

➤ **事件。**1月3日，工信部、国家发改委等八部门联合发布了《推进磷资源高效高值利用实施方案》（以下简称《实施方案》），对磷矿资源保护性开采、磷化工产业创新发展的系统谋划和顶层设计，提出优化产业结构加速落后产能出清，鼓励磷化工龙头企业做大做强。

➤ **磷矿价格高位运行，对磷化工产品价格形成支撑。**据百川盈孚数据，截至2023年12月31日，磷矿石价格为1007元/吨，分别较10月底/11月底+3.6%/+1.5%；工业级磷酸一铵价格5400元/吨，分别较10月底/11月底+0.9%/-1.8%；净化磷酸价格5950元/吨，分别较10月底/11月底-8.5%/-8.2%；磷酸二氢钙价格3347元/吨，分别较10月底/11月底+1.6%/持平。磷矿石价格持续回升，磷化工产品价格维持高位震荡，公司磷化工产业链一体布局有望受益。

➤ **磷矿石资源储备丰富，积极完善矿化一体化布局。**公司控股子公司福麟矿业持有小坝磷矿采矿权、新桥磷矿山采矿权、鸡公岭磷矿采矿权三个采矿权。2022年公司实现磷矿石开采总量251.20万吨，主要为公司自用保障磷化工产品生产，外销磷矿石66.58万吨，在建鸡公岭磷矿250万吨/年及参股的老虎洞磷矿500万吨/年磷矿石产能。公司磷矿石资源储备丰富，为未来长期发展奠定坚实的竞争优势。同时，公司积极推进3万吨/年氟化氢项目、150万吨/年中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套技改项目、新型矿化一体磷资源精深加工项目、瓮安县“矿化一体”新能源材料循环产业项目等的建设，完善产业链式布局和资源利用能力，增强公司综合竞争力。

➤ **自主开发低碳生产工艺，磷石膏处理能力达国际领先。**公司自主开发的半水湿法磷酸生产工艺技术，相比二水磷酸技术具有明显的成本优势，主要表现为：

(1) 硫酸消耗比二水法低2%左右；(2) 比二水法节约了磷酸贮槽和浓缩工程设备投入；(3) 磷石膏结晶水含量较低，仅5%-6%，通过与公司矿井填充技术结合可实现一定程度的有效利用；(4) 磷酸杂质含量比二水法低，易于提纯和净化。此外，公司与北京科技大学共同开发的“半水磷石膏改性胶凝材料及充填技术”，大幅度提高矿山回采率和磷石膏大量化利用，降本增效效果显著，经中国石油和化学工业联合会鉴定达到国际领先水平。

➤ **投资建议：**公司产品受益于磷化工景气周期，磷矿石资源储备丰厚，矿化一体项目持续推进，看好公司长期发展。基于产品价格变化，我们调整了公司23年、24年的盈利预测，并新增25年盈利预测，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.25、9.52、11.79亿元，1月3日收盘价对应PE为14、10、8倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料和主要产品价格大幅波动、项目投产进度不及预期、下游需求不及预期等风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,447	4,073	4,801	5,551
增长率 (%)	36.3	18.2	17.9	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	758	725	952	1,179
增长率 (%)	106.0	-4.3	31.3	23.8
每股收益 (元)	1.51	1.45	1.90	2.35
PE	13	14	10	8
PB	2.3	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年1月3日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
19.75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. 化工行业 2023 年度投资策略：守得云开见月明，百花齐放总是春-2023/1/4

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	3,447	4,073	4,801	5,551
营业成本	1,898	2,623	2,975	3,365
营业税金及附加	91	102	120	139
销售费用	58	65	77	89
管理费用	223	244	288	333
研发费用	110	90	106	122
EBIT	1,078	959	1,252	1,523
财务费用	82	84	103	99
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-33	4	5	6
营业利润	969	879	1,154	1,430
营业外收支	-25	0	0	0
利润总额	945	879	1,154	1,430
所得税	156	124	163	202
净利润	789	755	991	1,227
归属于母公司净利润	758	725	952	1,179
EBITDA	1,289	1,305	1,663	1,958

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,521	764	1,092	1,515
应收账款及票据	415	607	720	833
预付款项	66	91	103	117
存货	792	719	815	922
其他流动资产	226	268	282	297
流动资产合计	3,020	2,448	3,013	3,684
长期股权投资	1,319	1,323	1,328	1,333
固定资产	2,847	3,126	3,492	3,852
无形资产	1,398	1,398	1,398	1,398
非流动资产合计	7,119	8,378	8,619	8,900
资产合计	10,138	10,827	11,632	12,583
短期借款	710	710	710	710
应付账款及票据	744	719	815	922
其他流动负债	1,024	869	923	982
流动负债合计	2,478	2,298	2,447	2,613
长期借款	1,536	1,983	1,983	1,983
其他长期负债	1,163	1,159	1,159	1,159
非流动负债合计	2,699	3,142	3,142	3,142
负债合计	5,177	5,440	5,589	5,755
股本	502	502	502	502
少数股东权益	583	613	651	699
股东权益合计	4,962	5,387	6,042	6,828
负债和股东权益合计	10,138	10,827	11,632	12,583

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	36.26	18.16	17.87	15.61
EBIT 增长率	128.66	-11.09	30.60	21.60
净利润增长率	106.05	-4.30	31.33	23.83
盈利能力 (%)				
毛利率	44.93	35.60	38.04	39.39
净利润率	21.98	17.80	19.84	21.25
总资产收益率 ROA	7.47	6.70	8.19	9.37
净资产收益率 ROE	17.31	15.19	17.67	19.24
偿债能力				
流动比率	1.22	1.07	1.23	1.41
速动比率	0.81	0.63	0.78	0.94
现金比率	0.61	0.33	0.45	0.58
资产负债率 (%)	51.06	50.24	48.05	45.74
经营效率				
应收账款周转天数	21.89	25.00	25.00	25.00
存货周转天数	152.32	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.40	0.39	0.43	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	1.51	1.45	1.90	2.35
每股净资产	8.73	9.51	10.74	12.21
每股经营现金流	1.08	1.59	2.83	3.36
每股股利	0.70	0.67	0.88	1.09
估值分析				
PE	13	14	10	8
PB	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.78	9.66	7.58	6.44
股息收益率 (%)	3.54	3.39	4.46	5.52

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	789	755	991	1,227
折旧和摊销	211	346	410	435
营运资金变动	-596	-410	-90	-85
经营活动现金流	544	797	1,422	1,687
资本开支	-1,803	-1,506	-641	-705
投资	95	0	0	0
投资活动现金流	-1,690	-1,593	-641	-705
股权募资	364	-1	0	0
债务募资	1,273	478	0	0
筹资活动现金流	1,421	39	-453	-558
现金净流量	287	-757	328	423

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。	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