

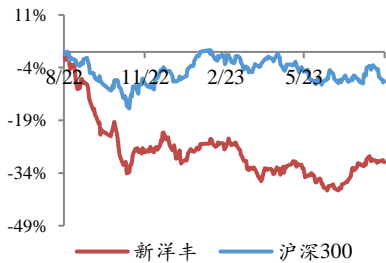
化肥景气短期回落，矿化一体有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-18

收盘价（元）	11.32
近12个月最高/最低（元）	16.44/9.99
总股本（百万股）	1,305
流通股本（百万股）	1,185
流通股比例（%）	90.86
总市值（亿元）	148
流通市值（亿元）	134

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. 2022Q4 业绩短期承压，一体化布局强化竞争力 2023-04-21

2. 复合肥业绩短期承压，磷酸铁项目稳步推进 2022-10-19

主要观点：

● 事件描述

2023年8月9日晚，公司发布2023年半年度报告，报告期内实现营业收入80.49亿元，同下降16.30%；实现归母净利润6.90亿元，同下降25.01%。2023Q2，公司单季度实现营业收入36.31亿元，同比下降28.42%，环比下降17.82%；实现归母净利润2.81亿元，同比下降45.23%，环比下降31.18%。

● 主营产品价格回落至低位，未来价格有望修复

2023年上半年，公司磷复肥营收75.66亿元，占营业收入的94%，同比下降19.30%；营业成本64.91亿元，同比下降17.23%；毛利率14.21%，同比下降2.15%。主营产品价格下跌幅度大于成本下跌幅度，从而压缩产品利润，削弱公司盈利。根据百川数据，2023Q2磷酸一铵市场均价2786元/吨，环比下降16.93%；硫基复合肥市场均价3024.81元/吨，环比下降8.53%；氯基复合肥料市场均价2741.11元/吨，环比下降11.04%。原材料方面，2023Q2磷矿石市场均价1026.39元/吨，环比下降3.17%；硫磺市场均价795.18元/吨，环比下降28.37%；合成氨市场均价2940.48元/吨，环比下降30.43%；尿素市场均价2288.05元/吨，环比下降14.7%。此外，2022年初俄乌冲突导致单质肥价格快速上涨，2022年下半年开始迅速下跌，价格的剧烈波动扰乱了化肥采购节奏，使得行业整体库存偏低。当前磷酸一铵和复合肥的价格位于较低的水平，行业整体处于去库存阶段，随着价格逐渐恢复至合理区间，以及下半年秋季耕种带来的下游需求回暖，化肥产品未来价格有修复趋势。

● 积极完善复合肥产业链，巩固矿化一体优势

公司持续完善复合肥上游一体化产业链，目前拥有90万吨/年的巴姑磷矿，2022年保康竹园沟磷矿注入上市公司，有望在2024年四季度至2025年二季度达到180万吨。届时磷矿石产能将达到270万吨/年。上游磷化工项目，包括30万吨/年硫精砂制酸、72万吨/年硫磺制酸、15万吨/年工业级磷酸一铵、30万吨/年农业级磷酸一铵，进入试生产的阶段，项目完成后将进一步扩充公司产能，完善产品结构。此外，目前公司正推进120万吨/年磷石膏综合利用项目和50万吨建筑石膏粉项目，加强对磷资源特别是磷石膏转化利用，节约磷石膏堆存成本，进一步结合矿山、肥料、化工、建材全产业链。

● 新能源转型有序推进，开辟成长第二曲线

目前公司磷酸铁项目一期5万吨已经建成投产，二期磷酸铁项目的首条5万吨/年生产线也已经试生产，叠加上游矿化一体化产品的相继投产，公司对于新能源领域的布局和投资能与公司现有的磷矿石、磷化工业务相结合，利用自身资源和技术优势拓宽下游，开辟新的增长路径，提升竞争能力和盈利能力。

● 投资建议

考虑到磷肥以及磷酸铁价格回落，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.92、16.89、19.91 亿元，同比增速为 13.9%、13.2%、17.9%，2023、2024、2025 年业绩较前值分别下调 3.05%、1.97%、1.24%。当前股价对应 PE 分别为 10、9、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	14448	17065	19700
收入同比 (%)	35.2%	-9.5%	18.1%	15.4%
归属母公司净利润	1309	1492	1689	1991
净利润同比 (%)	8.4%	13.9%	13.2%	17.9%
毛利率 (%)	14.5%	17.8%	17.0%	17.2%
ROE (%)	15.3%	15.2%	14.7%	14.7%
每股收益 (元)	1.04	1.14	1.29	1.53
P/E	11.07	9.90	8.75	7.42
P/B	1.75	1.50	1.28	1.09
EV/EBITDA	6.96	5.28	4.27	3.32

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	5654	9465	9676	
现金	1680	1742	2837	4492	
应收账款	306	244	402	341	
其他应收款	115	72	142	104	
预付账款	417	452	526	593	
存货	3217	1687	4084	2658	
其他流动资产	1483	1458	1475	1488	
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	15828	20236	21153	
流动负债	6230	3939	6814	5685	
短期借款	2	2	2	2	
应付账款	1881	982	2448	1489	
其他流动负债	4348	2956	4364	4194	
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	5534	8208	7080	
少数股东权益	432	470	516	571	
股本	1305	1305	1305	1305	
资本公积	160	160	160	160	
留存收益	7117	8358	10047	12037	
归属母公司股东权益	8583	9824	11512	13503	
负债和股东权益	16839	15828	20236	21153	

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	1697	2806	3271	
净利润	1353	1530	1734	2045	
折旧摊销	427	812	898	907	
财务费用	45	55	55	49	
投资损失	-22	-32	-35	-40	
营运资金变动	213	-666	158	316	
其他经营现金流	1227	2194	1574	1725	
投资活动现金流	-3349	-1329	-1457	-1568	
资本支出	-2308	-1358	-1489	-1604	
长期投资	26	-3	-3	-3	
其他投资现金流	-1067	32	35	40	
筹资活动现金流	113	-305	-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	-305	-55	-49	
现金净增加额	-1124	63	1095	1655	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	15958	14448	17065	19700	
营业成本	13638	11871	14160	16320	
营业税金及附加	61	58	69	79	
销售费用	278	301	343	392	
管理费用	259	291	316	368	
财务费用	20	38	37	20	
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	32	35	40	
营业利润	1666	1875	2123	2503	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	22	0	0	0	
利润总额	1648	1875	2123	2503	
所得税	296	345	389	458	
净利润	1353	1530	1734	2045	
少数股东损益	43	38	46	55	
归属母公司净利润	1309	1492	1689	1991	
EBITDA	2085	2691	3020	3385	
EPS (元)	1.04	1.14	1.29	1.53	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	35.2%	-9.5%	18.1%	15.4%
营业利润	9.8%	12.5%	13.2%	17.9%
归属于母公司净利润	8.4%	13.9%	13.2%	17.9%
获利能力				
毛利率 (%)	14.5%	17.8%	17.0%	17.2%
净利率 (%)	8.2%	10.3%	9.9%	10.1%
ROE (%)	15.3%	15.2%	14.7%	14.7%
ROIC (%)	13.4%	13.4%	13.3%	13.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.5%	35.0%	40.6%	33.5%
净负债比率 (%)	86.8%	53.8%	68.2%	50.3%
流动比率	1.16	1.44	1.39	1.70
速动比率	0.49	0.76	0.64	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.06	0.88	0.95	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	1.14	1.29	1.53
每股经营现金流 (摊薄)	1.61	1.30	2.15	2.51
每股净资产	6.58	7.53	8.82	10.35
估值比率				
P/E	11.07	9.90	8.75	7.42
P/B	1.75	1.50	1.28	1.09
EV/EBITDA	6.96	5.28	4.27	3.32

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。