

2023年07月27日

# 磷化工周期回落，产业链延伸提供新增长点

## 川发龙蟒(002312)

评级:	买入	股票代码:	002312
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	14.94/7.86
目标价格:		总市值(亿)	158.94
最新收盘价:	8.4	自由流通市值(亿)	114.69
		自由流通股数(百万)	1,365.33

### 事件概述:

2023年7月14日，公司发布2023年半年度业绩预告。预计2023半年度公司实现归母净利润约2.1-2.5亿元，同比下降68.27%-73.35%，预计实现扣非后归母净利润为1.7-2.1亿元，同比下降69.56%-75.36%；EPS为0.11-0.13元。

### 分析判断:

#### ► 23H1 公司业绩同比下降，磷化工景气周期下行

业绩预告显示，2023年H1，受磷化工行业景气周期下行、供需错配等不利影响，公司主要产品价格持续下跌，产销量有所下滑，导致公司营业收入、净利润同比下降。根据百川盈孚数据，磷矿石2023年H1均价为1043.05元/吨，较去年同期显著上升约40%；下游磷加工产品价格承压，主要产品磷酸一铵2023年H1均价为3067.63元/吨，同比降约15%，磷酸氢钙市场均价为2392.28元/吨，同比大幅下降超28%。我们认为，磷化工景气周期已至底部区域，公司作为磷化工产业龙头，未来随着行业供需格局转好，盈利水平有望复苏回升。

#### ► 磷化工行业地位稳固，“矿化一体”产业链条持续布局完善

公司为磷化工产业的龙头企业，始终坚持“矿化一体”的发展思路，磷矿资源储量约1.3亿吨，2022年合计生产磷矿约210万吨。公司拥有天瑞矿业、白竹磷矿、绵竹板棚子磷矿等的采矿权，其中，天瑞矿业磷矿储量近1亿吨，采矿设计产能为250万吨/年，龙蟒磷化工磷矿生产规模为60万吨/年，襄阳基地白竹磷矿年产100万吨磷矿石，待其全部复产并达产后，公司将具备年产410万吨的磷矿生产能力，在磷化工业务方面有显著的规模效应和成本优势。在“稀缺资源+技术创新+产业链整合+先进机制”的发展战略下，公司提升了上游核心资源自给能力。我们认为，公司对整体产业链条的布局，将有效降低成本，提升公司市场竞争力、抗风险能力以及持续盈利能力。

#### ► 加速推进新能源材料项目，深耕多资源绿色低碳产业链

磷酸铁锂是锂离子电池最核心的组成材料之一，市场需求量持续快速增长。2022年度，公司推进以甘眉新航为主体的锂资源深加工项目，在德阳、攀枝花、湖北等地合计规划建设年产50万吨磷酸铁、40万吨磷酸铁锂生产线及配套产品。据公司公告和投关活动记录表，同年11月，公司获得太和铁矿资源权益。目前开采规模已达300万吨/年，选矿规模达800万吨/年，其现有钒钛磁铁矿储量1亿吨，同时其正在办理1,000万吨/年生产规模的采矿许可证。我们认为，在新能源汽车渗透率持续提升态势下，磷酸铁锂具备较高的产业需求确定性和广阔的市场发展空间，长期来看，公司加快布局“硫-磷-钛-铁-锂-钙”多资源绿色低碳产业链，能够更快形成较为完备的发展体系，从而抓住市场机遇，在竞争中脱颖而出。

### 投资建议

由于公司产品价格波动较大，我们调整此前2023、2024年盈利预测，并增加2025年预测，预计2023-2025年公司营业收入分别为95.60/123.43/195.71亿元（此前2023、2024年为96.61/123.14亿元），归母净利润分别为9.15/12.28/19.38亿元（此前2023、2024年为13.99/15.94亿元），EPS分别为0.48/0.65/1.02元（此

前 2023、2024 年为 0.74/0.84 元)，对应 2023 年 7 月 27 日收盘价 8.4 元 PE 分别为 17/13/8 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动加剧，项目投产不及预期，下游需求不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,650	10,023	9,560	12,343	19,571
YoY (%)	28.4%	50.7%	-4.6%	29.1%	58.6%
归母净利润(百万元)	790	1,064	915	1,228	1,938
YoY (%)	18.2%	34.7%	-14.0%	34.2%	57.8%
毛利率 (%)	21.5%	20.9%	18.7%	20.2%	19.9%
每股收益 (元)	0.48	0.59	0.48	0.65	1.02
ROE	10.0%	11.7%	9.5%	11.3%	15.2%
市盈率	17.50	14.24	17.37	12.94	8.20

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

研究助理：董宇轩

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,023	9,560	12,343	19,571	净利润	1,065	915	1,229	1,939
YoY (%)	50.7%	-4.6%	29.1%	58.6%	折旧和摊销	460	790	1,000	1,180
营业成本	7,931	7,771	9,852	15,681	营运资金变动	-375	-217	105	220
营业税金及附加	64	54	73	116	经营活动现金流	1,332	1,518	2,420	3,371
销售费用	100	96	125	294	资本开支	-612	-1,876	-2,115	-2,196
管理费用	470	421	575	896	投资	-1,672	-791	-952	-1,017
财务费用	29	0	0	0	投资活动现金流	-2,573	-2,499	-2,984	-3,062
研发费用	100	96	134	204	股权募资	5	20	0	0
资产减值损失	-13	-147	-172	-184	债务募资	2,131	-501	70	134
投资收益	19	116	84	152	筹资活动现金流	2,077	-880	70	134
营业利润	1,371	1,116	1,523	2,393	现金净流量	841	-1,861	-493	443
营业外收支	-40	0	0	0					
利润总额	1,331	1,116	1,523	2,393	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	267	201	294	455	<b>成长能力</b>				
净利润	1,065	915	1,229	1,939	营业收入增长率	50.7%	-4.6%	29.1%	58.6%
归属于母公司净利润	1,064	915	1,228	1,938	净利润增长率	34.7%	-14.0%	34.2%	57.8%
YoY (%)	34.7%	-14.0%	34.2%	57.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.59	0.48	0.65	1.02	毛利率	20.9%	18.7%	20.2%	19.9%
					净利率	10.6%	9.6%	10.0%	9.9%
					总资产收益率 ROA	6.9%	6.0%	7.1%	9.1%
					净资产收益率 ROE	11.7%	9.5%	11.3%	15.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	2,037	175	-318	125	流动比率	1.19	0.87	0.74	0.84
预付款项	660	601	781	1,244	速动比率	<b>0.69</b>	<b>0.28</b>	<b>0.13</b>	<b>0.22</b>
存货	1,197	1,296	1,666	2,592	现金比率	0.52	0.05	-0.08	0.02
其他流动资产	755	847	947	1,321	资产负债率	40.7%	37.0%	37.4%	40.2%
流动资产合计	4,648	2,918	3,077	5,281	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	1,703	2,459	3,388	4,382	总资产周转率	0.76	0.62	0.76	1.01
固定资产	4,210	4,677	5,076	5,318	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	1,213	1,580	2,009	2,471	每股收益	0.59	0.48	0.65	1.02
非流动资产合计	10,688	12,367	14,263	16,113	每股净资产	4.80	5.09	5.74	6.76
资产合计	15,337	15,285	17,341	21,394	每股经营现金流	0.70	0.80	1.28	1.78
短期借款	634	665	735	869	每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,782	1,434	1,888	3,054	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	1,507	1,236	1,539	2,353	PE	14.24	17.37	12.94	8.20
流动负债合计	3,923	3,335	4,162	6,277	PB	2.19	1.65	1.46	1.24
长期借款	1,525	1,525	1,525	1,525					
其他长期负债	795	791	791	791					
非流动负债合计	2,320	2,316	2,316	2,316					
负债合计	6,242	5,651	6,478	8,593					
股本	1,894	1,892	1,892	1,892					
少数股东权益	11	11	11	12					
股东权益合计	9,094	9,634	10,863	12,801					
负债和股东权益合计	15,337	15,285	17,341	21,394					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。