

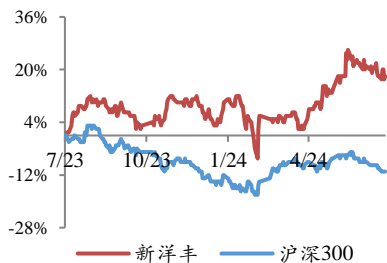
化肥价格趋于稳定，矿化一体有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-07-01

收盘价（元）	11.87
近12个月最高/最低（元）	13.18/9.20
总股本（百万股）	1,255
流通股本（百万股）	1,136
流通股比例（%）	90.51
总市值（亿元）	149
流通市值（亿元）	135

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 化肥景气短期回落，矿化一体有序推进 2023-08-18

主要观点：

● 事件描述

截至2024.6.28，磷酸一铵市场价格3308元/吨，氯基复合肥价格2449元/吨，硫基复合肥价格2873元/吨，和2024.4.30价格比分别变化+16.56%、+1.41%、+2.24%。磷酸一铵价格从底部逐步反弹，复合肥价格相对稳定。

● 外购单质肥价格趋于平稳，复合肥利润有望修复

过去三年单质肥的暴涨暴跌对复合肥的生产和销售造成了严重的负面影响。2020年至2022年上半年，全球流动性提升、地区局部冲突等多重因素叠加，单质肥价格走高，2022年下半年以后，单质肥价格在急涨之后开始迅速下跌。单质肥价格的暴涨、暴跌严重扰乱了复合肥经销商的采购节奏，行业整体库存低迷，复合肥企业经营承压。根据百川数据，截至2024.6.28，氯基复合肥价格2449元/吨，硫基复合肥价格2873元/吨，和2024.4.30价格比分别变化+1.41%、+2.24%。原材料方面，尿素市场价格2310元/吨，氯化钾价格2587元/吨，和2024.4.30价格比分别变化+5.14%、+12.14%，原材料价格波动虽然高于复合肥价格，但波动幅度逐步趋于平稳。此外，磷酸一铵市场价格3308元/吨，和2024.4.30价格比变化+16.56%。公司作为国内领先的复合肥和磷酸一铵生产企业，随着原料单质肥价格的逐步趋稳以及磷酸一铵价格的修复，下半年秋季耕种带来的下游需求回暖，化肥利润有修复趋势。

● 积极完善复合肥产业链，巩固矿化一体优势

公司持续完善复合肥上游一体化产业链，目前拥有90万吨/年的雷波矿业产能，2022年7月，控股股东依据承诺将保康竹园沟矿业有限公司100%股权注入上市公司，通过上游磷矿资源的注入进一步优化了公司的资产结构及业务结构，有效推动各方优势资源整合，加强公司产业链一体化建设，巩固产业链一体化的竞争优势，预计2025年磷矿产能将释放180万吨。此外，荆门市放马山中磷矿业有限公司的股权存在注入公司的预期。上游磷化工项目，2022年9月，公司年产30万吨合成氨技改项目正式投产。合成氨技改项目是公司抢抓新能源产业发展机遇、推动产业转型升级的支柱性项目，达产后实现了湖北三个磷肥生产基地的合成氨自供。2023年底，公司年产15万吨水溶肥和30万吨渣酸肥项目开始试生产，该项目投产后将进一步增强了公司在复合肥和新能源材料的产业链一体化优势。

● 投资建议

考虑到磷肥以及磷酸铁价格回落，预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.29、16.21、19.66亿元，（2024-2025前值分别为16.89、19.91亿元），同比增速为18.4%、13.4%、21.3%，对应PE分别

为 10、9、8 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 项目投产进度不及预期;
- (2) 原材料价格大幅波动;
- (3) 相关政策变动风险;
- (4) 国际贸易风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15100	15690	16348	17338
收入同比 (%)	-5.4%	3.9%	4.2%	6.1%
归属母公司净利润	1207	1429	1621	1966
净利润同比 (%)	-7.9%	18.4%	13.4%	21.3%
毛利率 (%)	14.9%	16.0%	16.9%	18.5%
ROE (%)	12.6%	13.5%	13.3%	13.9%
每股收益 (元)	1.00	1.14	1.29	1.57
P/E	11.39	10.42	9.19	7.57
P/B	1.49	1.40	1.22	1.05
EV/EBITDA	7.14	5.62	4.28	3.58

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6334	7233	9003	10477
现金	1178	1384	3627	4257
应收账款	206	355	222	389
其他应收款	92	95	109	108
预付账款	334	410	398	415
存货	2701	3147	2804	3464
其他流动资产	1823	1842	1843	1844
非流动资产	10551	10893	11237	11641
长期投资	10	10	10	8
固定资产	6875	7227	7493	6958
无形资产	1342	1519	1685	1825
其他非流动资产	2323	2137	2049	2851
资产总计	16885	18125	20240	22118
流动负债	5004	5202	5680	5575
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2098	1545	2274	1742
其他流动负债	2905	3658	3406	3833
非流动负债	1868	1868	1868	1868
长期借款	368	368	368	368
其他非流动负债	1500	1500	1500	1500
负债合计	6872	7071	7548	7443
少数股东权益	429	447	463	480
股本	1283	1255	1255	1255
资本公积	133	133	133	133
留存收益	8168	9220	10841	12807
归属母公司股东权益	9583	10608	12229	14195
负债和股东权益	16885	18125	20240	22118

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2131	1872	3596	2052
净利润	1202	1446	1637	1983
折旧摊销	558	866	951	960
财务费用	49	61	61	61
投资损失	-13	-22	-20	-21
营运资金变动	225	-494	950	-949
其他经营现金流	1087	1954	702	2949
投资活动现金流	-1532	-1201	-1291	-1360
资本支出	-1407	-1223	-1311	-1384
长期投资	-2	0	0	2
其他投资现金流	-123	22	20	21
筹资活动现金流	-685	-466	-61	-61
短期借款	-2	0	0	0
长期借款	168	0	0	0
普通股增加	-50	-28	0	0
资本公积增加	-28	0	0	0
其他筹资现金流	-773	-438	-61	-61
现金净增加额	-84	206	2243	630

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15100	15690	16348	17338
营业成本	12851	13178	13582	14126
营业税金及附加	64	65	67	72
销售费用	328	322	334	358
管理费用	248	261	270	287
财务费用	22	49	47	25
资产减值损失	-51	-16	-17	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	13	22	20	21
营业利润	1422	1739	1962	2374
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	1422	1739	1962	2374
所得税	220	293	325	391
净利润	1202	1446	1637	1983
少数股东损益	-4	17	16	17
归属母公司净利润	1207	1429	1621	1966
EBITDA	2030	2647	2956	3355
EPS (元)	1.00	1.14	1.29	1.57

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-5.4%	3.9%	4.2%	6.1%
营业利润	-14.6%	22.3%	12.8%	21.0%
归属于母公司净利润	-7.9%	18.4%	13.4%	21.3%
获利能力				
毛利率 (%)	14.9%	16.0%	16.9%	18.5%
净利率 (%)	8.0%	9.1%	9.9%	11.3%
ROE (%)	12.6%	13.5%	13.3%	13.9%
ROIC (%)	10.9%	11.9%	11.9%	12.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.7%	39.0%	37.3%	33.7%
净负债比率 (%)	68.6%	64.0%	59.5%	50.7%
流动比率	1.27	1.39	1.59	1.88
速动比率	0.55	0.60	0.92	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.90	0.85	0.82
应收账款周转率	58.94	55.91	56.65	56.77
应付账款周转率	6.46	7.24	7.11	7.03
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.14	1.29	1.57
每股经营现金流 (摊薄)	1.70	1.49	2.87	1.64
每股净资产	7.64	8.45	9.75	11.31
估值比率				
P/E	11.39	10.42	9.19	7.57
P/B	1.49	1.40	1.22	1.05
EV/EBITDA	7.14	5.62	4.28	3.58

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。