

行业景气回暖，复合肥有望实现量利齐升

核心观点

- 上游单质肥景气稳定，复合肥环节量利改善：**单质肥环节的景气波动对复合肥的影响在于利润和销量两个层面。其一，单质肥的涨/跌对于下游价格波动滞后的复合肥利润带来直接的减/增作用。其二，单质肥的涨/跌又会在终端农户和渠道“买涨不买跌”的心态下影响采购意愿，由于单质肥价格非常透明，例如当单质肥价格上行，下游往往会提升复合肥采购意愿。但单质肥的暴涨暴跌则会放大下游的恐惧和观望心态，从而损害复合肥的销售，同时对复合肥企业的原材料库存管理带来很大压力。单质肥价格的温和波动的预期是维护复合肥盈利和销量稳定的重要条件。单质肥已走出过去几年的暴涨暴跌，当前趋于温和区间，对复合肥环节的价差和销量修复将带来较大的推动作用，公司 24Q1 毛利率和净利率环比均已呈现改善趋势。
- 产业链持续夯实，一体化优势有望进一步提升：**化工原料配套方面，22 年 9 月，公司 30 万吨合成氨技改项目正式投产，达产后实现了湖北三个磷肥基地的合成氨自供；23 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，投产后将进一步增强公司在复合肥和新能源材料的一体化优势。磷矿资源配套方面，21 年 7 月，控股股东洋丰集团将雷波新洋丰矿业注入到公司（磷矿产能 90 万吨），同时进一步做出承诺将其持有的荆门市放马山中磷矿业的股权注入公司（磷矿产能 150 万吨在建）；22 年 7 月，控股股东依据承诺将康康竹园沟矿业有限公司 100% 股权注入上市公司（磷矿产能 180 万吨在建）；公司潜在磷矿石产能增量达到 330 万吨，如果顺利注入并投产，将进一步巩固公司一体化优势，带来较大的利润增量贡献。
- 未来分红规划明确：**公司 23 年 4 月公告了未来三年股东回报规划（23-25 年）。发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，分红率最低应达到 80%；发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，分红率最低应达到 40%；发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，分红率最低应达到 20%。公司分红规划及节奏相对明确。

盈利预测与投资建议

- 较上期预测，公司主营产品价格明显下跌，带动整体毛利率小幅下滑，我们调整预测 24-26 年公司归母净利润为 14.22、16.02、18.51 亿元（原 24-25 年预测 15.78、17.30 亿元），按照可比公司 24 年 11 倍市盈率，给予目标价 12.43 元并维持买入评级。

风险提示：产品和原材料价格波动；宏观经济下行风险；新项目进展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,958	15,100	15,478	16,668	18,072
同比增长(%)	35.2%	-5.4%	2.5%	7.7%	8.4%
营业利润(百万元)	1,666	1,422	1,681	1,906	2,218
同比增长(%)	9.8%	-14.6%	18.2%	13.4%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,309	1,207	1,422	1,602	1,851
同比增长(%)	8.4%	-7.9%	17.8%	12.7%	15.5%
每股收益(元)	1.04	0.96	1.13	1.28	1.48
毛利率(%)	14.5%	14.9%	16.1%	16.6%	17.4%
净利率(%)	8.2%	8.0%	9.2%	9.6%	10.2%
净资产收益率(%)	15.8%	13.3%	14.1%	14.3%	14.9%
市盈率	11.4	12.3	10.5	9.3	8.0
市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

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（2024年07月16日）	11.87 元
目标价格	12.43 元
52 周最高价/最低价	12.87/8.98 元
总股本/流通 A 股（万股）	125,473/114,278
A 股市值（百万元）	14,894
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 07 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.19	-1.58	8.62	11.1
相对表现%	-0.51	-0.36	8.99	21.38
沪深 300%	1.7	-1.22	-0.37	-10.28



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

相关报告

成本端压力有所缓解，一体化优势加强	2023-07-30
化肥景气延续上行，公司新能源材料布局再加码	2022-07-25

表 1：可比公司估值（截至 2024/7/16）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
川发龙蟒	7.06	0.32	0.40	0.50	21.96	17.72	14.09
兴发集团	18.42	1.66	2.05	2.35	11.06	9.00	7.84
云图控股	7.02	0.86	1.02	1.21	8.17	6.87	5.81
川恒股份	17.00	1.79	2.28	2.81	9.50	7.47	6.04
中农立华	13.69	0.95	1.17	1.45	14.34	11.73	9.45
史丹利	7.25	0.68	0.78	0.93	10.69	9.35	7.79
调整后平均					11.40	9.39	7.78

数据来源：Wind，东方证券研究所

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,680	1,178	1,549	3,279	5,251	营业收入	15,958	15,100	15,478	16,668	18,072
应收票据、账款及款项融资	394	251	257	277	300	营业成本	13,638	12,851	12,985	13,894	14,931
预付账款	417	334	342	369	400	销售费用	278	328	336	362	393
存货	3,217	2,701	2,728	2,920	3,137	管理费用	259	248	254	273	296
其他	1,509	1,871	1,887	1,894	1,903	研发费用	82	164	168	181	197
流动资产合计	7,216	6,334	6,763	8,737	10,991	财务费用	20	22	49	39	21
长期股权投资	24	10	10	10	10	资产、信用减值损失	23	64	7	8	7
固定资产	6,580	6,875	7,643	7,783	7,604	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,062	1,892	1,277	711	428	投资净收益	22	13	13	13	13
无形资产	1,355	1,342	1,313	1,284	1,255	其他	(13)	(13)	(11)	(18)	(23)
其他	601	432	893	876	876	营业利润	1,666	1,422	1,681	1,906	2,218
非流动资产合计	9,623	10,551	11,136	10,664	10,173	营业外收入	4	8	8	8	8
资产总计	16,839	16,885	17,899	19,401	21,164	营业外支出	22	8	8	8	8
短期借款	2	0	0	0	0	利润总额	1,648	1,422	1,680	1,905	2,218
应付票据及应付账款	2,447	2,212	2,235	2,391	2,570	所得税	296	220	259	294	343
其他	3,781	2,792	2,843	3,003	3,193	净利润	1,353	1,202	1,421	1,611	1,875
流动负债合计	6,230	5,004	5,078	5,395	5,763	少数股东损益	43	(4)	(1)	9	24
长期借款	200	368	368	368	368	归属于母公司净利润	1,309	1,207	1,422	1,602	1,851
应付债券	968	999	1,007	1,007	1,007	每股收益(元)	1.04	0.96	1.13	1.28	1.48
其他	426	501	426	426	426						
非流动负债合计	1,594	1,868	1,801	1,801	1,801	主要财务比率					
负债合计	7,825	6,872	6,878	7,196	7,564		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	432	429	428	437	461	成长能力					
实收资本(或股本)	1,333	1,283	1,283	1,283	1,283	营业收入	35.2%	-5.4%	2.5%	7.7%	8.4%
资本公积	(317)	133	133	133	133	营业利润	9.8%	-14.6%	18.2%	13.4%	16.4%
留存收益	7,320	7,897	8,933	10,109	11,480	归属于母公司净利润	8.4%	-7.9%	17.8%	12.7%	15.5%
其他	247	271	244	244	244	获利能力					
股东权益合计	9,015	10,013	11,021	12,206	13,600	毛利率	14.5%	14.9%	16.1%	16.6%	17.4%
负债和股东权益总计	16,839	16,885	17,899	19,401	21,164	净利率	8.2%	8.0%	9.2%	9.6%	10.2%
						ROE	15.8%	13.3%	14.1%	14.3%	14.9%
						ROIC	14.3%	11.3%	12.3%	12.7%	13.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	46.5%	40.7%	38.4%	37.1%	35.7%
净利润	1,353	1,202	1,421	1,611	1,875	净负债率	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	165	435	551	616	637	流动比率	1.16	1.27	1.33	1.62	1.91
财务费用	20	22	49	39	21	速动比率	0.64	0.72	0.79	1.08	1.36
投资损失	(22)	(13)	(13)	(13)	(13)	营运能力					
营运资金变动	1,650	(524)	14	66	79	应收账款周转率	53.0	55.8	70.2	71.9	72.2
其它	(1,063)	1,009	(576)	8	7	存货周转率	4.7	4.3	4.8	4.9	4.9
经营活动现金流	2,102	2,131	1,446	2,328	2,606	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(3,144)	(1,523)	(662)	(145)	(145)	每股指标(元)					
长期投资	(4)	14	0	0	0	每股收益	1.04	0.96	1.13	1.28	1.48
其他	(201)	(24)	13	13	13	每股经营现金流	1.58	1.66	1.13	1.81	2.03
投资活动现金流	(3,349)	(1,532)	(649)	(132)	(132)	每股净资产	6.84	7.64	8.44	9.38	10.47
债权融资	228	199	8	0	0	估值比率					
股权融资	(507)	400	0	0	0	市盈率	11.4	12.3	10.5	9.3	8.0
其他	392	(1,284)	(434)	(466)	(501)	市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
筹资活动现金流	113	(685)	(426)	(466)	(501)	EV/EBITDA	8.2	8.1	6.6	5.9	5.3
汇率变动影响	9	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.0	10.5	8.8	7.8	6.8
现金净增加额	(1,124)	(84)	371	1,730	1,973						

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。