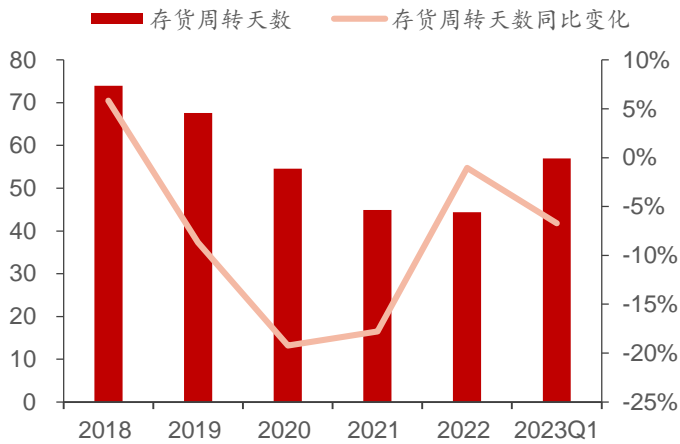
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 2018-2023Q1 公司加权 ROE (%)



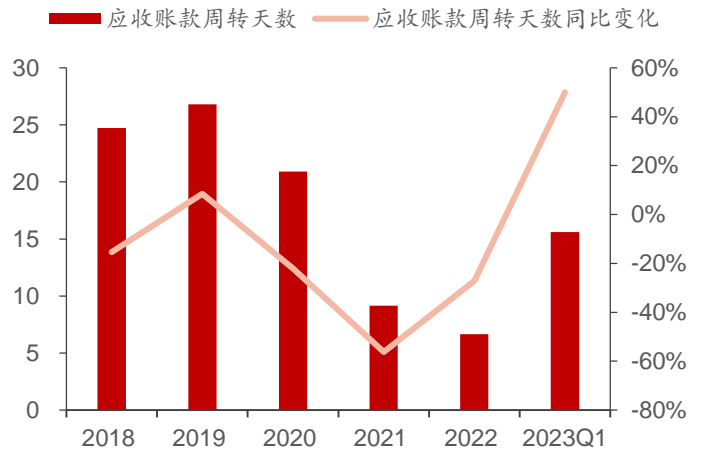
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 9 2018-2023Q1 存货周转天数



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 10 2018-2023Q1 应收账款周转天数



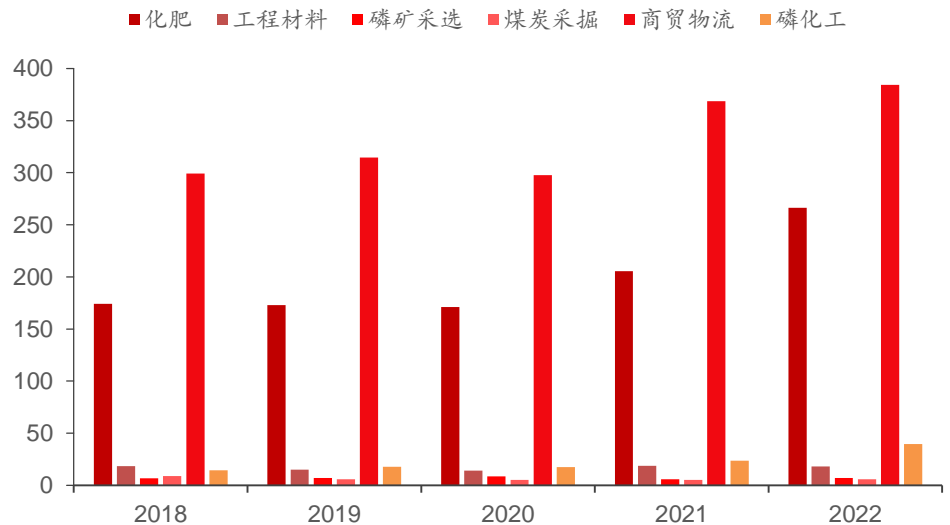
资料来源：iFinD，华安证券研究所

2 磷化工+化肥双轮驱动，业绩持续高增长

2.1 细分板块：化肥为主，多板块共同发力

公司主营业务包括化肥、工程材料、磷矿采选、煤炭挖掘、商贸物流和磷化工，其中商贸物流板块为公司第一大业务，2022年营收为384.28亿元，同比增长4.25%，营收占比为51.02%。化肥为公司第二大业务，2022年营收为266.45亿元，同比增长29.58%，营收占比为35.38%。虽然商贸物流的收入近年来占公司总营收的50%-65%，但是该业务主要集中在公司主营业务相关的产业链和渠道建设方面，其目的是提升贸易的稳定性和降低物流成本，因此公司的主要盈利来源还是靠化肥所得。

图表 11 公司营收构成



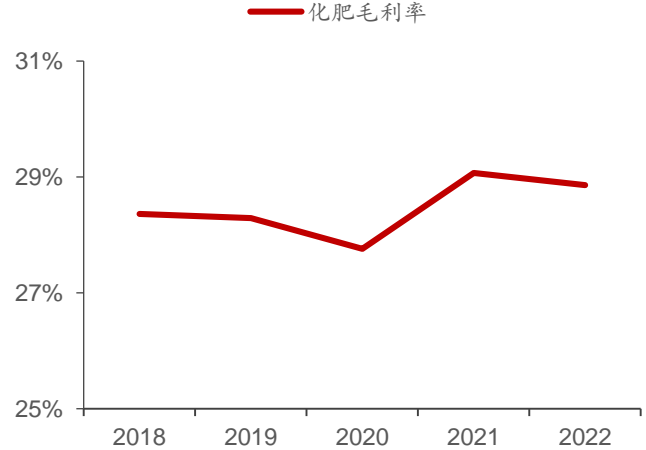
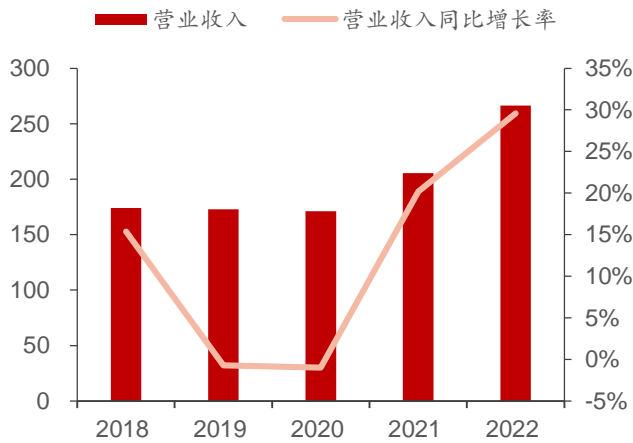
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1.1 化肥板块

国际市场需求旺盛，毛利率维持在较高水平。公司以化肥产业为基础，依托自身的磷矿、煤矿资源优势，形成以基础肥为主，功能肥、特种肥协同发展的产品格局，推进新型化肥产品的研发，打造差异化肥料体系，公司的化肥板块主要产品包括磷肥、氮肥和复合肥等。2022年，化肥板块营收为266.45亿元，同比增长为29.58%；毛利率维持在稳定水平。

图表 12 公司化肥板块营收年度变化情况 (亿元)

图表 13 公司化肥板块毛利年度变化情况 (%)



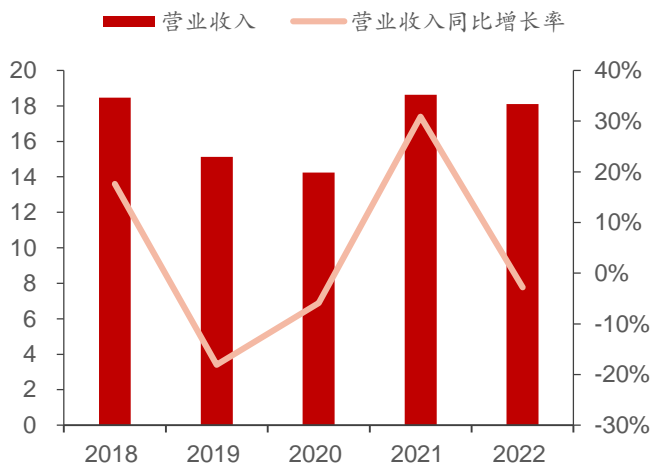
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1.2 工程材料

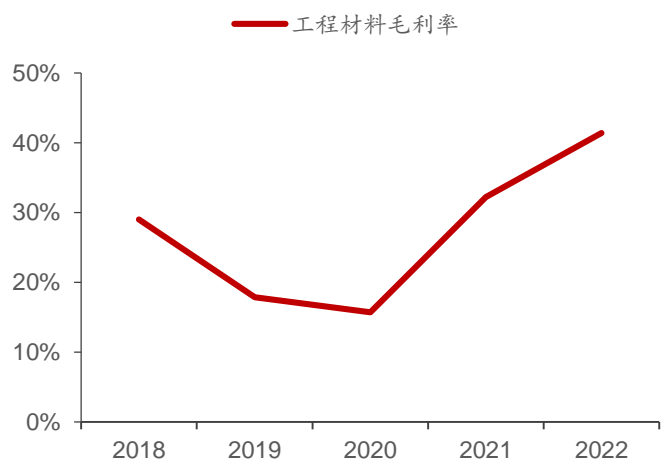
公司加大开拓工程材料市场，加快高端进口聚甲醛产品替代。公司工程材料板块的主要产品为聚甲醛，聚甲醛产品主要通过子公司直销、各级经销商进行分销、出口的模式实现销售。公司持续推进聚甲醛改性研究及品质提升，加大聚甲醛进口替代，该板块盈利能力持续提升。2022年，工程材料板块营收为18.11亿元，同比下降为2.79%；毛利率为41.41%，同比增长9.17 pcts。

图表 14 公司工程材料板块营收年度变化情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 15 公司工程材料板块毛利年度变化情况 (%)

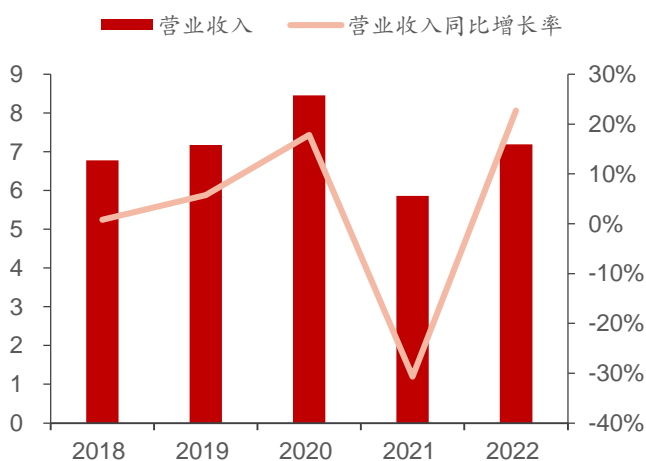


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.1.3 磷矿采选

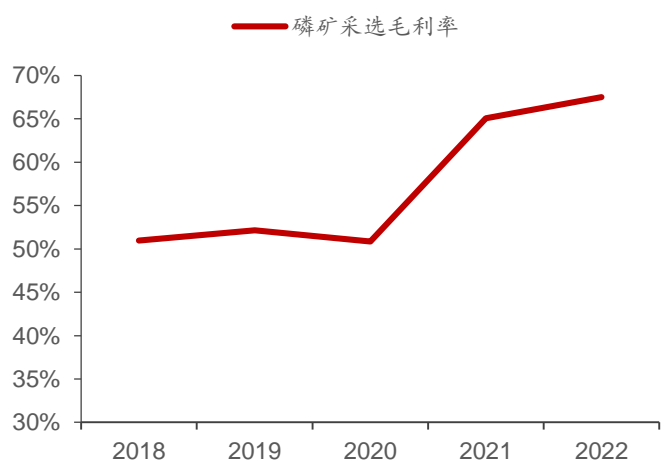
公司磷矿采选下游需求旺盛, 毛利率稳中有升。磷矿采选板块的主要产品磷矿石, 公司开采自有磷矿资源, 利用先进的剥采、浮选技术生产符合化肥、磷化工生产品位要求的磷矿石, 作为磷肥、精细磷化工产品的生产主要原料。在保持和提升公司自有磷矿资源高自给率的同时, 结合公司磷化工生产原料矿石品位需求, 对外采购部分磷矿石, 实现磷矿资源高效利用。2022 年, 磷矿采选板块营收为 7.19 亿元, 同比增长为 22.70%; 毛利率为 67.50%, 同比增长 2.43 pct.

图表 16 公司磷矿采选板块营收年度变化情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 17 公司磷矿采选块毛利年度变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

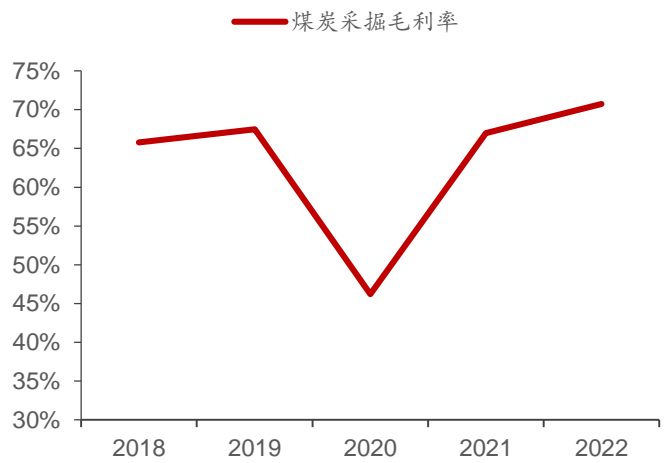
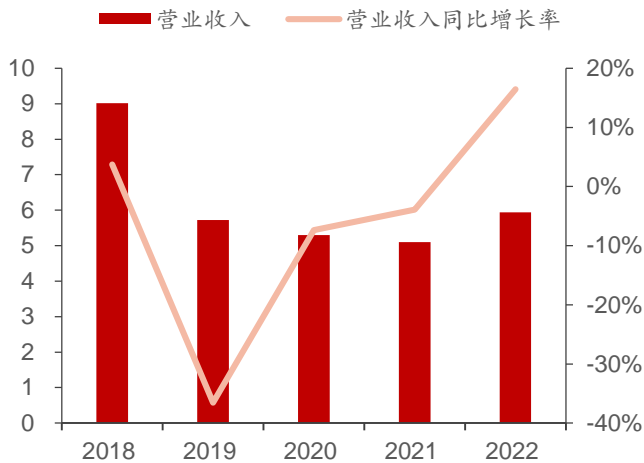
2.1.4 煤炭采掘

公司有效控制煤炭成本, 煤炭采掘毛利率恢复增长。2022 年, 煤炭采掘板块实现营收 5.94 亿元, 同比上升 16.47%; 毛利率为 70.74%, 同比上升 3.76 pct. 与

去年同期相比,公司今年的煤炭采掘板块业务有所改善,主要因为均价和销量实现了恢复性增长。

图表 18 公司煤炭采掘板块营收年度变化情况 (亿元)

图表 19 公司煤炭采掘板块毛利年度变化情况 (%)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

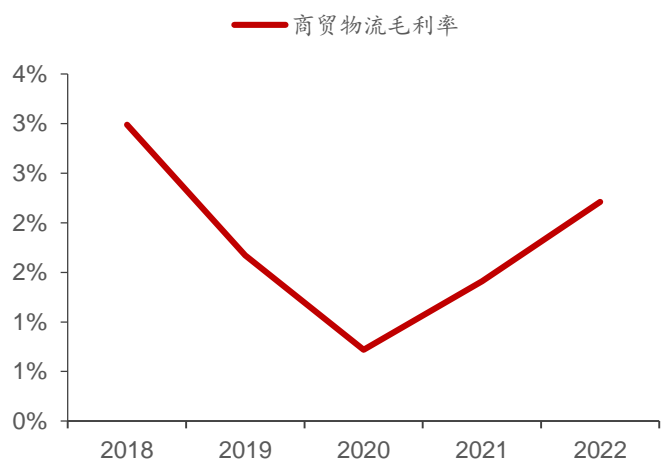
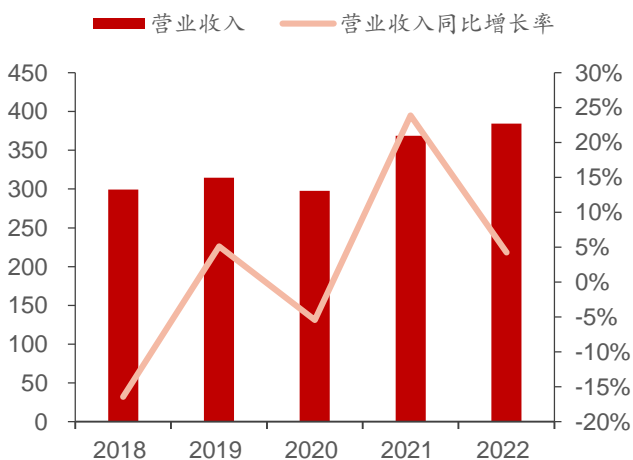
资料来源:公司公告,华安证券研究所

2.1.5 商贸物流

公司开展多种商贸物流业务,该板块营收占比稳居第一。2022年,商贸物流板块实现营收 384.28 亿元,同比上升 4.25%;毛利率为 2.21%,同比上升 0.8 pct。公司实行商贸物流一体化经营,形成了工厂发运、多式联运、港口中转服务和区域销售配送服务的全程物流运营体系。公司开展化肥及生产原料、农资农产品等商贸业务,着力加强商贸业务风险控制,围绕主业推进商贸业务优化。公司物流业务以公司内部原料和产品的运输、仓储为主,着力控制公司物流成本,为公司的原料采购、产品销售提供支撑。

图表 20 公司商贸物流板块营收年度变化情况 (亿元)

图表 21 公司商贸物流板块毛利年度变化情况 (%)



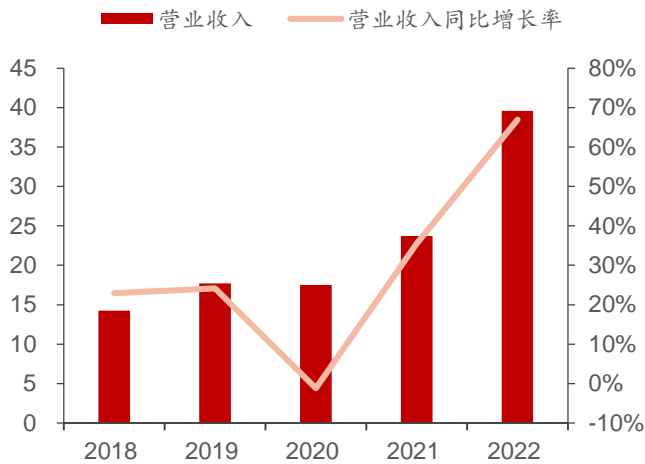
资料来源:公司公告,华安证券研究所

资料来源:公司公告,华安证券研究所

2.1.6 磷化工

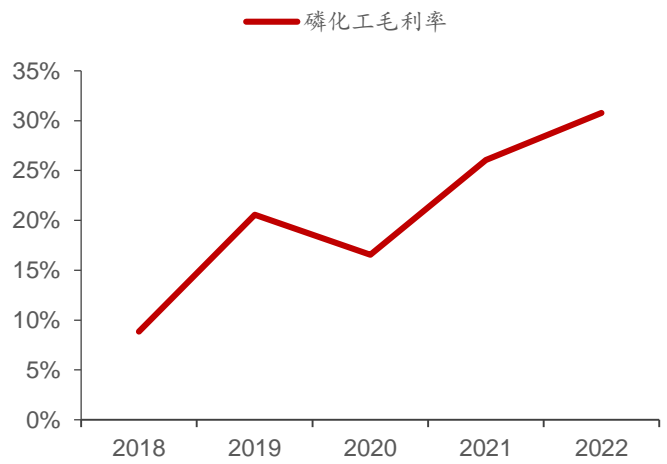
磷化工全产业链布局，收入、利润持续高增。2022 年，磷化工板块实现营收 39.57 亿元，同比上升 66.96%；毛利率为 30.77%，同比上升 4.72 pcts，主要是因为公司打造了磷矿-黄磷-精细磷酸盐及磷化物产业链和磷矿-湿法磷酸-湿法磷酸精制-磷酸盐产业链。公司正在投资建设年产 50 万吨磷酸铁及配套装置项目，一期年产 10 万吨磷酸铁项目于 2022 年 9 月建成投产，2023 年 3 月底达到预定可使用状态。该项目以自产的精制磷酸、磷酸一铵、氨水、双氧水和外购的硫酸亚铁为主要原料，利用自有技术生产磷酸铁。同时，该项目与合作方以交叉持股的方式实现磷酸铁和磷酸铁锂上下游一体化运营，保证了产品的顺利销售。又为公司带来新的业绩增量。

图表 22 公司磷化工板块营收年度变化情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 公司磷化工板块毛利年度变化情况 (%)

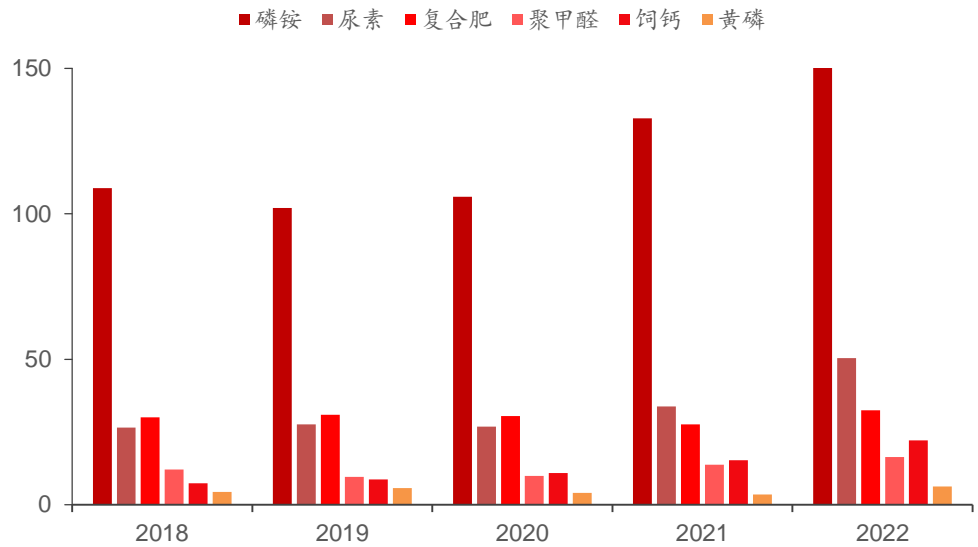


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 细分产品：磷铵为主，尿素、复合肥等产品同步发展

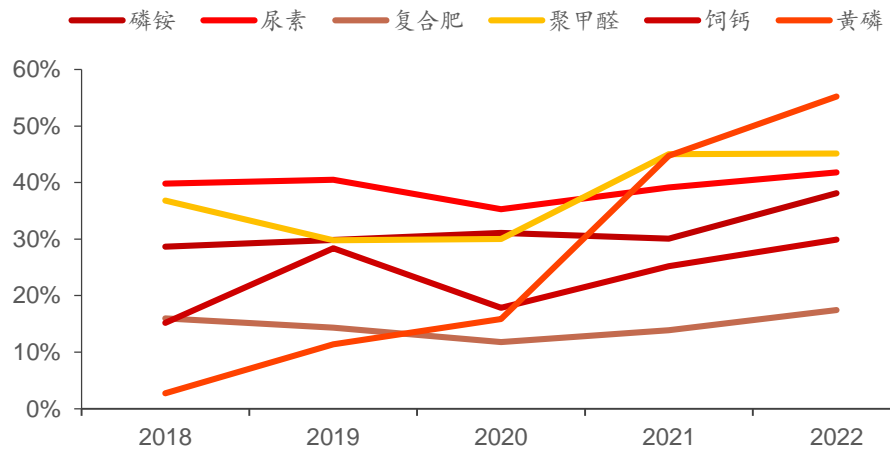
公司主要产品包括磷铵、尿素、复合肥、聚甲醛、饲料钙和黄磷，2022 年磷铵营收为 182.37 亿元，同比增长 37.23%，营收占比 24.21%，是公司营收占比最大的产品。其次是尿素，2022 年营收为 50.44 亿元，同比增长 49.14%，营收占比 6.70%。2022 年黄磷的毛利率为 55.23%，为公司毛利率最高的产品。其原因是由于原材料价格的波动导致全年价格波动幅度较大，产品整体价格较 2021 年有所提升。

图表 24 2018-2022 年公司主要产品营收变化 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 25 2018-2022 年公司主要产品毛利率变化趋势



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2.2.1 磷铵

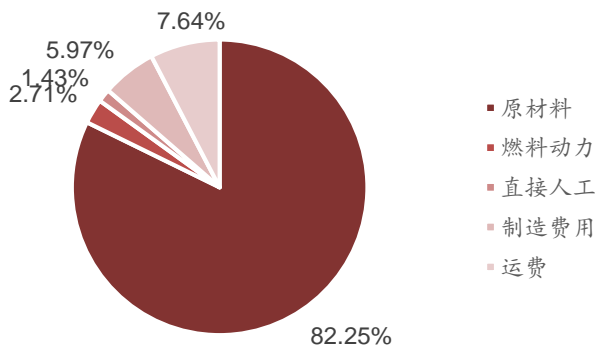
磷铵营收不断上升, 毛利率稳定在较高水平。2022 年, 磷铵的营收为 182.37 亿元, 同比增长 37.23%; 毛利率为 38.11%, 同比增长 8.03 pcts。产销量变化不大, 营收增加主要来源于价格上升, 2022 年国内磷肥均价为 3958.71 元/吨, 全年在 2021 年有所上涨的基础上相对维持平稳。成本方面, 2022 年磷铵成本占比最大的仍为原材料, 为 82%左右, 与去年同期相比, 运费大幅下降, 主要由于化肥产业链一体化程度不断提高, 使运费成本得到有效控制。

图表 26 2018-2022 年公司磷铵经营数据

年度	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	产量(万 吨)	销量(万 吨)	均价(元 /吨)	毛利率
2018	108.80	77.60	456.55	445.14	2444.17	28.68%
2019	101.99	71.54	462.94	452.27	2255.07	29.86%
2020	105.91	72.98	489.13	498.91	2122.83	31.09%
2021	132.89	92.92	497.64	449.26	2957.98	30.08%
2022	182.37	132.05	479.73	460.68	3958.71	38.11%

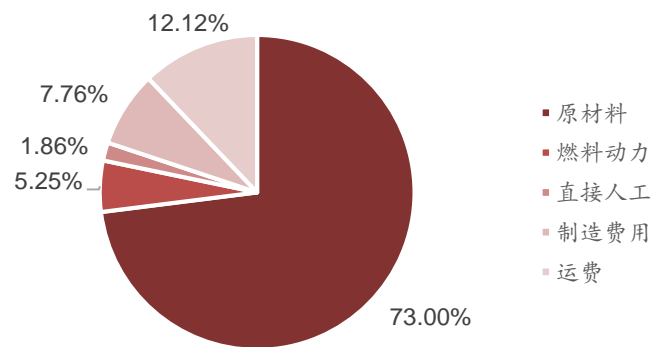
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 2022 年公司磷酸二铵成本拆分



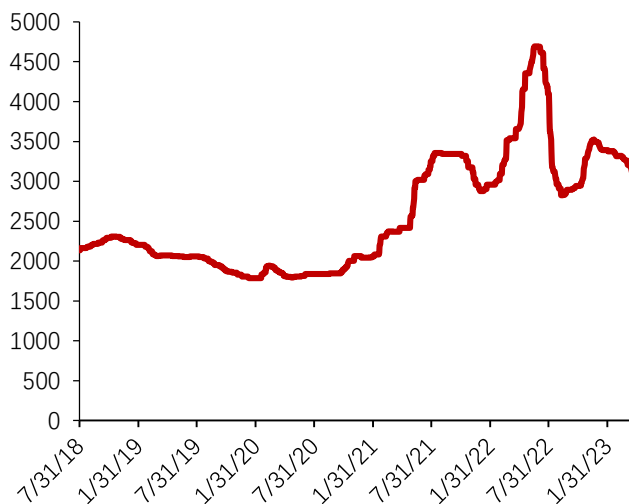
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 2021 年公司磷酸二铵成本拆分



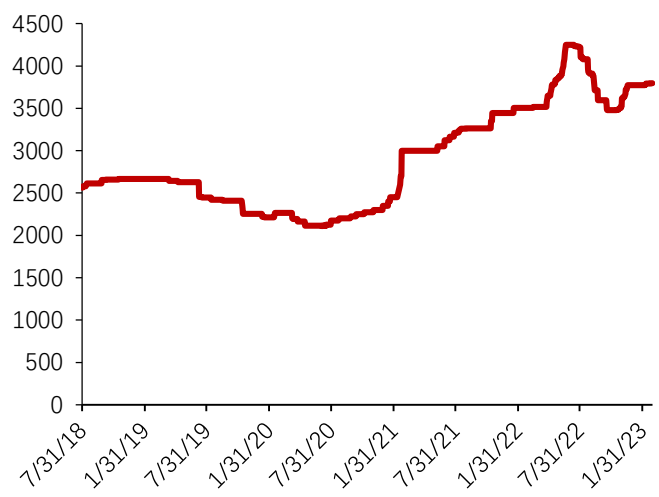
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 2018-2023 年磷酸一铵价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 30 2018-2023 年磷酸二铵价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2.2 尿素

氮肥全球消耗量较高，价格整体持续上行。2022 年，尿素营收为 50.44 亿元，

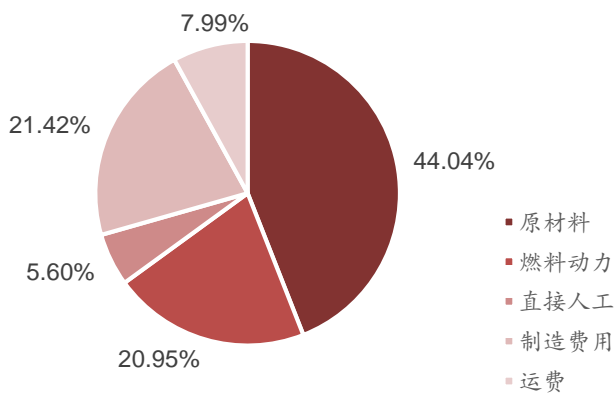
同比增长 49.14%；毛利率为 41.82%，同比增长 2.66 pct。营收增加主要来源于价格上升，2022 年尿素的均价为 2574.39 元/吨，同比增长 15.28%。尿素产销量较 2021 年有较大幅度增加，主要是本年公司尿素装置运行平稳，充分发挥产能优势，产销量均有较大提升。成本方面，2022 年尿素成本占比最大的仍为原材料，为 44.04%，其次为制造费用、燃料动力、运费、直接人工，分别占比 21.42%、20.95%、7.99%、5.60%。与去年同期相比，制造费用和运费占比有所下降。

图表 31 2018-2022 年公司尿素经营数据

年度	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	均价 (元/吨)	毛利率
2018	26.53	15.97	143.23	140.21	1892.16	39.80%
2019	27.64	16.45	156.66	154.80	1785.53	40.51%
2020	26.91	17.40	165.38	162.06	1660.50	35.31%
2021	33.82	20.58	163.95	151.45	2233.08	39.16%
2022	50.44	29.35	196.91	195.93	2574.39	41.82%

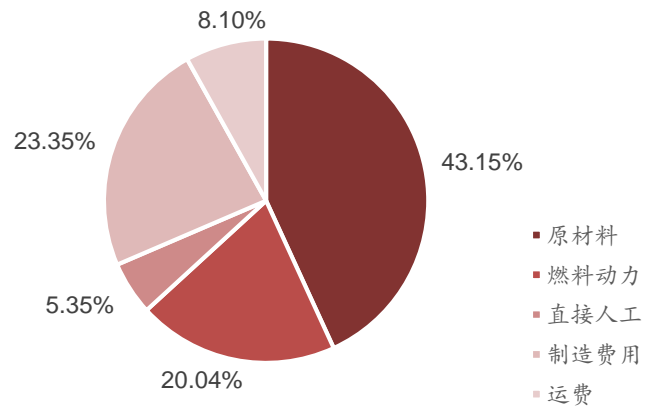
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 2022 年公司尿素成本拆分



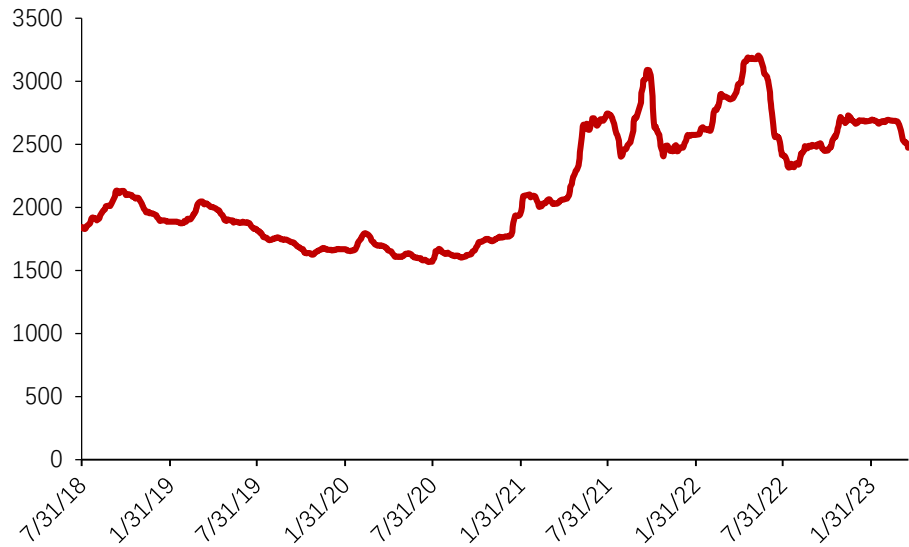
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 2021 年公司尿素成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 2018-2023 年尿素价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2.3 复合肥

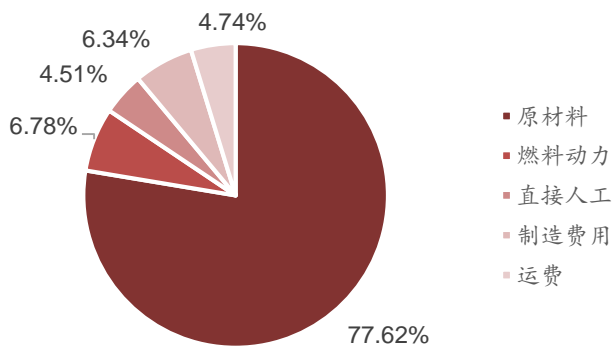
复合肥市场高度分散，企业规模和生产水平良莠不齐。2022 年，复合肥营收为 32.46 亿元，同比增长 17.65%；毛利率为 17.44%，同比增长 3.58pcts。营收增加主要来源于价格上升，2022 年复合肥均价为 3189.86 元，同比增长 28.28%。2022 年复合肥产销量均有所下降，其原因是上游基础肥等原料上涨以及下游终端客户接受度有限。成本方面，2022 年复合肥成本占比最大的仍为原材料，为 77.62%，其次为燃料动力、制造费用、运费、直接人工，分别占比 6.78%、6.34%、4.74%、4.51%。与去年同期相比，原材料占比有所下降。

图表 35 2018-2022 年公司复合肥经营数据

年度	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	均价 (元/吨)	毛利率
2018	30.07	25.28	141.79	141.41	1876.10	15.95%
2019	30.92	26.49	127.45	138.86	2226.70	14.34%
2020	30.45	26.86	131.68	147.55	2063.71	11.78%
2021	27.59	23.76	122.34	110.95	2486.71	13.86%
2022	32.46	26.80	107.60	101.76	3189.86	17.44%

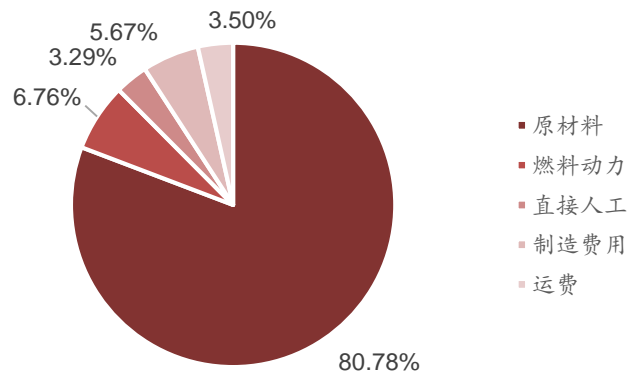
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 2022 年公司复合肥成本拆分



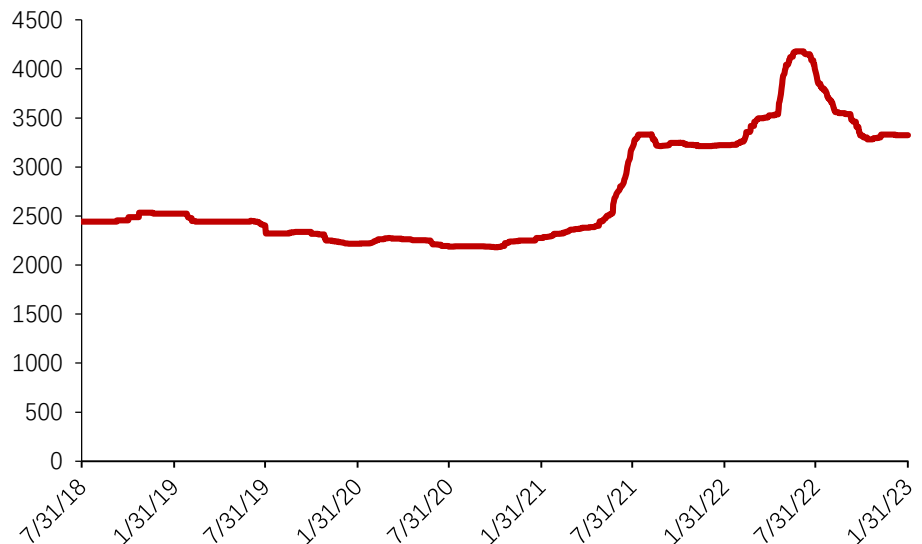
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 2021 年公司复合肥成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 2018-2023 年复合肥价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2.4 聚甲醛

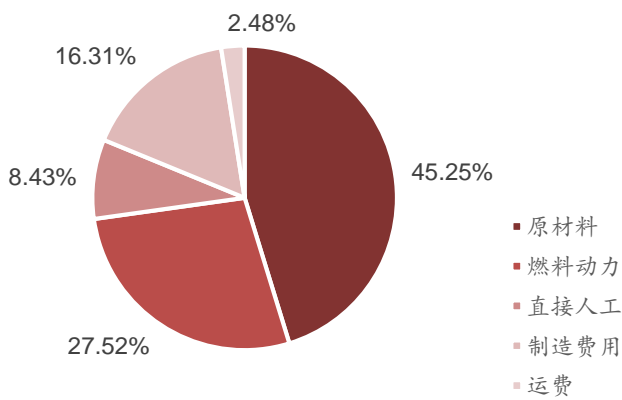
公司聚甲醛产品产能在国内位列第一。公司聚甲醛产能 9 万吨/年，产能规模位居国内第一，2022 年生产聚甲醛 10.38 万吨。2022 年，聚甲醛营收 16.35 亿元，同比增长 18.48%；毛利率为 45.11%，和 2021 年相比基本持平，仍然稳定在较高水平。2022 年上半年聚甲醛价格高位运行，下半年随着大宗商品价格下行，聚甲醛市场价格开始下行，全年均价为 16124.26 元/吨，同比增长 9.25%。成本方面，2022 年聚甲醛成本占比最大的仍为原材料，为 45.25%，其次为燃料动力、制造费用、直接人工、运费，分别占比 27.52%、16.31%、8.43%、2.48%。与去年同期相比，运费占比有所下降。

图表 39 2018-2022 年公司聚甲醛经营数据

年度	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	产量 (万 吨)	销量 (万 吨)	均价 (元/ 吨)	毛利率
2018	12.14	7.67	10.06	9.58	12672.23	36.81%
2019	9.54	6.70	9.74	9.13	10449.07	29.79%
2020	9.87	6.91	9.12	10.24	9638.67	30.03%
2021	13.80	7.59	9.37	9.35	14759.36	45.00%
2022	16.35	8.98	10.38	10.14	16124.26	45.11%

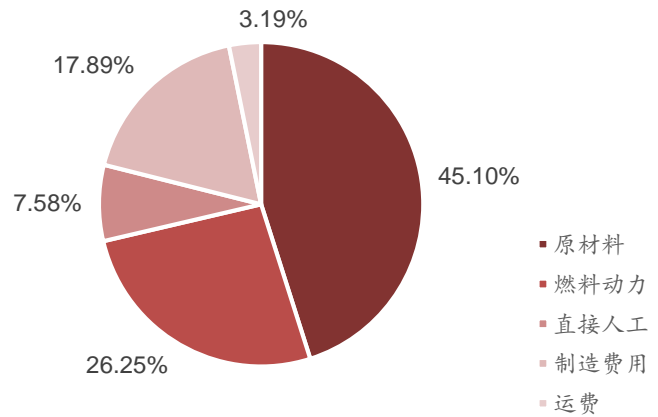
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 2022 年公司聚甲醛成本拆分



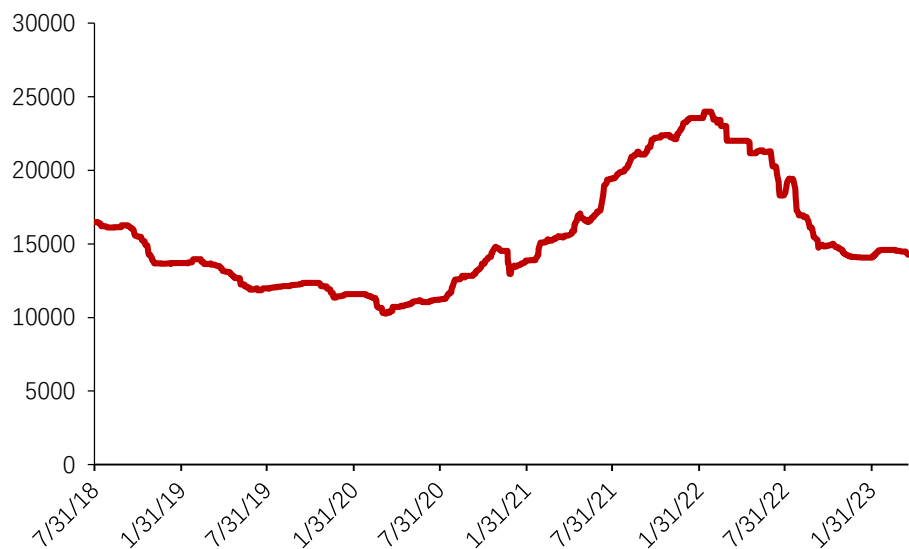
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2021 年公司聚甲醛成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 2018-2023 年聚甲醛价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2.5 饲料级磷酸氢钙

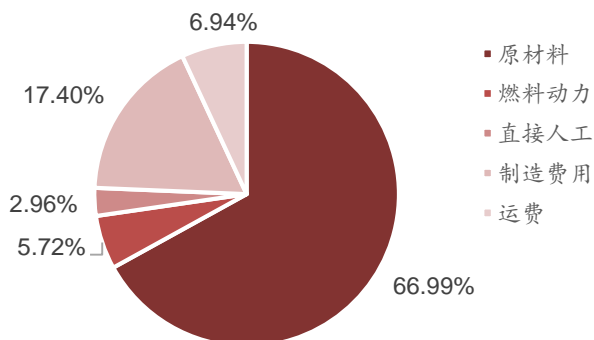
饲料下游需求稳定，价格高位运行。2022年，饲料级磷酸氢钙营收为22.10亿元，同比增长44.92%；毛利率为29.89%，同比增长4.68 pcts。饲料级磷酸氢钙价格受磷矿价格和饲料市场供需关系的影响，2022年国内饲料级磷酸钙盐整体需求稳定，全年均价为3756.59元/吨，较去年增长29.13%。成本方面，2022年饲料级磷酸氢钙成本占比最大的仍为原材料，为66.99%，其次为制造费用、运费、燃料动力、直接人工，分别占比17.40%、6.94%、5.72%、2.96%。与去年同期相比，燃料动力和运费占比有所下降。

图表 43 2018-2022 年公司饲料级磷酸氢钙经营数据

年度	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	产量 (万 吨)	销量 (万 吨)	均价 (元/ 吨)	毛利率
2018	7.38	6.26	-	-	-	15.18%
2019	8.75	6.27	40.40	36.25	2413.79	28.38%
2020	10.85	8.92	52.55	52.17	2079.74	17.82%
2021	15.25	11.41	52.07	52.42	2909.19	25.21%
2022	22.10	15.50	58.01	58.83	3756.59	29.89%

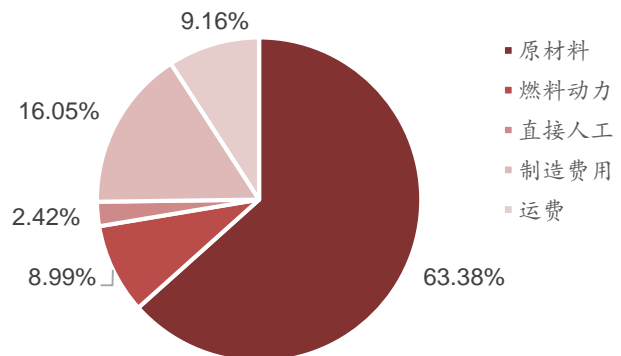
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 2022 年公司饲料级磷酸氢钙成本拆分



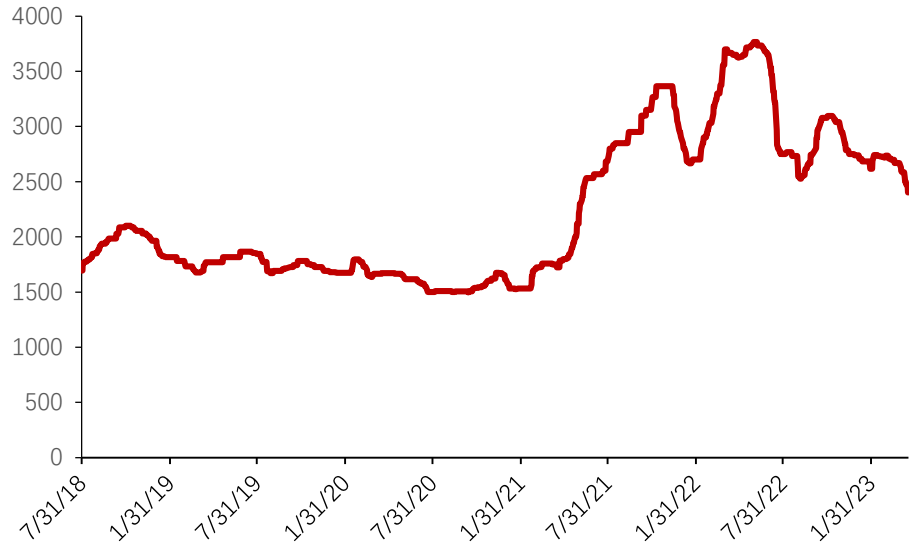
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 2021 年公司饲料级磷酸氢钙成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 2018-2023 年饲料级磷酸氢钙价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2.6 黄磷

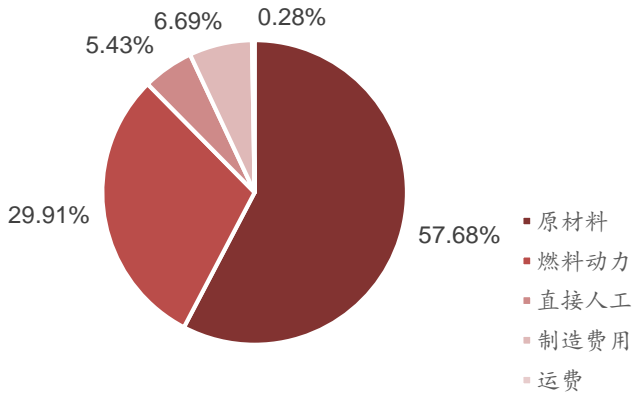
黄磷营收高速增长，价格波动幅度较大。2022 年，黄磷营收为 6.28 亿元，同比增长 78.92%；毛利率为 55.23%，同比增长 10.51pcts。受到四川、云南等地区能耗控制限电及短期开工率变化等因素影响，黄磷价格波动幅度较大，2022 年黄磷均价为 29345.79 元/吨，同比增长 49.66%。公司 2022 年生产黄磷 2.90 万吨，销售黄磷 2.14 万吨。成本方面，2022 年黄磷成本占比最大的仍为原材料，为 57.68%，其次为燃料动力、制造费用、直接人工、运费，分别占比 29.91%、6.69%、5.43%、0.28%。与去年同期相比，燃料动力和制造费用占比有所下降。

图表 47 2018-2022 年公司黄磷经营数据

年度	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	产量 (万 吨)	销量 (万 吨)	均价 (元/ 吨)	毛利率
2018	4.44	4.32	-	-	-	2.70%
2019	5.73	5.08	-	-	-	11.40%
2020	4.06	3.41	3.19	2.94	13801.73	15.88%
2021	3.51	1.94	2.45	1.79	19608.94	44.72%
2022	6.28	2.81	2.90	2.14	29345.79	55.23%

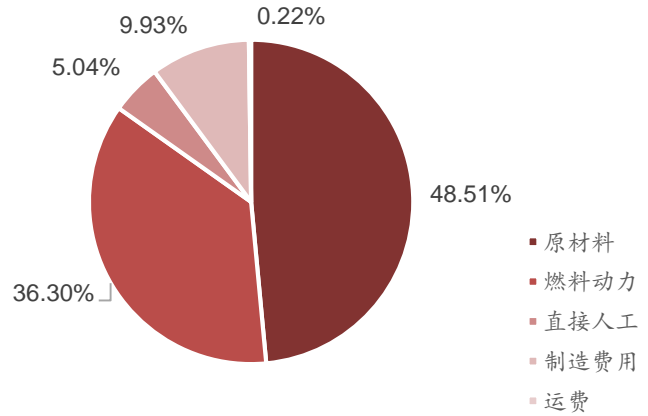
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 2022 年公司黄磷成本拆分



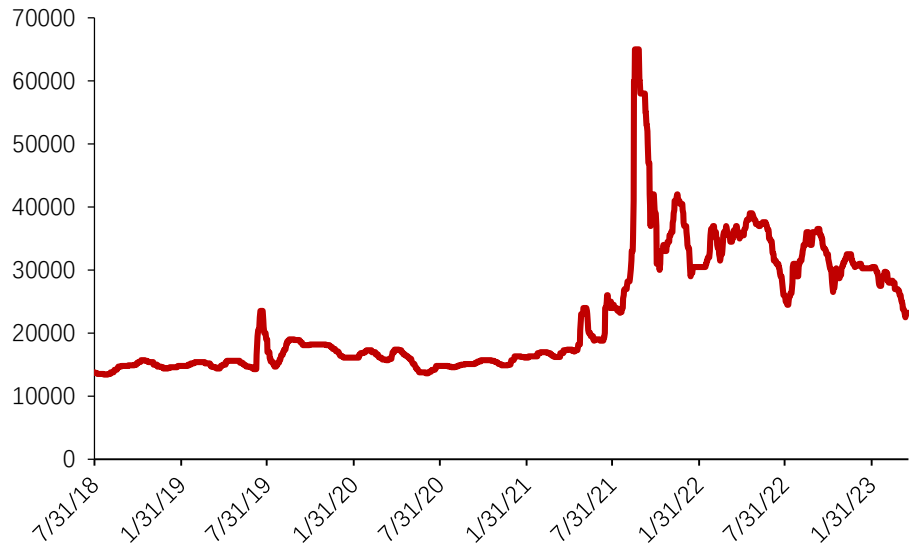
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 2021 年公司黄磷成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 50 2018-2023 年黄磷价格变动趋势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

3 一体化布局新能源材料，增量业务丰富

3.1 与华友等多家公司开展合作，进军新能源材料领域

公司与华友控股签订《关于磷酸铁、磷酸铁锂项目合作意向协议》。双方拟通过磷酸铁、磷酸铁锂产业合作，推动 50 万吨/年磷酸铁锂项目的建设和运营。除此之外，公司与恩捷股份、亿纬锂能等签订新能源电池全产业链项目合作协议，约定在玉溪市共同设立两家合资公司，共同研发、生产和销售新能源电池及新能源电池上下游材料，拉动建设新能源电池产业链。公司计划未来围绕玉溪市目标矿产资源，在玉溪市建设新能源电池、锂电池隔离膜、磷酸铁及磷酸铁锂、铜箔项目等电池配套项目。计划分三期投资：项目一期承诺投资约 180.5 亿元，在 2023 年 12 月 31 日前完成，项目二期承诺投资约 336.5 亿元，在 2025 年 12 月 31 日前完成，项目

三期投资计划在 2030 年前完成。随着公司在新能源材料领域不断深入的布局，凭借一体化带来的原材料和成本优势有望为公司带来更高的盈利能力，为公司带来新的业绩增长点。

3.2 与多氟多合作布局精细化工领域，稳固行业领先地位

公司与多氟多展开合作，纵向延伸氟化工产业链。双方共同出资成立的合资公司为云南氟磷电子科技有限公司，注册资金 3 亿元。其中，多氟多以现金出资 1.53 亿元，持股 51%；云天化以现金出资 1.47 亿元，持股 49%。具体来看，合资公司作为双方开展磷肥副产氟硅资源综合利用项目合作的平台，拟在云南安宁草铺工业园区建设相关项目，包括 2×1.5 万吨/年无水氢氟酸联产 1.5 万吨/年优质白炭黑，5000 吨/年六氟磷酸锂，2 万吨/年电子级氢氟酸生产装置及配套设施。双方合作，以氟硅酸为原料，按照“氟硅酸-氢氟酸-氟精细化学品-氟电子化学品”的增值路径，通过将氟硅酸转化成无水氟化氢和白炭黑，进一步转化为氟精细化学品、氟电子化学品，实现氟、硅资源高效转化，既提高氟、硅价值，又削弱无水氟化氢产品远离消费市场的不利因素，提升产业竞争力。

4 加强研发创新，完善一体化布局

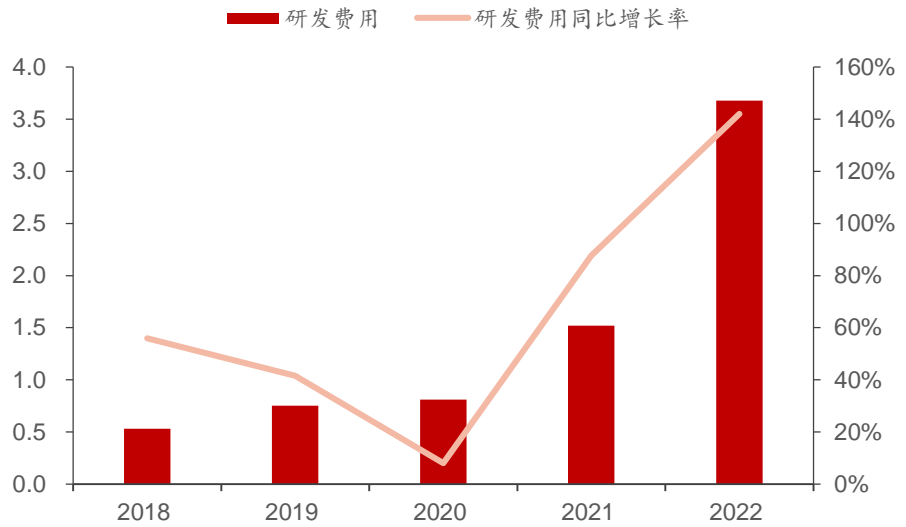
4.1 布局完整产业链，一体化优势明显

公司技术工艺先进兼具一体化优势，具备“磷矿-湿法磷酸-湿法磷酸精制-磷酸盐产业链”，成本优势显著，并通过持续的技术迭代不断加强自身成本优势。公司作为磷化工行业的龙头企业，上游原料高度自给，其中合成氨自给率高达 95%。截止目前，公司目前拥有磷矿原矿生产能力 1450 万吨，其中擦洗选矿生产能力 618 万吨，浮选生产能力 750 万吨。化肥总产能 876 万吨/年，其中基础磷肥总产能 555 万吨/年，复合（混）肥产能 121 万吨/年，尿素产能 200 万吨/年。有效发挥合成氨等大宗原料高度自给的全产业链一体化优势，通过挖潜增产，技术提升等措施，提升产量，减少外采量，合理控制成本。另外，公司物流业务以公司内部原料和产品的运输、仓储为主，着力控制公司物流成本。

4.2 多家研究中心相互协作，研发投入持续增加

近年来，公司不断加大研发投入，加大高层次人才引进，强化研发力量，加快研发攻关与新产品的验证试验与研究开发，持续增强公司产业转型升级动力。2022 年研发投入为 4.85 亿元，同比增长 59.54%。同时公司拥有国家磷资源开发利用工程技术中心、云南省新型化肥工程研究中心、工程材料技术开发中心、云天化国际植物营养研究院等技术研发机构，形成了具有协同效应的研究开发体系。2022 年，公司申请国家专利并获得受理 44 件，新增授权专利 9 件。参与制定、发布国家标准 11 项。公司入选“兴滇英才支持计划”2 人，云南省技术创新人才培养对象 1 人。公司以高端人才为牵引，建立了电子化学品、阻断材料等专业研发团队，研发创新人才队伍明显增强，研发创新平台持续完善，研发成果转化初见成效。含氟硝基苯等研发创新技术进入产业化阶段。

图表 51 2018-2022 年研发费用变动趋势（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 投资建议

考虑到磷化工及化肥产品价格存在波动，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 768.04、805.51、826.86 亿元（2023、2024 年前值分别为 802.10、858.66 亿元），实现归母净利润 61.06、67.39、65.10 亿元（2023、2024 年前值分别为 64.92、72.86 亿元），对应 PE 分别为 5.6、5.1、5.2 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 宏观经济波动；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023	2024	2025	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20749	17998	15575	20963	营业收入	75313	76804	80551	82686
现金	7444	2332	1294	4552	营业成本	63100	64807	66943	69479
应收账款	1833	2377	1507	2507	营业税金及附加	714	707	746	767
其他应收款	249	327	250	356	销售费用	757	884	1611	1736
预付账款	795	1657	1532	1533	管理费用	1032	1301	1311	1329
存货	7968	8547	8268	9216	财务费用	1066	493	440	382
其他流动资产	2461	2759	2725	2799	资产减值损失	-376	-245	-275	-259
非流动资产	32473	38348	45091	47599	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	3223	3601	4001	4399	投资净收益	543	555	603	608
固定资产	19627	22417	23036	31001	营业利润	8560	8955	9832	9332
无形资产	3870	3930	3956	3989	营业外收入	42	25	30	30
其他非流动资产	5753	8400	14098	8210	营业外支出	78	144	145	133
资产总计	53223	56346	60666	68562	利润总额	8523	8837	9717	9229
流动负债	23450	21417	15963	18291	所得税	1478	1679	1943	1661
短期借款	10045	5045	3045	1045	净利润	7046	7158	7774	7568
应付账款	3789	4335	3816	4640	少数股东损益	1024	1051	1035	1058
其他流动负债	9616	12036	9102	12606	归属母公司净利润	6021	6106	6739	6510
非流动负债	10360	8360	10360	8360	EBITDA	11586	10416	11148	11362
长期借款	8321	6321	8321	6321	EPS (元)	3.28	3.33	3.67	3.55
其他非流动负债	2039	2039	2039	2039					
负债合计	33810	29777	26323	26651					
少数股东权益	3048	4100	5134	6192					
股本	1835	1834	1834	1834					
资本公积	7295	7294	7294	7294					
留存收益	7235	13341	20081	26591					
归属母公司股东权益	16365	22470	29209	35719					
负债和股东权益	53223	56346	60666	68562					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023	2024	2025	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	10551	9455	7170	11919	成长能力				
净利润	7046	7158	7774	7568	营业收入	19.1%	2.0%	4.9%	2.6%
折旧摊销	2273	1360	1290	2078	营业利润	66.8%	4.6%	9.8%	-5.1%
财务费用	1209	605	475	401	归属于母公司净利	65.3%	1.4%	10.4%	-3.4%
投资损失	-543	-555	-603	-608	获利能力				
营运资金变动	-39	606	-2070	2199	毛利率 (%)	16.2%	15.6%	16.9%	16.0%
其他经营现金流	7688	6832	10147	5650	净利率 (%)	8.0%	8.0%	8.4%	7.9%
投资活动现金流	-3880	-6961	-7734	-4260	ROE (%)	36.8%	27.2%	23.1%	18.2%
资本支出	-3979	-6915	-7713	-4250	ROIC (%)	18.4%	17.5%	15.9%	14.3%
长期投资	-51	-600	-623	-618	偿债能力				
其他投资现金流	150	555	603	608	资产负债率 (%)	63.5%	52.8%	43.4%	38.9%
筹资活动现金流	-8377	-7606	-475	-4401	净负债比率 (%)	174.2%	112.1%	76.6%	63.6%
短期借款	-11874	-5000	-2000	-2000	流动比率	0.88	0.84	0.98	1.15
长期借款	2925	-2000	2000	-2000	速动比率	0.49	0.34	0.32	0.53
普通股增加	-3	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	24	-1	0	0	总资产周转率	1.42	1.40	1.38	1.28
其他筹资现金流	551	-605	-475	-401	应收账款周转率	54.03	36.49	41.48	41.19
现金净增加额	-1653	-5112	-1039	3258	应付账款周转率	17.51	15.95	16.42	16.43

每股指标 (元)				
每股收益	3.28	3.33	3.67	3.55
每股经营现金流(薄)	5.75	5.15	3.91	6.50
每股净资产	8.92	12.25	15.92	19.47

估值比率				
P/E	6.42	5.58	5.06	5.24
P/B	2.36	1.52	1.17	0.95
EV/EBITDA	4.62	4.52	4.32	3.60

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。