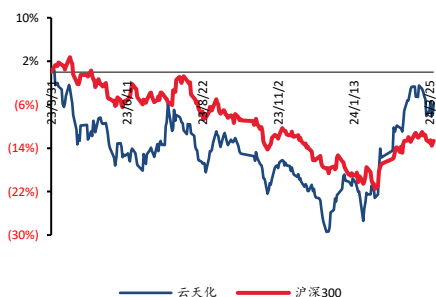


产品价格下滑导致业绩承压，看好公司远期发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	18.34/18.34
总市值/流通(亿元)	348.16/348.16
12个月内最高/最低价(元)	21.38/14.09

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522120001

研究助理：陈桢迪

E-MAIL: chenad@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124010006

事件：公司近日发布2023年年报，期内公司实现营收690.60亿元，同比下滑8.30%；归母净利润45.22亿元，同比下滑24.90%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利10元(含税)，合计现金红利总额18.23亿元(含税)，占2023年归母净利润的40.31%，不送红股，不以资本公积金转增股本。

产品市场价格同比下降导致盈利下滑，磷矿石价格维持高位。2023年，公司化肥、聚甲醛、饲钙、黄磷等主要产品实现稳定盈利，受市场价格同比下降影响，导致公司盈利水平同比下降。据公司公告，2023全年磷铵/复合肥/尿素/聚甲醛/黄磷/饲钙等周期性产品市场价分别为3290/3077/2322/11652/22144/3118元/吨，同比分别-16.90%/-3.54%/-9.83%/-27.77%/-24.61%/-17.01%，产品价格下滑较多，公司业绩受到影响；但公司磷矿石资源丰富，成本优势明显，受益于磷矿石价格保持高位，公司未来利润有望维持较好水平。

资源优势、规模优势明显，已建成较为完整的产业链和一体化运营模式，持续推进转型升级。据年报数据，公司拥有丰富的磷矿和煤炭资源，现有磷矿储量近8亿吨，磷矿石采选规模1450万吨/年，擦洗选矿生产能力618万吨/年，浮选生产能力750万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一，其中2023年共生产成品矿1290万吨。公司目前拥有合成氨产能240万吨/年，合成氨自给率95%左右；公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，开采能力400万吨/年，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。化肥总产能1000万吨/年，其中尿素260万吨/年、磷肥555万吨/年、复合肥185万吨/年，是目前国内最大的化肥生产企业之一，对国家农业生产和粮食安全发挥着重要的保障作用。公司围绕“磷”、“氟”资源，持续扩展产业链优势，产业转型升级稳步推进。

持续推动公司高质量发展，重视投资者回报。公司以打造“旗舰型龙头上市公司”为目标，持续夯实国企改革各项成果，调整和优化产业结构、资本结构、产品结构、市场结构，健全和完善治理机制、用人机制、激励机制，提升管理能力、技术创新能力。公司先后入选国务院国资委“改革尖兵”、全国国有重点企业管理“标杆企业”、国企改革攻坚市场化运作示范单位、“双百企业”标杆企业。持续强化现金流管理，持续降低带息负债规模，优化长短期负债结构，降低综合资金成本，提高资产回报率。公司于2022年度股东大会上修订分红条款，规定年度分红比例将不低于当年可供分配利润的30%。据2023年报，公司拟向全体股东每10股派发现金红利10元（含税），合计拟派发现金红利为18.23亿元（含税），分红比例约为40.31%，同比增长9.85个百分点。据2023年报的经营计划，公司拟实施常态化现金分红，进一步提升投资者对公司行业“龙头”投资价值的认同。

投资建议：基于目前产品价格及未来行业及公司产能情况，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润为45.57/48.04/50.01亿元，对应EPS为2.48/2.62/2.73元，对应当前股价PE为7.64/7.25/6.96倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌、项目投产不及预期、行业产能过剩风险、下游需求不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	69,060	70,373	71,770	73,253
营业收入增长率(%)	-8.30	1.90	1.99	2.07
归母净利（百万元）	4,522	4,557	4,804	5,001
净利润增长率(%)	-24.90	0.77	5.43	4.09
摊薄每股收益（元）	2.47	2.48	2.62	2.73
市盈率（PE）	6.32	7.64	7.25	6.96

资料来源：iFind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,444	6,434	12,136	19,886	26,398
应收和预付款项	3,624	1,518	3,280	1,683	538
存货	7,968	7,545	7,920	5,211	2,682
其他流动资产	1,714	1,815	1,414	1,104	725
流动资产合计	20,749	17,311	24,750	27,885	30,343
长期股权投资	3,223	3,515	3,806	4,097	4,389
投资性房地产	197	193	193	193	193
固定资产	19,627	22,550	23,119	24,356	25,686
在建工程	2,962	1,486	1,113	796	243
无形资产开发支出	3,881	4,565	4,752	5,046	5,437
长期待摊费用	793	1,169	1,061	1,180	1,305
其他非流动资产	22,540	19,093	26,591	29,795	32,331
资产总计	53,223	52,571	60,636	65,463	69,584
短期借款	10,045	5,883	5,883	5,883	5,883
应付和预收款项	4,070	4,399	4,163	2,852	1,564
长期借款	8,321	11,180	13,807	15,735	16,688
其他负债	11,375	9,098	9,274	7,648	6,029
负债合计	33,810	30,560	33,127	32,117	30,165
股本	1,835	1,834	1,834	1,834	1,834
资本公积	7,295	7,194	7,194	7,194	7,194
留存收益	7,076	9,764	14,284	19,088	24,089
归母公司股东权益	16,365	18,742	23,263	28,067	33,068
少数股东权益	3,048	3,268	4,247	5,278	6,352
股东权益合计	19,413	22,010	27,509	33,345	39,420
负债和股东权益	53,223	52,571	60,636	65,463	69,584

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	10,551	9,437	7,156	11,366	11,444
投资性现金流	-3,880	-2,917	-3,387	-4,784	-5,054
融资性现金流	-8,377	-6,233	1,970	1,167	122
现金增加额	-1,653	250	5,702	7,750	6,512

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	75,313	69,060	70,373	71,770	73,253
营业成本	63,100	58,579	60,274	61,293	62,474
营业税金及附加	714	825	840	857	875
销售费用	757	800	815	831	848
管理费用	1,032	989	1,112	1,048	1,092
财务费用	1,066	703	552	513	396
资产减值损失	-376	-446	-153	-207	-223
投资收益	543	456	531	511	520
公允价值变动	-5	1	0	0	0
营业利润	8,560	6,825	6,851	7,186	7,513
其他非经营损益	-37	-245	-182	-155	-194
利润总额	8,523	6,579	6,669	7,031	7,319
所得税	1,478	1,086	1,134	1,195	1,244
净利润	7,046	5,493	5,535	5,836	6,075
少数股东损益	1,024	971	979	1,032	1,074
归母股东净利润	6,021	4,522	4,557	4,804	5,001

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	16.22%	15.18%	14.35%	14.60%	14.72%
销售净利率	8.00%	6.55%	6.48%	6.69%	6.83%
销售收入增长率	19.07%	-8.30%	1.90%	1.99%	2.07%
EBIT 增长率	59.51%	-22.51%	0.07%	4.48%	2.26%
净利润增长率	65.33%	-24.90%	0.77%	5.43%	4.09%
ROE	36.79%	24.13%	19.59%	17.12%	15.12%
ROA	11.31%	8.60%	7.52%	7.34%	7.19%
ROIC	18.44%	14.47%	12.03%	10.87%	9.91%
EPS (X)	3.28	2.47	2.48	2.62	2.73
PE (X)	6.42	6.32	7.64	7.25	6.96
PB (X)	2.36	1.53	1.50	1.24	1.05
PS (X)	0.51	0.41	0.49	0.49	0.48
EV/EBITDA (X)	4.62	4.20	4.39	3.62	2.99

资料来源: iFind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。