

化肥景气延续上行，公司新能源材料布局再加码

核心观点

- 预告单季度利润稳步增长：**公司近日发布 2022 年半年度业绩预告，预计公司上半年实现归母净利润 8.72 至 9.52 亿元，同比增长 24.35%至 35.76%，扣非后归母净利润 8.63 至 9.43 亿元，同比增长 24.54%至 36.08%，其中 22 年 Q2 预计实现归母净利润 4.65 至 5.45 亿元，同比增长 29.0%至 51.1%，环比增长 14.2%至 33.8%。
- 化肥景气延续上行，原料配套及产品结构优势加码：**22 年年初至今春耕需求叠加原料磷矿石、硫磺、合成氨价格高企，一铵价格率攀新高，根据百川盈孚数据，目前市场均价已达 4420 元/吨。公司由于部分配套磷矿石及合成氨产能而盈利能力有所保障，后续即将投产的 30 万吨/年合成氨技改项目将进一步巩固其成本优势。复合肥方面，在市场基本消化前期低价产品及原材料库存后，复合肥市场价格已于 3 月初起明显上涨，华北市场复合肥(45%CL)价格至今涨幅近 33%，再加上公司积极规划新型复合肥产能，不断优化产品结构，公司复合肥的盈利水平仍将持续提升。21 年公司 30 万吨/年高品质经济作物专用肥项目正式投产，公司新型复合肥销量 90.34 万吨，同比+25.4%，由于产品溢价较高，毛利同比+53.8%，另有 60 万吨新型作物专用肥项目已于今年 4 月环评公示。近日，公司拟以自有资金约 5.35 亿元收购控股股东全资孙公司竹园沟矿业 100%股权，获得生产规模 180 万吨/年竹园沟磷矿的采矿许可证，进一步配套资源型原料磷矿石，强化磷化工产业链一体化优势。
- 磷酸铁项目逐步落地，再扩氟硅新能源材料：**钟祥一期 5 万吨磷酸铁已于今年 3 月试车，二期 15 万吨预计年底前陆续投料，另有宜都 10 万吨预计 8/9 月试生产，30 万吨磷酸铁有望于明年全年放量。此外，公司拟投 60 亿在江西瑞昌建设覆盖上游选矿、磷酸等磷化工原料及下游氟硅化工品的磷化工及磷矿伴生氟硅资源综合利用项目，进一步强化自身磷化工全产业链优势，抓住下游新能源材料发展机会，拓展氟硅系新能源材料。近期，公司再次加码氟硅材料，拟投 12 亿在荆门建设磷矿半生资源综合利用项目，包含一期 3 万吨/年无水氟化氢、2 万吨/年白炭黑项目和二期 1 万吨/年六氟磷酸锂项目，其规模与江西瑞昌项目中规划的氟硅化工品体量相当。

盈利预测与投资建议

- 由于公司主营产品产销量与价格继续上涨，预测 22-24 年公司归母净利润为 16.26、22.55、26.36 亿元（原 22-23 年预测 14.81、18.51 亿元），按照可比公司 22 年 14 倍市盈率，给予目标价 17.5 元并维持买入评级。

风险提示：产品和原材料价格波动；宏观经济下行风险；新项目进展不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,069	11,802	16,383	17,533	19,373
同比增长(%)	7.9%	17.2%	38.8%	7.0%	10.5%
营业利润(百万元)	1,190	1,518	2,255	3,092	3,667
同比增长(%)	46.5%	27.6%	48.5%	37.1%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	943	1,210	1,626	2,255	2,636
同比增长(%)	44.9%	28.2%	34.4%	38.6%	16.9%
每股收益(元)	0.72	0.93	1.25	1.73	2.02
毛利率(%)	17.9%	18.9%	20.1%	23.8%	25.0%
净利率(%)	9.4%	10.3%	9.9%	12.9%	13.6%
净资产收益率(%)	14.0%	16.2%	18.3%	21.0%	20.6%
市盈率	23.0	17.9	13.3	9.6	8.2
市净率	3.1	2.7	2.2	1.9	1.6

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。

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。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年07月22日）	16.64元
目标价格	17.5元
52周最高价/最低价	24.44/14.09元
总股本/流通A股（万股）	130,453/118,544
A股市值（百万元）	21,707
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2022年07月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.32	-0.54	3.52	-19.67
相对表现	-5.85	1.36	3.66	5.99
沪深300	1.53	-1.9	-0.14	-25.66



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

联系人

顾雪莹 guxueying@orientsec.com.cn

相关报告

量价齐升创利润新高，上下游延伸降本开 2021-08-25
源

拐点已现，看好公司超越行业成长性 2020-08-26

公司不断加码新能源材料布局，磷酸铁产品收入将持续增厚公司利润。

表 1：核心假设变动分析表（产品价格含税价格）

关键参数	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
核心假设					
复合肥销量（万吨）	441	481	407	435	467
变动幅度			-7.7%	-9.6%	
磷酸一铵销量（万吨）	93	86	72	65	59
变动幅度			-22.5%	-24.1%	
磷酸铁销量（万吨）	2.9	12.0	6.0	18.0	24.0
变动幅度			105.7%	50.0%	
复合肥价格（元/吨）	2,760	2,777	3,260	2,980	3,001
变动幅度			18.1%	7.3%	
磷酸一铵价格（元/吨）	2,800	2,800	3,600	3,400	3,400
变动幅度			28.6%	21.4%	
磷酸铁价格（元/吨）	13,500	12,500	22,000	18,000	18,000
变动幅度			63.0%	44.0%	
氯化钾价格（元/吨）	3,000	3,000	4,200	3,900	3,900
变动幅度			40.0%	30.0%	
尿素价格（元/吨）	2,100	2,100	2,700	2,400	2,400
变动幅度			28.6%	14.3%	
烟煤价格（元/吨）	800	800	930	880	880
变动幅度			16.3%	10.0%	
硫磺价格（元/吨）	1,300	1,300	2,900	2,500	2,500
变动幅度			123.1%	92.3%	
合成氨价格（元/吨）	3,700	3,700	4,500	4,100	4,100
变动幅度			21.6%	10.8%	
磷矿石价格（元/吨）	440	440	680	630	630
变动幅度			54.5%	43.2%	
氯化铵价格（元/吨）	800	800	1,100	900	900
变动幅度			37.5%	12.5%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：分产品盈利预测变动分析表

主营业务	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
复合肥					
销售收入	11,169	12,248	12,175	11,884	12,852
变动幅度			9.0%	-3.0%	
毛利率	17.34%	18.20%	16.65%	17.31%	17.55%
变动幅度			-0.7%	-0.9%	
磷酸一铵					
销售收入	2,395	2,202	2,386	2,029	1,832
变动幅度			-0.4%	-7.8%	
毛利率	28.65%	32.14%	12.57%	20.50%	20.34%
变动幅度			-16.1%	-11.6%	

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申明。

磷酸铁					
销售收入	348	1,327	1,168	2,867	3,823
变动幅度			235.2%	116.0%	
毛利率	32.97%	27.61%	61.79%	49.73%	49.73%
变动幅度			28.8%	22.1%	
其他业务					
销售收入	721	865	655	753	866
变动幅度			-9.2%	-13.0%	
毛利率	25.00%	25.00%	37.33%	37.33%	37.33%
变动幅度			12.3%	12.3%	
销售收入合计	14,634	16,642	16,383	17,533	19,373
变动幅度			12.0%	5.4%	
综合毛利率	19.94%	21.15%	20.10%	23.84%	25.05%
变动幅度			0.2%	2.7%	

数据来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表

财务指标	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,634	16,642	16,383	17,533	19,373
变动幅度			12.0%	5.4%	
营业利润	1,857	2,321	2,255	3,092	3,667
变动幅度			21.4%	33.2%	
归属母公司净利润	1,481	1,851	1,626	2,255	2,636
变动幅度			9.8%	21.8%	
每股收益（元）	1.11	1.39	1.25	1.73	2.02
变动幅度			12.2%	24.5%	
毛利率(%)	19.94%	21.15%	20.10%	23.84%	25.05%
变动幅度			0.2%	2.7%	
净利率(%)	10.12%	11.12%	9.93%	12.86%	13.61%
变动幅度			-0.2%	1.7%	

数据来源：东方证券研究所

表 4：可比公司估值（截至 2022/7/22）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
川发龙蟒	0.54	0.66	0.73	0.86	27.11	22.03	19.96	16.92
云天化	1.98	3.02	3.01	4.02	13.81	9.08	9.11	6.82
司尔特	0.53	0.64	0.68	0.94	18.25	15.20	14.31	10.38
云图控股	1.22	1.75	2.11	2.49	12.19	8.49	7.05	5.96
川恒股份	0.73	1.74	2.55	3.54	42.87	18.13	12.33	8.89
调整后平均					19.72	14.14	11.92	8.70

数据来源：朝阳永续，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,519	2,198	3,704	5,881	8,437	营业收入	10,069	11,802	16,383	17,533	19,373
应收票据、账款及款项融资	199	329	347	392	422	营业成本	8,262	9,571	13,090	13,353	14,521
预付账款	342	463	600	665	722	营业税金及附加	34	54	65	75	80
存货	2,095	2,644	3,468	3,613	3,888	销售费用	265	274	380	407	449
其他	1,288	631	1,307	990	1,165	管理费用及研发费用	419	447	621	664	734
流动资产合计	6,443	6,265	9,425	11,541	14,634	财务费用	(32)	(5)	16	(1)	(25)
长期股权投资	18	20	21	21	21	资产、信用减值损失	(18)	6	13	3	5
固定资产	3,205	4,494	4,847	4,991	4,990	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	756	566	653	591	566	投资净收益	31	36	33	35	34
无形资产	783	863	842	821	800	其他	19	28	23	25	24
其他	461	929	917	913	909	营业利润	1,190	1,518	2,255	3,092	3,667
非流动资产合计	5,223	6,873	7,280	7,337	7,285	营业外收入	5	6	5	5	5
资产总计	11,666	13,137	16,705	18,878	21,919	营业外支出	11	6	9	7	8
短期借款	210	2	106	54	80	利润总额	1,184	1,518	2,251	3,090	3,665
应付票据及应付账款	1,157	1,480	1,928	2,016	2,165	所得税	224	285	423	581	689
其他	2,532	2,204	3,169	3,136	3,495	净利润	960	1,232	1,828	2,509	2,976
流动负债合计	3,899	3,685	5,203	5,205	5,740	少数股东损益	17	23	202	254	340
长期借款	401	0	0	0	0	归属于母公司净利润	943	1,210	1,626	2,255	2,636
应付债券	0	928	937	937	937	每股收益(元)	0.72	0.93	1.25	1.73	2.02
其他	188	304	302	302	302						
非流动负债合计	589	1,231	1,239	1,239	1,239	主要财务比率					
负债合计	4,488	4,916	6,442	6,444	6,979		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	201	258	460	714	1,055	成长能力					
实收资本(或股本)	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333	营业收入	7.9%	17.2%	38.8%	7.0%	10.5%
资本公积	203	103	581	581	581	营业利润	46.5%	27.6%	48.5%	37.1%	18.6%
留存收益	5,314	6,272	7,632	9,548	11,714	归属于母公司净利润	44.9%	28.2%	34.4%	38.6%	16.9%
其他	128	255	258	258	258	获利能力					
股东权益合计	7,178	8,221	10,263	12,433	14,940	毛利率	17.9%	18.9%	20.1%	23.8%	25.0%
负债和股东权益总计	11,666	13,137	16,705	18,878	21,919	净利率	9.4%	10.3%	9.9%	12.9%	13.6%
						ROE	14.0%	16.2%	18.3%	21.0%	20.6%
						ROIC	12.6%	14.5%	18.0%	20.3%	20.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	38.5%	37.4%	38.6%	34.1%	31.8%
净利润	960	1,232	1,828	2,509	2,976	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	166	(154)	651	767	876	流动比率	1.65	1.70	1.81	2.22	2.55
财务费用	(32)	(5)	16	(1)	(25)	速动比率	1.12	0.98	1.14	1.52	1.87
投资损失	(31)	(36)	(33)	(35)	(34)	营运能力					
营运资金变动	1,682	(971)	420	(223)	136	应收账款周转率	50.8	49.0	49.7	45.0	45.2
其它	(173)	269	21	3	5	存货周转率	3.6	4.0	4.3	3.8	3.9
经营活动现金流	2,571	335	2,903	3,021	3,933	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9
资本支出	(984)	(1,302)	(1,067)	(825)	(825)	每股指标(元)					
长期投资	(2)	(2)	(1)	0	0	每股收益	0.72	0.93	1.25	1.73	2.02
其他	(1,022)	575	(637)	370	(133)	每股经营现金流	1.93	0.25	2.18	2.27	2.95
投资活动现金流	(2,008)	(729)	(1,704)	(455)	(958)	每股净资产	5.35	6.10	7.51	8.98	10.64
债权融资	(5)	529	8	1	(0)	估值比率					
股权融资	(227)	(99)	478	0	0	市盈率	23.0	17.9	13.3	9.6	8.2
其他	(140)	(373)	(179)	(390)	(418)	市净率	3.1	2.7	2.2	1.9	1.6
筹资活动现金流	(371)	56	308	(389)	(419)	EV/EBITDA	15.2	14.8	6.9	5.2	4.5
汇率变动影响	(3)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.4	13.3	8.9	6.5	5.5
现金净增加额	188	(338)	1,507	2,176	2,556						

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