

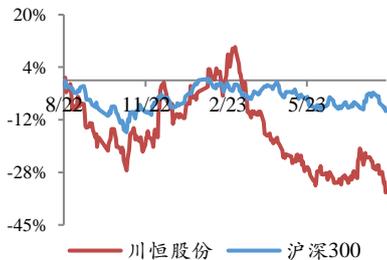
磷化产品价格回落业绩承压，矿化新能源项目有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-20

收盘价（元）	19.73
近12个月最高/最低（元）	31.08/19.00
总股本（百万股）	502
流通股本（百万股）	496
流通股比例（%）	98.87
总市值（亿元）	99
流通市值（亿元）	98

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. 全年业绩大幅增长，矿化一体加速布局 2023-04-06

2. 全年业绩同比大幅增长，矿化一体加速布局 2023-01-19

3. Q3 业绩短期承压，新能源材料加速落地 2022-11-01

主要观点：

● 事件描述

2023年8月14日晚，公司发布2023年半年度报告，报告期内实现营业收入18.8亿元，同比增长18.49%；实现归母净利润2.73亿元，同比下降26.23%。2023Q2，公司单季度实现营业收入8.82亿元，同比下降9.87%，环比下降11.70%；实现归母净利润1.15亿元，同比下降56.86%，环比下降27.39%。

● 主营产品价格下跌，短期业绩承压

受需求偏弱以及原材料下降影响，磷化工产品价格整体回落，而磷矿石供给依旧紧张，价格维持高位。2023Q2磷酸二氢钙/磷酸一铵/磷酸/磷矿石市场均价分别3527.95/2786/6726.47/1026.39元/吨，同比分别变化-39.12/-32.45/-38.82/+23.08%。致使2023年上半年公司磷酸二氢钙/磷酸一铵/磷酸/磷矿石毛利率分别同比变化-6.55/-2.50/-8.03/+14.18pct。从下游需求看，夏秋是水产养殖旺季，对于饲料的需求有所上升，而秋季备肥也将促进磷化工产品下游需求，未来价格有所修复。

● 磷矿资源优势潜力巨大，矿化一体项目全面推进

磷矿石方面，公司已拥有小坝和新桥磷矿，合计产能300万吨/年，鸡公岭磷矿250万吨/年采矿工程项目正处于建设中，预计2025年10月完工。目前公司参股公司天一矿业（49%）的老虎洞磷矿采选工程项处于正常建设中，设计产能500万吨/年，主井、副井工程建设进度已超过60%，预计在2023年年底完成建设，2024年逐步投入生产。磷化工建设方面，公司于2019年非公开发行股票募投项目“20万吨/年半水-二水湿法磷酸及精深加工项目”部分生产线已在2022年下半年投入使用，目前湿法磷酸生产线已建成投产，后端磷酸二氢钙、净化磷酸生产线预计2023年内建设完成投产。此外，2020年公司发行可转债募投项目“福泉市新型矿化一体磷资源精深加工项目—30万吨/年硫铁矿制硫酸装置”已经完成项目建设前期工作，在安全审查结束后仍需确定项目的详细施工设计，预计在2023年下半年启动项目建设。上游磷矿石资源优势结合磷化工板块的投资建设，能够为公司生产经营提供保障和成本优势，提升盈利能力。

● 定增扩充净化磷酸产能，保障后续新能源材料投产

在新能源材料领域，公司围绕磷矿石中“磷、氟”资源进行一体化开发，适度参与锂资源整合，重点发展磷系电池正极材料（磷酸铁及磷酸铁锂）和氟系电解液材料。公司定增募投项目中低品位磷矿综合利用生产12万吨/年食品级净化磷酸项目、10万吨/年食品级净化磷酸项目申请获得批复，项目投产后将为后续磷酸铁产线提供充足磷源。公司在贵州福泉、瓮安两个“矿化一体”产业园项目正在建设中，已完成10万吨/年磷酸铁项目产能建设，未来新能源业务将开拓第二增长曲线，提高公司未来的成长潜力。

● 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 7.36、8.88、12.35 亿元,同比增速为-2.9%、20.7%、39.0%, 2023、2024、2025 年业绩较前值分别下调 37.79%、39.43%、38.43%。当前股价对应 PE 分别为 13、10、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	3447	4374	5641	8629
收入同比 (%)	36.3%	26.9%	29.0%	53.0%
归属母公司净利润	758	736	888	1235
净利润同比 (%)	106.0%	-2.9%	20.7%	39.0%
毛利率 (%)	44.9%	31.3%	30.6%	27.7%
ROE (%)	17.3%	14.7%	15.1%	17.4%
每股收益 (元)	1.54	1.47	1.77	2.46
P/E	16.92	12.54	10.39	7.47
P/B	2.99	1.85	1.57	1.30
EV/EBITDA	11.69	8.74	7.89	6.66

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	3020	3410	4610	4292	
现金	1521	2433	2542	1836	
应收账款	207	213	341	510	
其他应收款	11	60	3	100	
预付账款	66	103	135	215	
存货	792	42	936	624	
其他流动资产	423	560	652	1007	
非流动资产	7119	9144	12012	15396	
长期投资	1319	1414	1522	1631	
固定资产	2847	3993	5389	6975	
无形资产	1398	1381	1364	1347	
其他非流动资产	1555	2355	3737	5442	
资产总计	10138	12554	16622	19688	
流动负债	2478	2255	3900	4683	
短期借款	710	1110	1510	1910	
应付账款	744	90	1106	975	
其他流动负债	1024	1055	1285	1799	
非流动负债	2699	4699	6199	7199	
长期借款	1536	3536	5036	6036	
其他非流动负债	1163	1163	1163	1163	
负债合计	5177	6953	10099	11882	
少数股东权益	583	610	644	692	
股本	502	502	502	502	
资本公积	1839	2067	2067	2067	
留存收益	2038	2422	3310	4546	
归属母公司股东权益	4378	4991	5879	7114	
负债和股东权益	10138	12554	16622	19688	

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	544	1276	1917	2362	
净利润	789	762	923	1282	
折旧摊销	211	437	551	704	
财务费用	126	151	248	323	
投资损失	33	12	22	38	
营运资金变动	-596	-102	155	-4	
其他经营现金流	1366	880	786	1306	
投资活动现金流	-1690	-2490	-3459	-4145	
资本支出	-1803	-2382	-3330	-3997	
长期投资	95	-95	-107	-110	
其他投资现金流	18	-12	-22	-38	
筹资活动现金流	1421	2125	1652	1077	
短期借款	380	400	400	400	
长期借款	819	2000	1500	1000	
普通股增加	13	0	0	0	
资本公积增加	256	228	0	0	
其他筹资现金流	-48	-503	-248	-323	
现金净增加额	287	912	110	-707	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	3447	4374	5641	8629	
营业成本	1898	3004	3914	6242	
营业税金及附加	91	93	129	198	
销售费用	58	43	44	46	
管理费用	223	133	150	168	
财务费用	82	113	188	260	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	5	0	0	0	
投资净收益	-33	-12	-22	-38	
营业利润	969	890	1076	1490	
营业外收入	1	1	1	1	
营业外支出	26	14	16	17	
利润总额	945	876	1061	1474	
所得税	156	114	138	192	
净利润	789	762	923	1282	
少数股东损益	31	26	35	47	
归属母公司净利润	758	736	888	1235	
EBITDA	1289	1454	1839	2494	
EPS (元)	1.54	1.47	1.77	2.46	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	36.3%	26.9%	29.0%	53.0%
营业利润	121.1%	-8.2%	21.0%	38.5%
归属于母公司净利润	106.0%	-2.9%	20.7%	39.0%
获利能力				
毛利率 (%)	44.9%	31.3%	30.6%	27.7%
净利率 (%)	22.0%	16.8%	15.7%	14.3%
ROE (%)	17.3%	14.7%	15.1%	17.4%
ROIC (%)	10.6%	7.7%	7.8%	9.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	51.1%	55.4%	60.8%	60.4%
净负债比率 (%)	104.3%	124.2%	154.8%	152.2%
流动比率	1.22	1.51	1.18	0.92
速动比率	0.81	1.38	0.87	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.39	0.39	0.48
应收账款周转率	18.97	20.86	20.36	20.28
应付账款周转率	3.52	7.20	6.55	6.00
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	1.47	1.77	2.46
每股经营现金流 (摊薄)	1.08	2.54	3.82	4.71
每股净资产	8.73	9.95	11.72	14.18
估值比率				
P/E	16.92	12.54	10.39	7.47
P/B	2.99	1.85	1.57	1.30
EV/EBITDA	11.69	8.74	7.89	6.66

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。