

景气上行叠加内生优化，公司业绩大幅改善

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **公司业绩大幅增长：**公司发布半年报，21 上半年实现收入 309.3 亿，同比增长 20.56%；实现归母净利润 15.72 亿，同比扭亏并大幅增长。公司主营磷肥和尿素受行业景气度不断提升，带动公司 Q2 单季度收入和归母净利润达 177.22 亿和 9.96 亿，继续环比大幅增长 34.18%和 73.36%。
- **主营磷肥和尿素景气度持续提升：**自 2020 年三季度以来，全球疫情背景下的粮食安全保障带动了化肥下游需求的持续增长，再叠加全球新增供给有限且存量产能供应受扰，供需持续偏紧态势助推磷铵和尿素价格一路上涨，且价格涨势已延续至今年 Q3。磷酸一铵已从去年中的 1820 元/吨阶段性低点上涨至近期的 3500 元/吨以上，增幅超过 90%，价差从 520 元/吨涨至目前的 1130 元/吨。而尿素则从同时期 1651 元/吨上涨至 2600 元/吨以上，增幅约 60%，尿素-天然气价差从 727 元/吨大幅涨至 1000 元/吨；尿素-烟煤价差从 1059 元/吨涨至 1600 元/吨。公司自有磷矿以及自有煤炭配套具备产业链优势，在原材料同步大幅上涨的背景下公司利润实现大幅增长。
- **公司费用成本进一步优化，新赛道拓展开启新未来：**公司不断出售盈利较差的资产后，21 年上半年主要控股参股公司均实现了正的净利润。公司资产负债率进一步下降至 81.04%，财务费用率从 20 全年 3.04%下降至 2.10%；销售以及管理费用也比 20 全年分别下降 1.32pct 和 0.65pct，整体期间费用率（不含研发）从 10.73%降至 7.82%。此外，公司持续推进新材料和新能源板块拓展，年初与多氟多达成合作，2 万吨/年电子级氢氟酸项目预计年底投产，5000 吨/年六氟磷酸锂项目、2×1.5 万吨无水氟化氢项目正按计划有序推进。公司正基于自身资源配套优势不断延伸产业链价值。

财务预测与投资建议

- 由于产品价格上涨，预测 21-23 年公司归母净利润为 27.27、29.62 和 33.21 亿元（原 21-22 年预测 4.33、4.89 亿元），按照可比公司 21 年 17 倍市盈率，给予目标价 25.16 元并维持增持评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动；费用改善无法持续；新项目进展不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	53,976	52,111	58,275	56,320	55,647
同比增长(%)	1.9%	-3.5%	11.8%	-3.4%	-1.2%
营业利润(百万元)	347	674	5,084	5,238	5,377
同比增长(%)	-26.0%	94.1%	654.7%	3.0%	2.7%
归属母公司净利润(百万元)	152	272	2,727	2,962	3,321
同比增长(%)	23.7%	79.1%	902.3%	8.6%	12.1%
每股收益(元)	0.08	0.15	1.48	1.61	1.81
毛利率(%)	13.2%	12.4%	17.2%	17.6%	17.8%
净利率(%)	0.3%	0.5%	4.7%	5.3%	6.0%
净资产收益率(%)	3.5%	5.0%	35.0%	27.9%	24.1%
市盈率	231.8	129.4	12.9	11.9	10.6
市净率	8.0	5.5	3.8	2.9	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月18日)	17.65 元
目标价格	25.16 元
52周最高价/最低价	19.88/4.89 元
总股本/流通A股(万股)	183,740/168,335
A股市值(百万元)	32,430
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年08月19日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.42	8.69	97.37	193.59
相对表现	3.87	14.59	106.91	190.86
沪深300	-2.45	-5.9	-9.54	2.73



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

万里扬

021-63325888*2504

wanliyong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090003

联系人

顾雪莹

guxueying@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

公司主营产品 21 年随着供需收缩而价格大涨，故更新盈利预测，具体如下：

表 1：核心假设变动分析表

关键参数	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
磷酸一铵销量（万吨）	121	121		126	126	126
变动幅度				4.5%	4.5%	
磷酸二铵销量（万吨）	347	347		374	374	374
变动幅度				8%	8%	
尿素销量（万吨）	186	185		194	193	193
变动幅度				4.2%	4.2%	
复合肥销量（万吨）	125	125		132	132	132
变动幅度				5.1%	5.1%	
聚甲醛销量（万吨）	9	9		10	10	10
变动幅度				13.8%	13.8%	
磷酸一铵价格（元/吨）	2150	2150		3161	2943	2943
变动幅度				47.0%	36.9%	
磷酸二铵价格（元/吨）	2400	2400		3052	2943	2943
变动幅度				27.2%	22.6%	
尿素价格（元/吨）	1850	1850		2344	2180	2180
变动幅度				26.7%	17.8%	
复合肥价格（元/吨）	2350	2350		2562	2398	2398
变动幅度				9%	2%	
聚甲醛价格（元/吨）	12200	12200		15820	14690	14690
变动幅度				30%	20%	
销售费用率	5.61%	5.63%		3.68%	3.68%	3.61%
变动幅度				-1.93%	-1.96%	
管理和研发费用率	2.84%	2.81%		2.35%	2.21%	2.04%
变动幅度				-0.49%	-0.60%	
财务费用率	4.24%	4.23%		2.18%	2.09%	2.08%
变动幅度				-2.06%	-2.14%	
营业所得税率	38%	35%		40%	38%	35%
变动幅度				2%	3%	

资料来源：东方证券研究所

表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）

主营业务	调整前	调整后
------	-----	-----

	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
磷酸一铵						
销售收入	2,379	2,379		3,727	3,470	3,470
变动幅度				56.7%	45.9%	
毛利率	31.96%	31.96%		45.78%	48.02%	48.02%
变动幅度				13.8%	16.1%	
磷酸二铵						
销售收入	7,643	7,643		10,477	10,103	10,103
变动幅度				37.1%	32.2%	
毛利率	30.84%	30.84%		36.9%	41.4%	41.4%
变动幅度				6.1%	10.5%	
磷矿石						
销售收入	907	907		712	712	712
变动幅度				-21.5%	-21.5%	
毛利率	54.80%	54.80%		50.00%	50.00%	50.00%
变动幅度				-4.8%	-4.8%	
尿素						
销售收入	3,158	3,139		4,167	3,852	3,852
变动幅度				32.0%	22.7%	
毛利率	34.18%	33.96%		46.69%	43.92%	43.92%
变动幅度				12.5%	10.0%	
复合(混)肥						
销售收入	2,701	2,701		3,467	3,246	3,246
变动幅度				28.4%	20.2%	
毛利率	14.00%	14.00%		11.78%	11.78%	11.78%
变动幅度				-2.2%	-2.2%	
聚甲醛						
销售收入	972	972		1,434	1,331	1,331
变动幅度				47.5%	37.0%	
毛利率	33.84%	32.12%		44.29%	40.96%	40.96%
变动幅度				10.4%	8.8%	
其他业务						
销售收入	29,271	29,271		34,291	33,606	32,934
变动幅度				17.2%	14.8%	
毛利率	5.18%	5.18%		3.28%	3.28%	3.28%
变动幅度				-1.9%	-1.9%	
销售收入合计	47,030	47,011		58,275	56,320	55,647
变动幅度				23.9%	19.8%	
综合毛利率	14.69%	14.65%		17.23%	17.62%	17.79%
变动幅度				2.5%	3.0%	

资料来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）

财务指标	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	47,030	47,011		58,275	56,320	55,647
变动幅度				23.9%	19.8%	
营业利润	759	758		5,084	5,238	5,377
变动幅度				570.1%	590.8%	
归属母公司净利润	433	489		2,727	2,962	3,321
变动幅度				530.3%	505.8%	
每股收益（元）	0.24	0.27		1.48	1.61	1.81
变动幅度				530.1%	505.7%	
毛利率(%)	14.69%	14.65%		17.23%	17.62%	17.79%
变动幅度				2.5%	3.0%	
净利率(%)	0.92%	1.04%		4.68%	5.26%	5.97%
变动幅度				3.8%	4.2%	

资料来源：东方证券研究所

调整前 21-22 年的 EPS 已针对股本变化做了回溯调整

表 4：可比公司估值（截至 2021/8/18）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
兴发集团	0.56	2.18	2.39	2.72	54.79	14.04	12.77	11.25
天原集团	0.15	0.80	1.12	1.39	78.23	14.51	10.37	8.35
云图控股	0.49	0.74	0.88	1.02	19.94	13.39	11.25	9.65
新洋丰	0.73	0.92	1.09	1.35	26.30	20.94	17.65	14.31
三泰控股	0.38	0.56	0.48	0.56	38.59	25.95	30.24	26.27
史丹利	0.25	0.36	0.44	0.49	23.88	16.50	13.50	12.12
调整后平均					35.89	16.50	13.79	11.83

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,086	9,845	10,162	14,495	19,680	营业收入	53,976	52,111	58,275	56,320	55,647
应收票据、账款及款项融资	5,082	4,349	5,558	5,036	5,142	营业成本	46,831	45,671	48,234	46,396	45,746
预付账款	4,666	2,131	3,710	2,945	3,226	营业税金及附加	475	458	512	495	489
存货	7,835	6,015	7,211	6,523	6,635	营业费用	2,614	2,499	2,131	2,083	2,043
其他	1,127	905	1,017	960	985	管理费用及研发费用	1,596	1,507	1,363	1,251	1,156
流动资产合计	29,795	23,245	27,659	29,959	35,669	财务费用	2,346	1,584	1,263	1,182	1,179
长期股权投资	2,221	2,398	2,398	2,398	2,398	资产、信用减值损失	165	169	112	111	87
固定资产	20,419	19,578	18,706	17,772	16,817	公允价值变动收益	(5)	10	3	7	5
在建工程	933	1,173	1,107	1,065	1,035	投资净收益	97	212	154	183	169
无形资产	3,860	4,003	3,829	3,655	3,481	其他	306	228	267	247	257
其他	2,767	2,592	2,330	2,069	1,807	营业利润	347	674	5,084	5,238	5,377
非流动资产合计	30,200	29,744	28,370	26,957	25,537	营业外收入	91	29	11	20	15
资产总计	59,995	52,989	56,030	56,916	61,206	营业外支出	30	65	66	65	66
短期借款	28,551	27,919	23,580	23,580	23,580	利润总额	408	638	5,028	5,193	5,327
应付票据及应付账款	11,667	4,533	8,402	6,343	7,111	所得税	231	243	2,011	1,973	1,864
其他	7,103	6,280	6,944	6,670	6,729	净利润	178	395	3,017	3,219	3,462
流动负债合计	47,321	38,731	38,926	36,594	37,421	少数股东损益	26	123	290	257	141
长期借款	2,747	3,301	3,301	3,301	3,301	归属于母公司净利润	152	272	2,727	2,962	3,321
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.08	0.15	1.48	1.61	1.81
其他	3,405	2,412	2,243	2,243	2,243						
非流动负债合计	6,152	5,713	5,544	5,544	5,544	主要财务比率					
负债合计	53,473	44,445	44,471	42,138	42,965		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,145	2,115	2,405	2,662	2,804	成长能力					
股本	1,432	1,838	1,837	1,837	1,837	营业收入	1.9%	-3.5%	11.8%	-3.4%	-1.2%
资本公积	5,682	7,167	7,165	7,165	7,165	营业利润	-26.0%	94.1%	654.7%	3.0%	2.7%
留存收益	(2,628)	(2,587)	140	3,102	6,423	归属于母公司净利润	23.7%	79.1%	902.3%	8.6%	12.1%
其他	(109)	11	11	11	11	获利能力					
股东权益合计	6,523	8,544	11,559	14,779	18,241	毛利率	13.2%	12.4%	17.2%	17.6%	17.8%
负债和股东权益总计	59,995	52,989	56,030	56,916	61,206	净利率	0.3%	0.5%	4.7%	5.3%	6.0%
						ROE	3.5%	5.0%	35.0%	27.9%	24.1%
						ROIC	3.0%	3.3%	9.1%	9.3%	9.2%
						偿债能力					
						资产负债率	89.1%	83.9%	79.4%	74.0%	70.2%
						净负债率	363.5%	278.6%	170.3%	102.1%	55.0%
						流动比率	0.63	0.60	0.71	0.82	0.95
						速动比率	0.46	0.44	0.52	0.64	0.77
						营运能力					
						应收账款周转率	13.4	17.2	20.9	18.4	19.2
						存货周转率	5.3	6.5	7.2	6.7	6.9
						总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.08	0.15	1.48	1.61	1.81
						每股经营现金流	2.92	2.48	3.06	3.32	3.54
						每股净资产	2.38	3.50	4.98	6.59	8.40
						估值比率					
						市盈率	231.8	129.4	12.9	11.9	10.6
						市净率	8.0	5.5	3.8	2.9	2.3
						EV/EBITDA	12.4	11.1	7.2	7.1	7.0
						EV/EBIT	21.6	25.7	9.2	9.0	8.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn