

季度业绩承压，资源端扩张及新材料项目提供成长空间

核心观点

- **三季度同环比显著下滑，低于市场预期。**公司前期发布 2023 年三季报，Q3 实现营业收入 13.17 亿元，同比+110.58%，环比+57.81%，实现归母净利润-0.23 亿元，同比-286.07%，环比-142.21%。公司 23Q3 收入受益于行业触底回暖，但毛利率和净利率同环比大幅下滑，结合公司 23Q3 存货相对于中报减少 3 亿以上，我们判断 23Q3 利润率下滑主要是存在前期高价原材料去化的过程，23Q3 产品价格的底部回暖难以覆盖原材料成本的上行。
- **磷肥景气复苏，资源端价格坚挺。**当前化肥进入冬储旺季，磷酸一铵价格持续上行，根据百川盈孚数据，目前价格为 3442 元/吨，相对于今年 7 月初最低点上涨 42.3%，相对 23Q3 均价上涨 23.9%。化肥季节性冬储需求启动，需求侧带来强支撑；供给侧化肥新增产能压力相对有限，四季度能源需求旺季也带来成本支撑，化肥环节易涨难跌。产业链上游磷矿资源溢价能力突出，化肥价格坚挺支撑磷矿上行动力，且短中期磷矿难有较大新增产能，其景气持续性存在较大预期差。公司路发子公司现有明泥湾磷矿 80 万吨年产能，新规划的年产能 300 万吨永温磷矿设计方案已上报国家矿山安全监察局，目前尚在审批过程中，永温磷矿综合品位均达 30% 以上，未来若落地将打开公司稀缺资源端成长空间。
- **拟投资氟磷新材料矿化一体化项目。**公司近期拟与开阳县人民政府拟签订投资协议书及补充协议，拟在贵州省开阳县投资建设磷氟新材料矿化一体化产业园项目，总体规划投资约 45 亿，建设内容包括 300 万吨永温绿色矿山建设和明泥湾矿建设、30 万吨湿法磷酸、20 万吨净化磷酸及 10 万吨磷系新能源材料、2 万吨氟系新材料、20 万吨新型高效肥、90 万吨磷石膏充填及其配套项目。其中一期项目总投资约 17.3 亿，包括 15 万吨湿法磷酸、10 万吨净化磷酸、1 万吨氟盐及配套工程、明泥湾矿建设（包含选矿）。

盈利预测与投资建议

- 今年公司复合肥和磷酸一铵业务盈利承压，且 Q3 公司产品价格虽底部回暖，但难以覆盖原材料成本的上行，故下调盈利预测。预测公司 23-25 年归母净利润分别为 2.21/3.45/3.94 亿元（23-24 年原预 6.41/7.19 亿元），参考历史估值平均 16 倍 pe，给予公司 24 年 16 倍 pe，目标价 6.40 元/股，维持买入评级。

风险提示：磷肥景气复苏不及预期，原材料价格波动风险，项目建设及投产进度不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,990	4,884	4,331	4,702	4,799
同比增长(%)	5.2%	22.4%	-11.3%	8.6%	2.1%
营业利润(百万元)	541	639	268	416	476
同比增长(%)	46.7%	18.1%	-58.1%	55.4%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	457	531	221	345	394
同比增长(%)	54.9%	16.2%	-58.3%	55.7%	14.4%
每股收益(元)	0.53	0.62	0.26	0.40	0.46
毛利率(%)	27.9%	21.9%	16.9%	19.4%	20.6%
净利率(%)	11.4%	10.9%	5.1%	7.3%	8.2%
净资产收益率(%)	10.0%	10.2%	4.1%	6.3%	6.9%
市盈率	11.0	9.5	22.8	14.6	12.8
市净率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年12月11日）	6元
目标价格	6.40元
52周最高价/最低价	8.42/5.7元
总股本/流通A股（万股）	85,356/85,356
A股市值（百万元）	5,121
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2023年12月12日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.84	-2.12	-11.37	-26.61
相对表现%	2.02	2.54	-2.13	-12.13
沪深300%	-1.18	-4.66	-9.24	-14.48



证券分析师

万里扬	021-63325888*2504 wanliyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

联系人

李跃	liyue@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

化肥季节性需求偏弱，看好磷肥支撑反弹 2022-12-12

根据公司中报披露，今年公司开工率有所降低，故适当下调公司化肥产品销量预测。产品价格方面，复合肥价格从今年Q1末开始下滑，7月价格触底，后因冬储季节性需求带来价格回升，全年价格预计低于前期预测，而磷酸一铵的成本端支撑较强，目前已回升至年初水平，故分别适当调整价格预测。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

关键参数	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
核心假设					
三元复合肥销量（万吨）	89	96	77	84	84
变动幅度			-13.7%	-12.5%	
磷酸一铵销量（万吨）	65	63	64	65	65
变动幅度			-2%	2%	
三元复合肥价格（元/吨）	2800	2800	2700	2800	2800
变动幅度			-3.6%	0.0%	
磷酸一铵价格（元/吨）	2500	2500	3100	3200	3300
变动幅度			24.0%	28.0%	
硫铁矿价格（元/吨）	400	400	482	482	482
变动幅度			21%	21%	
磷矿石价格（元/吨）	900	900	989	989	989
变动幅度			10%	10%	
氯化钾价格（元/吨）	3400	3400	2935	2935	2935
变动幅度			-14%	-14%	
合成氨价格（元/吨）	3500	3501	3500	3500	3500
变动幅度			0%	0%	
硫酸价格（元/吨）	250	250	193	193	193
变动幅度			-23%	-23%	
尿素价格（元/吨）	2200	2200	2450	2450	2450
变动幅度			11%	11%	
销售费用率	2.24%	2.10%	1.86%	1.73%	1.71%
变动幅度			-0.38%	-0.37%	
管理费用率	5.23%	5.07%	5.97%	5.81%	6.03%
变动幅度			0.75%	0.74%	
研发费用率	2.62%	2.62%	1.98%	1.98%	1.98%
变动幅度			-0.64%	-0.64%	
财务费用率	0.35%	0.20%	0.07%	0.02%	-0.05%
变动幅度			-0.28%	-0.18%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：主营业务盈利预测（百万元）

主营业务	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
三元复合肥					

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

销售收入	2,291	2,467	1,907	2,158	2,158
变动幅度			-16.7%	-12.5%	
毛利率	25.27%	25.23%	17.71%	20.58%	20.56%
变动幅度			-7.6%	-4.7%	
磷酸一铵					
销售收入	1,495	1,455	1,809	1,895	1,955
变动幅度			21.0%	30.2%	
毛利率	28.46%	28.29%	9.3%	11.8%	14.4%
变动幅度			-19.2%	-16.5%	
矿产品					
销售收入			345	379	417
变动幅度					
毛利率			50.0%	50.0%	50.0%
变动幅度					
其他业务					
销售收入	736	957	270	270	270
变动幅度			-63.4%	-71.8%	
毛利率	35.00%	35.00%	20.00%	20.00%	20.00%
变动幅度			-15.0%	-15.0%	
销售收入合计	4,522	4,880	4,331	4,702	4,799
变动幅度			-4.2%	-3.6%	
综合毛利率	27.91%	28.06%	16.90%	19.37%	20.57%
变动幅度			-11.0%	-8.7%	

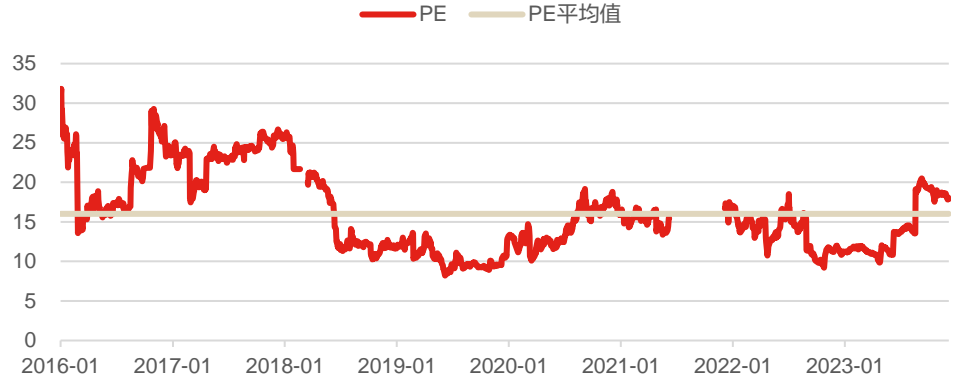
数据来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表（百万元）

财务指标	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,522	4,880	4,331	4,702	4,799
变动幅度			-4.2%	-3.6%	
营业利润	761	853	268	416	476
变动幅度			-64.8%	-51.2%	
归属母公司净利润	641	719	221	345	394
变动幅度			-65.5%	-52.0%	
每股收益（元）	0.75	0.84	0.26	0.40	0.46
变动幅度			-65.5%	-52.0%	
毛利率(%)	27.9%	28.1%	16.9%	19.4%	20.6%
变动幅度			-11.0%	-8.7%	
净利率(%)	14.2%	14.7%	5.1%	7.3%	8.2%
变动幅度			-9.1%	-7.4%	

数据来源：东方证券研究所

图 1：公司 Forward PE



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

磷肥景气复苏不及预期，原材料价格波动风险，项目建设及投产进度不及预期。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	786	1,022	969	1,269	1,621	营业收入	3,990	4,884	4,331	4,702	4,799
应收票据、账款及款项融资	107	171	154	167	170	营业成本	2,875	3,815	3,599	3,791	3,812
预付账款	157	188	168	183	187	营业税金及附加	69	75	71	74	77
存货	1,369	815	1,241	1,308	1,315	销售费用	96	87	80	81	82
其他	866	818	1,047	1,054	1,056	管理费用及研发费用	315	349	344	366	385
流动资产合计	3,286	3,013	3,580	3,980	4,348	财务费用	31	(41)	3	1	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	45	9	(4)	2	0
固定资产	1,690	1,705	1,640	1,498	1,379	公允价值变动收益	2	6	3	3	3
在建工程	266	104	73	198	292	投资净收益	(47)	17	8	8	8
无形资产	1,240	1,223	1,194	1,164	1,134	其他	28	27	20	20	20
其他	1,011	898	547	500	454	营业利润	541	639	268	416	476
非流动资产合计	4,206	3,930	3,454	3,361	3,259	营业外收入	3	2	0	0	0
资产总计	7,492	6,943	7,034	7,341	7,607	营业外支出	6	3	2	2	2
短期借款	392	100	100	100	100	利润总额	538	638	266	415	474
应付票据及应付账款	608	474	499	525	528	所得税	79	108	45	70	80
其他	891	677	739	763	770	净利润	458	531	221	345	394
流动负债合计	1,891	1,251	1,337	1,389	1,398	少数股东损益	2	0	0	0	0
长期借款	250	50	50	50	50	归属于母公司净利润	457	531	221	345	394
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.53	0.62	0.26	0.40	0.46
其他	312	297	301	301	301						
非流动负债合计	562	347	351	351	351						
负债合计	2,453	1,597	1,689	1,740	1,749						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
实收资本(或股本)	854	854	854	854	854						
资本公积	2,077	2,077	2,077	2,077	2,077	成长能力					
留存收益	2,106	2,415	2,414	2,671	2,927	营业收入	5.2%	22.4%	-11.3%	8.6%	2.1%
其他	2	1	0	0	0	营业利润	46.7%	18.1%	-58.1%	55.4%	14.4%
股东权益合计	5,038	5,346	5,345	5,601	5,857	归属于母公司净利润	54.9%	16.2%	-58.3%	55.7%	14.4%
负债和股东权益总计	7,492	6,943	7,034	7,341	7,607	获利能力					
						毛利率	27.9%	21.9%	16.9%	19.4%	20.6%
						净利率	11.4%	10.9%	5.1%	7.3%	8.2%
						ROE	10.0%	10.2%	4.1%	6.3%	6.9%
						ROIC	8.8%	8.7%	4.0%	6.0%	6.5%
						偿债能力					
						资产负债率	32.7%	23.0%	24.0%	23.7%	23.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.74	2.41	2.68	2.87	3.11
						速动比率	1.01	1.76	1.75	1.92	2.17
						营运能力					
						应收账款周转率	50.8	78.7	67.9	73.7	71.5
						存货周转率	3.1	3.5	3.5	3.0	2.9
						总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.53	0.62	0.26	0.40	0.46
						每股经营现金流	0.03	1.17	0.61	0.67	0.78
						每股净资产	5.90	6.26	6.26	6.56	6.86
						估值比率					
						市盈率	11.0	9.5	22.8	14.6	12.8
						市净率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
						EV/EBITDA	4.7	4.9	7.6	5.9	5.4
						EV/EBIT	7.2	6.9	15.3	9.9	8.7

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	458	531	221	345	394
折旧摊销	309	251	274	285	294
财务费用	31	(41)	3	1	(2)
投资损失	47	(17)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	96	92	(274)	(52)	(7)
其它	(919)	182	301	(1)	(2)
经营活动现金流	22	998	517	570	669
资本支出	(1,660)	24	(102)	(192)	(192)
长期投资	526	0	0	0	0
其他	1,297	(69)	(253)	10	10
投资活动现金流	163	(45)	(355)	(181)	(181)
债权融资	(238)	(216)	10	0	0
股权融资	839	0	0	0	0
其他	(465)	(537)	(225)	(89)	(136)
筹资活动现金流	136	(753)	(215)	(89)	(136)
汇率变动影响	(6)	39	-0	-0	-0
现金净增加额	314	239	(53)	299	352

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。