

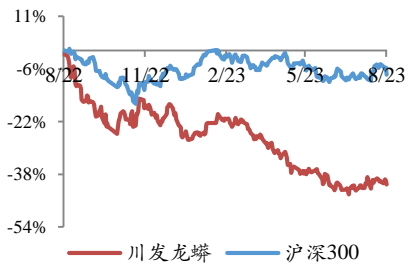
周期下行致盈利承压，一体化布局加速打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-11

收盘价(元)	8.33
近12个月最高/最低(元)	13.99/7.89
总股本(百万股)	1,892
流通股本(百万股)	1,365
流通股比例(%)	72.16
总市值(亿元)	158
流通市值(亿元)	114

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.全年业绩大幅增长，新材料项目稳步推进 2023-01-13

2.三季度业绩略超预期，新材料项目稳步推进 2022-10-27

主要观点：

● 事件描述

2023年8月9日晚，川发龙蟒发布2023年半年度业绩报告，2023年上半年公司实现营收36.56亿元，同比下降31.82%；实现归母净利润2.32亿元，同比下降70.58%；实现扣非归母净利润1.92亿元，同比下降72.10%；基本每股收益0.13元/股，同比下降69.77%。

● 磷化工景气周期下行致公司上半年业绩承压，下半年有望环比改善

磷化工行业景气周期下行，公司主营磷化工产品盈利下滑。工业级磷酸一铵：由于上游核心原料磷矿价格处于高位，且工业级磷酸一铵国际、国内市场价格持续下滑，导致公司该板块盈利收窄。公司工业级磷酸一铵在新能源电池磷酸铁锂市场的应用稳步提升，同比增长102.25%，未来随公司在新能源领域布局逐步完善，有望实现盈利能力提升。肥料级磷酸一铵：由于肥料级磷酸一铵出口受阻，且产品降价向上游传导至硫磺、硫酸、合成氨等原料，下游客户采购趋于谨慎，导致量价齐跌，业绩有所下滑；复合肥：受天气、环保要求逐年提高等因素影响，复合肥行业景气度下滑，企业经营承压，但未来随旺季来临，以及新型肥料、功能性肥料逐渐替代传统肥料，复合肥板块发展空间广阔。

● 公司加速布局上游资源，深化“矿化一体”优势

公司坚持打造“硫-磷-钛-铁-锂-钙”多资源绿色低碳产业链，补齐上游资源短板。磷矿方面，公司现拥有磷矿资源1.3亿吨。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，襄阳基地白竹磷矿生产规模100万吨/年，随项目全部达产后，公司将具备磷矿生产能力410万吨/年。公司规模和成本优势显著，将进一步增强公司矿化一体化优势，提升公司产品核心竞争力。

● 新能源材料项目稳步推进，未来有望持续放量

公司持续加码新能源材料领域，有望开启第二增长曲线。德阳锂电新能源项目2万吨磷酸铁锂装置已经投料试车。德阳川发龙蟒锂电新能源材料项目已于2022年3月开工，建成后将形成年产20万吨磷酸铁、20万吨磷酸铁锂生产能力，预计一期项目2024年底前投产，项目整体达产后，可实现年销售收入214亿元，有利于带动产业链上下游集聚发展。公司攀枝花一期项目建设10万吨磷酸铁锂和10万吨磷酸铁，预计2024年9月前投产。南漳年产5万吨磷酸铁生产线及配套设施项目以及荆州年产5万吨磷酸铁及40万吨硫磺制酸项目正有序推进中。在我国碳中和长期战略目标背景下，磷酸铁锂市场需求广阔，公司积极下延布局磷酸铁锂项目，未来有望实现业绩持续增长。

● 投资建议

根据公司“矿化一体化”成本优势显著，公司磷化工板块 2023 H2 景气度预期有所回升，以及公司新能源材料项目有序推进，将为公司带来第二成长空间。公司预计 2023-2025 年归母净利润 4.92、6.85、9.27 亿元，同比增速为-53.8%、39.2%、35.4%。当前股价对应 PE 分别为 32、30、22 倍。维持“买入”评级。

● 投资建议

- (1) 下游需求不及预期；
- (2) 行业竞争加剧；
- (3) 宏观经济波动。

● 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	10023	6956	7789	8446
收入同比 (%)	50.7%	-30.6%	12.0%	8.4%
归属母公司净利润	1064	492	685	927
净利润同比 (%)	34.7%	-53.8%	39.2%	35.4%
毛利率 (%)	20.9%	14.8%	17.4%	19.1%
ROE (%)	11.7%	5.6%	7.2%	8.9%
每股收益 (元)	0.59	0.26	0.36	0.49
P/E	17.83	32.03	29.58	21.85
P/B	2.19	1.78	2.13	1.94
EV/EBITDA	11.45	13.52	12.48	9.97

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4648	5825	9040	11833	营业收入	10023	6956	7789	8446
现金	2037	3042	6396	9151	营业成本	7931	5923	6435	6830
应收账款	287	100	333	136	营业税金及附加	64	31	37	41
其他应收款	33	83	47	94	销售费用	100	125	125	127
预付账款	660	355	515	410	管理费用	470	205	203	207
存货	1197	1856	1361	1643	财务费用	29	65	164	133
其他流动资产	435	388	388	399	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	10688	10301	9882	9434	公允价值变动收益	47	0	0	0
长期投资	1703	1703	1703	1703	投资净收益	19	0	0	0
固定资产	4210	3716	3193	2652	营业利润	1371	540	764	1043
无形资产	1213	1193	1188	1171	营业外收入	8	47	44	45
其他非流动资产	3561	3690	3797	3907	营业外支出	48	21	20	21
资产总计	15337	16126	18922	21267	利润总额	1331	566	788	1066
流动负债	3923	4525	5635	6050	所得税	267	74	102	139
短期借款	634	1634	2634	3134	净利润	1065	492	685	928
应付账款	1036	1043	783	1264	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2253	1848	2218	1653	归属母公司净利润	1064	492	685	927
非流动负债	2320	2743	3743	4743	EBITDA	1797	1241	1598	1874
长期借款	1525	2228	3228	4228	EPS (元)	0.59	0.26	0.36	0.49
其他非流动负债	795	515	515	515					
负债合计	6242	7269	9378	10794					
少数股东权益	11	11	11	11					
股本	1894	1892	1892	1892					
资本公积	5640	5640	5640	5640					
留存收益	1550	1315	2001	2930					
归属母公司股东权	9084	8847	9533	10462					
负债和股东权益	15337	16126	18922	21267					

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	1332	984	1819	1773
净利润	1065	492	685	928
折旧摊销	460	637	670	698
财务费用	103	116	240	293
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	-375	-235	248	-122
其他经营现金流	1539	701	414	1026
投资活动现金流	-2573	-224	-226	-227
资本支出	-612	-224	-226	-227
长期投资	-1672	0	0	0
其他投资现金流	-289	0	0	0
筹资活动现金流	2077	557	1760	1207
短期借款	529	1000	1000	500
长期借款	1525	703	1000	1000
普通股增加	131	0	0	0
资本公积增加	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-1147	-240	-293
现金净增加额	841	1317	3354	2755

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	50.7%	-30.6%	12.0%	8.4%
营业利润	49.1%	-60.7%	41.5%	36.6%
归属于母公司净利	34.7%	-53.8%	39.2%	35.4%
获利能力				
毛利率 (%)	20.9%	14.8%	17.4%	19.1%
净利率 (%)	10.6%	7.1%	8.8%	11.0%
ROE (%)	11.7%	5.6%	7.2%	8.9%
ROIC (%)	9.1%	4.1%	5.2%	5.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.7%	45.1%	49.6%	50.8%
净负债比率 (%)	68.6%	82.1%	98.3%	103.1%
流动比率	1.19	1.29	1.60	1.96
速动比率	0.69	0.79	1.26	1.61
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.44	0.44	0.42
应收账款周转率	39.32	36.00	36.00	36.00
应付账款周转率	8.91	5.70	7.05	6.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.26	0.36	0.49
每股经营现金流薄)	0.70	0.52	0.96	0.94
每股净资产	4.80	4.68	5.04	5.53
估值比率				
P/E	17.83	32.03	29.58	21.85
P/B	2.19	1.78	2.13	1.94
EV/EBITDA	11.45	13.52	12.48	9.97

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。