

磷矿资源优势突出，一体化布局新能源材料谋增量

2023 年 07 月 10 日

► **事件：**23 年 Q2 以来化肥价格呈现不同程度的回落，根据百川盈孚数据，截至 6 月 30 日，尿素、一铵、二铵、硫酸钾、复合肥均价分别为 2146、2438、3321、3171、2537 元/吨，较年初分别下跌 20%、30%、12%、17%、21%。

► **公司是一体化磷肥龙头之一，资源配套丰富。**根据 2022 年报披露，公司化肥总产能约 887 万吨/年，其中磷肥产能为 555 万吨/年、复合（混）肥产能 132 万吨/年、尿素产能 200 万吨/年，是国内产能最大的磷肥生产企业之一。公司上游磷矿资源配套丰富，拥有原矿生产能力 1450 万吨，擦洗选矿生产能力 618 万吨，浮选生产能力 750 万吨，是我国最大的磷矿采选企业之一。受益于肥料和磷化工行业景气度提升，2022 年公司实现营业总收入 753.13 亿元，同比 +19.07%，归母净利润 60.21 亿元，同比 +65.33%。

► **化肥价格均有不同程度回落，下游采购需求呈现分化。**23 年 Q2 以来化肥价格呈现不同程度的回落，根据百川盈孚数据，截至 6 月 30 日，尿素、一铵、二铵、硫酸钾、复合肥均价分别为 2146、2438、3321、3171、2537 元/吨，较年初分别下跌 20%、30%、12%、17%、21%。开工率和库存上看，一铵、二铵 Q2 平均开工率为 38%、54%，较一季度分别下降 14pcts、6pcts，工厂库存有所上升；复合肥 Q2 平均开工率 38%，较一季度下降 4pcts，工厂库存较年初去化 28%，需求有所回暖；尿 Q2 平均开工率 81%，较一季度提高 4pcts，在下游补库+出口预期的改善下，下游采购需求旺盛。我们认为，化肥需求整体偏刚稳，供需格局较为稳定，随着上游磷矿、煤炭等原材料价格逐步回稳，以及新一轮印标对尿素行情的支撑，下半年中下游采购信心有望进一步提振。

► **依托磷矿石资源优势，一体化布局新能源材料。**公司业务持续向新能源及精细化工领域延伸，打造磷矿-湿法磷酸-磷酸精制-磷酸盐产业链，通过延长产业链实现成本优势。据 2022 年报，公司 50 万吨磷酸铁一期 10 万吨顺利投产，天安化工 20 万吨/年精制磷酸装置实现达标达产，三环中化 10 万吨/年电池级磷酸二氢铵配套精制磷酸顺利投产。公司积极布局氟化工，2022 年子公司 1500 吨/年医药中间体含氟硝基苯项目、10000 吨/年氟硅酸镁项目正常生产、氟化铵/氟化氢铵项目投料试车，新建氟化工装置产能逐渐释放。随着新能源材料和精细化工项目投产，公司成长空间有望进一步扩大。

► **投资建议：**农化行业景气周期下，公司依托一体化优势盈利能力提升，未来聚甲醛板块需求持续向好，叠加磷酸铁等新能源材料项目建成落地有望贡献新盈利增长点，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 54.60、61.35、66.98 亿元，7 月 10 日收盘价对应 PE 为 6、5、5 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原料及产品价格大幅波动的风险；产品需求不及预期；新产能建设进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	75313	75482	78749	82258
增长率（%）	19.1	0.2	4.3	4.5
归属母公司股东净利润（百万元）	6021	5460	6135	6698
增长率（%）	65.3	-9.3	12.4	9.2
每股收益（元）	3.28	2.98	3.34	3.65
PE	5	6	5	5
PB	2.0	1.6	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.45 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李家豪

执业证书：S0100122060011

电话：15919000973

邮箱：lijiahao@mszq.com

相关研究

1.把握确定性，拥抱新技术——化工行业

2022 年度中期投资策略-2022/07/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	75313	75482	78749	82258
营业成本	63100	64067	66349	68938
营业税金及附加	714	716	747	780
销售费用	757	759	792	827
管理费用	1032	1034	1079	1127
研发费用	368	275	287	299
EBIT	9312	8828	9701	10501
财务费用	1066	660	599	595
资产减值损失	-376	-981	-982	-1015
投资收益	543	545	568	593
营业利润	8560	7731	8688	9485
营业外收支	-37	0	0	0
利润总额	8523	7731	8688	9485
所得税	1478	1384	1555	1698
净利润	7046	6347	7133	7787
归属于母公司净利润	6021	5460	6135	6698
EBITDA	11586	11268	12537	13807

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7444	14269	14621	20279
应收账款及票据	2829	2892	3017	3152
预付款项	795	807	836	869
存货	7968	8501	8804	9148
其他流动资产	1714	1348	1368	1410
流动资产合计	20749	27817	28646	34856
长期股权投资	3223	3768	4336	4929
固定资产	19627	19649	20293	20841
无形资产	3870	3866	3866	3866
非流动资产合计	32473	32111	32282	32373
资产合计	53223	59928	60928	67230
短期借款	10045	10045	10045	10045
应付账款及票据	4029	4091	4236	4402
其他流动负债	9376	10432	5816	6035
流动负债合计	23450	24568	20097	20481
长期借款	8321	9312	9312	9312
其他长期负债	2039	2100	2100	2100
非流动负债合计	10360	11412	11412	11412
负债合计	33810	35980	31510	31893
股本	1835	1834	1834	1834
少数股东权益	3048	3936	4933	6022
股东权益合计	19413	23949	29418	35336
负债和股东权益合计	53223	59928	60928	67230

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.07	0.22	4.33	4.46
EBIT 增长率	59.51	-5.20	9.89	8.24
净利润增长率	65.33	-9.33	12.37	9.18
盈利能力 (%)				
毛利率	16.22	15.12	15.75	16.19
净利率	8.00	7.23	7.79	8.14
总资产收益率 ROA	11.31	9.11	10.07	9.96
净资产收益率 ROE	36.79	27.28	25.06	22.85
偿债能力				
流动比率	0.88	1.13	1.43	1.70
速动比率	0.49	0.74	0.92	1.19
现金比率	0.32	0.58	0.73	0.99
资产负债率 (%)	63.53	60.04	51.72	47.44
经营效率				
应收账款周转天数	8.88	7.20	7.20	7.20
存货周转天数	46.09	48.43	48.43	48.43
总资产周转率	1.42	1.33	1.30	1.28
每股指标 (元)				
每股收益	3.28	2.98	3.34	3.65
每股净资产	8.92	10.91	13.35	15.98
每股经营现金流	5.75	5.37	6.00	6.61
每股股利	1.00	0.91	1.02	1.11
估值分析				
PE	5	6	5	5
PB	2.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.11	4.23	3.80	3.45
股息收益率 (%)	5.73	5.20	5.84	6.37

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7046	6347	7133	7787
折旧和摊销	2273	2440	2836	3306
营运资金变动	-39	-42	-156	-169
经营活动现金流	10551	9843	10997	12116
资本开支	-3979	-2345	-3330	-3727
投资	-51	-13	0	0
投资活动现金流	-3880	-2194	-3311	-3727
股权募资	0	-1	0	0
债务募资	-5341	1763	-4810	0
筹资活动现金流	-8377	-824	-7334	-2731
现金净流量	-1653	6825	352	5658

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026