

磷化工盈利回稳，新材料项目持续推进

2024 年 01 月 04 日

➤ **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。

➤ **磷化工产品行情回稳，磷矿石维持高景气。**23 年 Q4 以来，磷肥冬储等需求陆续启动，磷化工行业景气度维持，磷矿石价格仍高位震荡。根据百川盈孚数据，截至 2023 年 12 月 31 日，磷矿石价格为 1007 元/吨，较 9 月底+5.4%；黄磷价格 22464 元/吨，较 9 月底-9.7%；草甘膦价格 25805 万吨，较 9 月底-11.9%；磷酸一铵价格 3330 元/吨，较 9 月底+8.8%，磷酸二铵价格 3682 元/吨，较 9 月底+1.2%。根据 2023 年中报披露，公司具有 585 万吨磷矿石产能，有望受益于磷化工产业链一体化。

➤ **多个项目有序推进，向新材料新能源材料迈进。**截至 2023 年中报，公司拥有磷矿石产能 585 万吨/年，精细磷酸盐产能超过 20 万吨，草甘膦原药产能 23 万吨，制剂产能 7.5 万吨，有机硅单体产能 36 万吨，并形成下游 15 万吨硅橡胶、5.6 万吨硅油以及 2500 吨酸性交联剂产能，磷酸一铵产能 20 万吨、磷酸二铵产能 80 万吨、精制净化磷酸产能 10 万吨、湿电子化学品产能 18.3 万吨等。公司多个重点在建项目稳步推进：在建 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气等项目（湖北）和 4 万吨/年超高纯电子化学品（上海），在建 8 万吨特种硅橡胶、2200 吨有机硅微胶囊、5000 立方米气凝胶等硅基新材料项目，参股公司湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂一期项目、10 万吨/年电池级磷酸二氢锂项目有望陆续建成投产。未来随着公司多个重点项目陆续落地，新材料、新能源业务收入占比有望提升，进一步增强公司抗周期波动风险的能力。

➤ **磷资源优势显著，为公司长期发展奠定基础。**公司磷矿资源储备丰富，截至 2023 年中报，公司拥有采矿权的磷矿石储量约 4.12 亿吨，磷矿石设计产能达 585 万吨/年，持有荆州荆化（磷矿探明储量 2.89 亿吨，目前处于探矿阶段）70%股权，持有桥沟矿业（磷矿探明储量 1.88 亿吨，目前处于探转采阶段）50%股权，通过控股子公司远安吉星持有宜安实业（磷矿探明储量 3.15 亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段）26%股权。丰富的磷矿资源为公司发展磷化工产业提供了有利条件。

➤ **投资建议：**公司是磷化工龙头企业，磷矿石资源优势突出，新材料项目持续推进，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 12.19、16.50、22.53 亿元，1 月 3 日收盘价对应 PE 分别 17、13、9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；

推荐
维持评级
当前价格：
18.95 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30,311	27,038	28,516	30,446
增长率（%）	26.8	-10.8	5.5	6.8
归属母公司股东净利润（百万元）	5,852	1,219	1,650	2,253
增长率（%）	36.7	-79.2	35.4	36.5
每股收益（元）	5.30	1.10	1.50	2.04
PE	4	17	13	9
PB	1.0	1.0	1.0	0.9

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）

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	30,311	27,038	28,516	30,446
营业成本	19,516	23,647	24,464	25,514
营业税金及附加	256	229	241	257
销售费用	341	324	342	365
管理费用	482	297	314	335
研发费用	1,232	946	998	1,066
EBIT	8,359	1,591	2,193	2,947
财务费用	314	267	334	322
资产减值损失	-220	-16	-3	-3
投资收益	316	282	298	318
营业利润	8,213	1,590	2,153	2,940
营业外收支	-342	0	0	0
利润总额	7,871	1,590	2,153	2,940
所得税	1,074	210	284	387
净利润	6,796	1,381	1,870	2,552
归属于母公司净利润	5,852	1,219	1,650	2,253
EBITDA	10,067	3,372	4,147	5,081

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,719	1,198	2,171	3,780
应收账款及票据	929	1,430	1,548	1,652
预付款项	114	473	489	510
存货	2,521	3,039	3,157	3,293
其他流动资产	988	1,157	1,204	1,265
流动资产合计	9,272	7,298	8,569	10,500
长期股权投资	1,937	2,219	2,517	2,835
固定资产	23,341	24,030	24,692	25,345
无形资产	2,457	2,750	2,742	2,738
非流动资产合计	32,341	35,495	36,119	36,757
资产合计	41,612	42,793	44,687	47,257
短期借款	1,937	1,937	1,937	1,937
应付账款及票据	4,561	5,526	5,717	5,963
其他流动负债	4,156	3,124	3,191	3,278
流动负债合计	10,654	10,588	10,846	11,178
长期借款	5,284	6,414	6,414	6,414
其他长期负债	4,339	4,302	4,299	4,296
非流动负债合计	9,623	10,716	10,713	10,710
负债合计	20,277	21,304	21,559	21,888
股本	1,112	1,103	1,103	1,103
少数股东权益	1,036	1,198	1,417	1,716
股东权益合计	21,335	21,488	23,128	25,369
负债和股东权益合计	41,612	42,793	44,687	47,257

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	26.81	-10.80	5.47	6.77
EBIT 增长率	32.29	-80.97	37.82	34.40
净利润增长率	36.67	-79.17	35.41	36.51
盈利能力 (%)				
毛利率	35.61	12.54	14.21	16.20
净利润率	19.31	4.51	5.79	7.40
总资产收益率 ROA	14.06	2.85	3.69	4.77
净资产收益率 ROE	28.83	6.01	7.60	9.52
偿债能力				
流动比率	0.87	0.69	0.79	0.94
速动比率	0.60	0.34	0.43	0.58
现金比率	0.44	0.11	0.20	0.34
资产负债率 (%)	48.73	49.79	48.24	46.32
经营效率				
应收账款周转天数	11.18	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	47.15	47.15	47.15	47.15
总资产周转率	0.77	0.64	0.65	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	5.30	1.10	1.50	2.04
每股净资产	18.40	18.39	19.68	21.44
每股经营现金流	6.24	1.76	3.48	4.28
每股股利	1.00	0.21	0.28	0.39
估值分析				
PE	4	17	13	9
PB	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.05	9.10	7.40	6.04
股息收益率 (%)	5.28	1.10	1.49	2.03

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,796	1,381	1,870	2,552
折旧和摊销	1,708	1,781	1,955	2,134
营运资金变动	-2,511	-1,355	-59	-10
经营活动现金流	6,884	1,939	3,835	4,726
资本开支	-2,318	-4,462	-2,265	-2,436
投资	-333	0	0	0
投资活动现金流	-2,132	-4,635	-2,265	-2,436
股权募资	50	-200	0	0
债务募资	-1,022	722	0	0
筹资活动现金流	-3,080	-825	-596	-681
现金净流量	1,694	-3,521	973	1,609

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