

产业链布局优势明显，磷矿扩产业绩有望增厚

---芭田股份 (002170.SZ) 公司深度研究报告

华龙证券研究所 化工行业

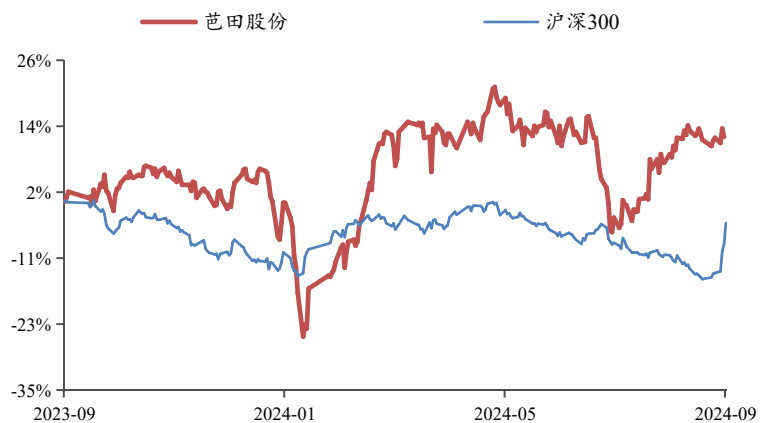
分析师：彭棋

SAC执业证书编号：S0230523080002

2024年09月26日

证券研究报告

最近一年市场走势



市场数据

(2024. 09. 25)	流通市值 (百万元)	4,163.10	
当前价格 (元)	5.86	总股本 (万股)	89,116.53
52周价格区间 (元)	3.76-6.60	流通股 (万股)	71,042.72
总市值 (百万元)	5,222.23	近一月换手 (%)	23.54

盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元) ↵	2,855	3,244	4,162	4,818	5,406
增长率 (%) ↵	14.89	13.60	28.33	15.75	12.20
归母净利润 (百万元) ↵	121	259	493	857	927
增长率 (%) ↵	50.05	114.06	90.03	73.77	8.19
ROE (%) ↵	5.54	10.67	17.67	24.08	21.09
每股收益/EPS (摊薄/元)	0.14	0.29	0.55	0.96	1.04
市盈率 (P/E) ↵	43.1	20.1	10.6	6.1	5.6
市净率 (P/B) ↵	2.4	2.2	1.9	1.5	1.2

数据来源: Wind, 华龙证券研究所↵

报告摘要

- 公司以贵州优质磷矿资源为原点，打通上下游产业链，实现干法选矿扩能改造，并发挥冷冻法硝酸磷肥工艺的技术价值，打造磷精矿、硝酸磷肥、功能钙肥、功能钙镁肥、土壤修复功能肥等健康农业用肥+磷化工的产业链优势。
- **磷矿石：**磷矿石主要用于生产磷肥、黄磷、磷酸盐等产品，其中磷肥是磷矿石最大的下游需求。我国磷肥产量保持稳定，同时磷酸铁锂电池的需求随着新能源汽车的快速发展大幅提升，带动磷矿石需求快速增长。公司小高寨磷矿建设扩张于2024年3月获得审批，建设规模自90万吨/年增至200万吨/年，公司磷矿石业务毛利率高达80%以上，磷矿石的放量有望增厚公司业绩。
- **复合肥：**我国粮食作物单位产量持续提升，有效支撑对化肥的刚性需求。芭田股份拥有以磷矿为起点的磷化工产业链，具有成本优势。截至2023年末，公司拥有复合肥产能191万吨，公司新型复合肥销售占比达60%以上，产品结构优于同行，盈利水平行业有望持续提升。
- **硝酸：**截至2023年末，公司拥有硝酸产能27万吨。公司拥有先进的干法选矿技术，采用硝酸浸取技术实现磷矿资源的高效综合利用。公司硝酸多为自用，随着公司磷矿石产能扩张，公司硝酸产量将有所提升以适应磷矿石采选的需求。
- **新能源领域：**2021年，公司从磷矿出发产业链延伸至新能源领域，截至2023年末，公司拥有5万吨/年磷酸铁产能及2500吨/年磷酸铁锂产能，有望随着新能源汽车储能行业的快速发展释放业绩。
- 我们预计2024-2026年营业收入分别为41.62亿元、48.18亿元、54.06亿元，归母净利润分别为4.93亿元、8.57亿元、9.27亿元，对应EPS分别为0.55元、0.96元、1.04元，对应PE为10.6X、6.1X、5.6X，参考2024年可比公司平均估值10倍PE，考虑到公司2025年业绩有望大幅增长，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境出现不利变化；所引用数据来源发布错误数据；公司磷矿石开采进度不及预期；市场需求不及预期；行业竞争加剧。

目录

1

产业链布局，竞争优势明显

2

磷矿石放量在即，有望增厚公司业绩

3

产业链带来成本优势，行业地位稳固

4

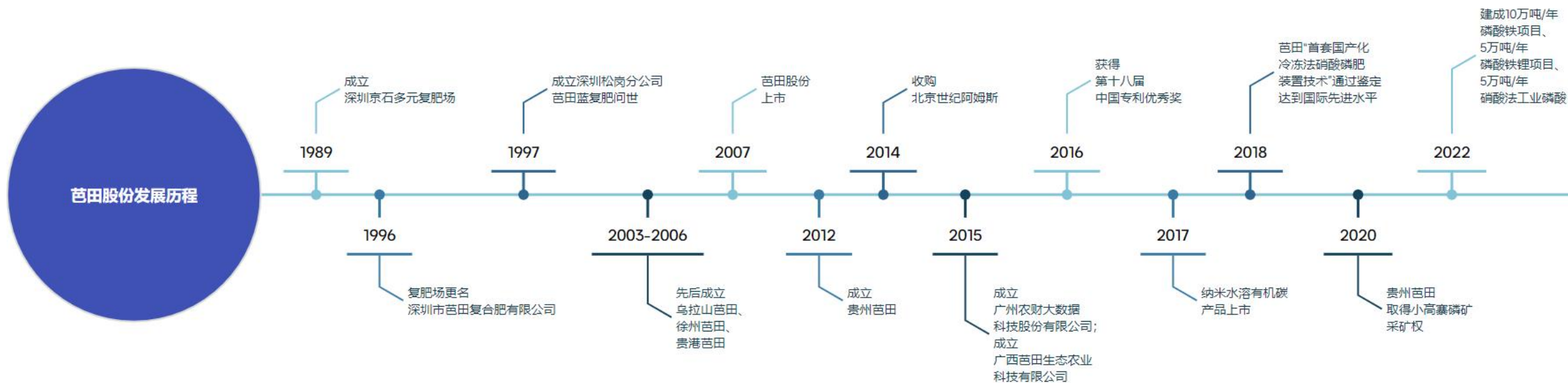
进军新能源领域，寻求发展第二主线

5

盈利预测及风险提示

- 复合肥行业首家上市公司，以科技创新驱动企业发展。芭田股份成立于1989年，2007年在深圳证券交易所上市。公司成立以来，始终坚持以科技创新驱动企业的发展拥有行业领先的高效低碳技术、灌溉肥技术、缓/控释技术、中微量元素有机整合技术等多项技术，尤其是自主开发的“高塔造粒技术”，属于国内首创，结束了我国无熔融高塔造粒生产三元复合肥的历史，让肥料复合率从2003年的30%提升到目前的50%左右。
- 积极进行产业链布局，巩固市场竞争优势。公司依托贵州优质磷矿资源，打造了磷精矿、硝酸磷肥、功能钙肥、功能钙镁肥、土壤修复功能肥等健康农业用肥+磷化工的产业链。此外，公司抓住新能源材料市场发展机遇，加快实现磷产业转型升级，优化产业结构，形成“磷矿—磷酸—磷酸铁”的完整产业链。

图1：芭田股份发展历程

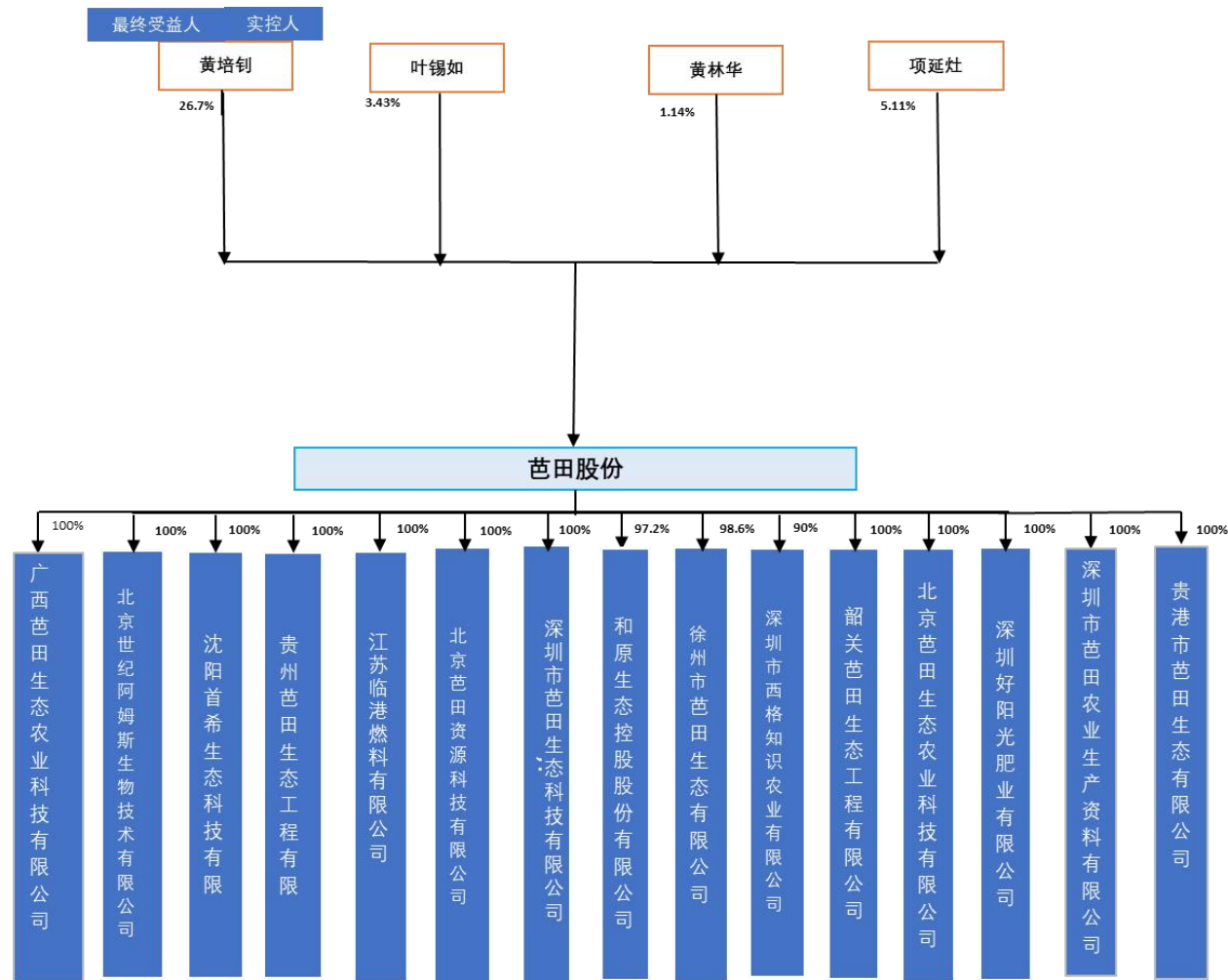


资料来源：芭田股份官网，华龙证券研究所

01 1.2 股权结构稳定，强化分红回报股东

- **股权结构稳定。**董事长黄培钊为公司的实际控制人和最终受益人，持有公司26.7%的股份。
- **制定三年股东分红回报规划，强化回报股东。**公司制定了三年（2024年—2026年）股东分红回报规划，提出将优先采用现金分红的利润分配方式，并提出了差异化现金分红方式：（1）公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；（2）公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；（3）公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。

图2：芭田股份发展历程



资料来源：Wind，华龙证券研究所

01 1.3 产业链布局完善，一体化优势明显

- **以磷矿资源为原点，打造产业链优势。**公司以贵州优质磷矿资源为原点，打通上下游产业链，实现干法选矿扩能改造，并发挥冷冻法硝酸磷肥工艺的技术价值，打造磷精矿、硝酸磷肥、功能钙肥、功能钙镁肥、土壤修复功能肥等健康农业用肥+磷化工的产业链优势。
- **产业链贯穿新能源，发展业绩增长第二曲线。**新能源项目磷酸铁完成产线建设并投产出产品，磷酸铁锂按计划正常推进，初步实现从采矿、选矿、磷酸、磷酸盐到新能源全产业链贯通，为打造磷资源高效利用及新能源双主业发展奠定技术基础。

图3：芭田股份产业链



资料来源：芭田股份官网

■ 产业链布局完善，复合肥及磷化工协同发展。公司形成

复合肥及磷化工等协同发展的产业格局，主要产品包括新型复合肥、硝酸磷肥、硝酸、磷矿石等。其中公司复合肥产品结构远优于同行业平均水平，新型复合肥销量占比达60%以上。此外，公司采用硝酸的新型磷矿酸解工艺，实现磷矿资源的综合利用。开发硝酸法磷肥、工业磷酸一铵及联产净化磷酸技术，节约硫资源，不产生磷石膏。

■ 小高寨磷矿扩产，有望带动公司业绩增长。公司小高寨

磷矿建设扩张于2024年3月获得审批，建设规模自90万吨/年增至200万吨/年，有望带动公司业绩快速增长。

表1：芭田股份主要产品产能(截至2023年末) (万吨)

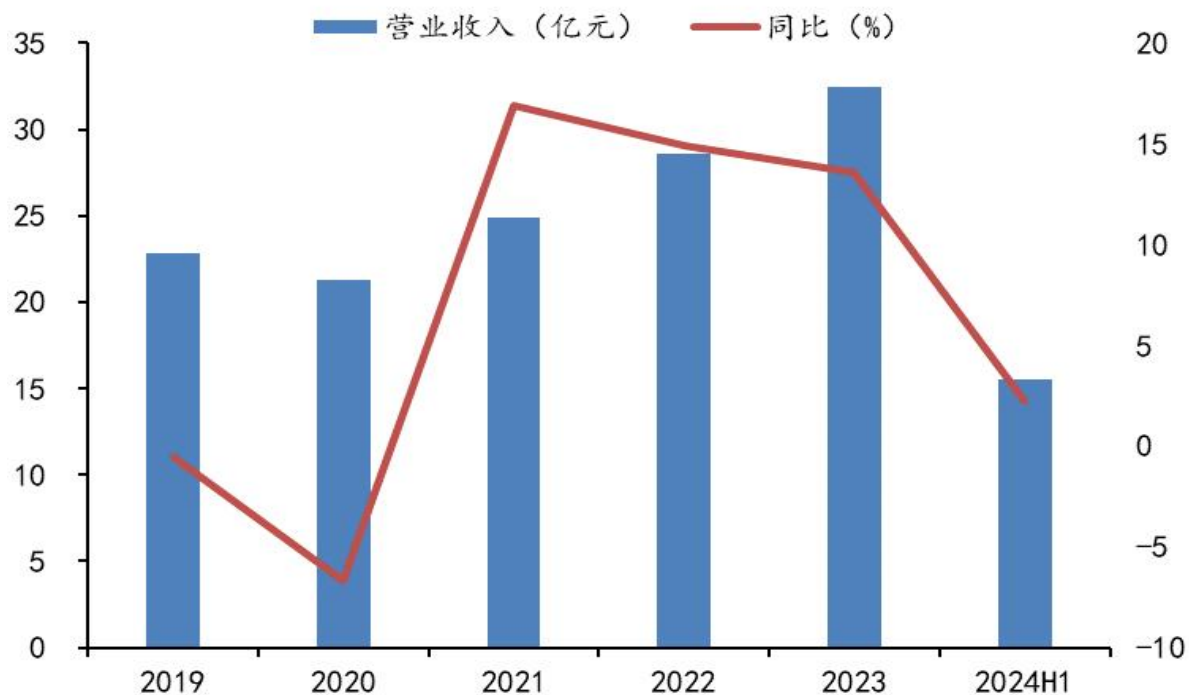
主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
复合肥	191	42.24%	暂无	暂无
硝酸磷肥	30	54.10%	暂无	暂无
硝酸氨钙	15	62.98%	暂无	暂无
硝酸100%	27	61.83%	暂无	暂无
磷精矿	105	7.22%	90	正在进行矿山建设阶段中
磷矿石	90	56.21%	90	正在进行矿山建设阶段中

资料来源：芭田股份2023年年报，华龙证券研究所

01 1.5 磷矿石放量带动公司业绩增长

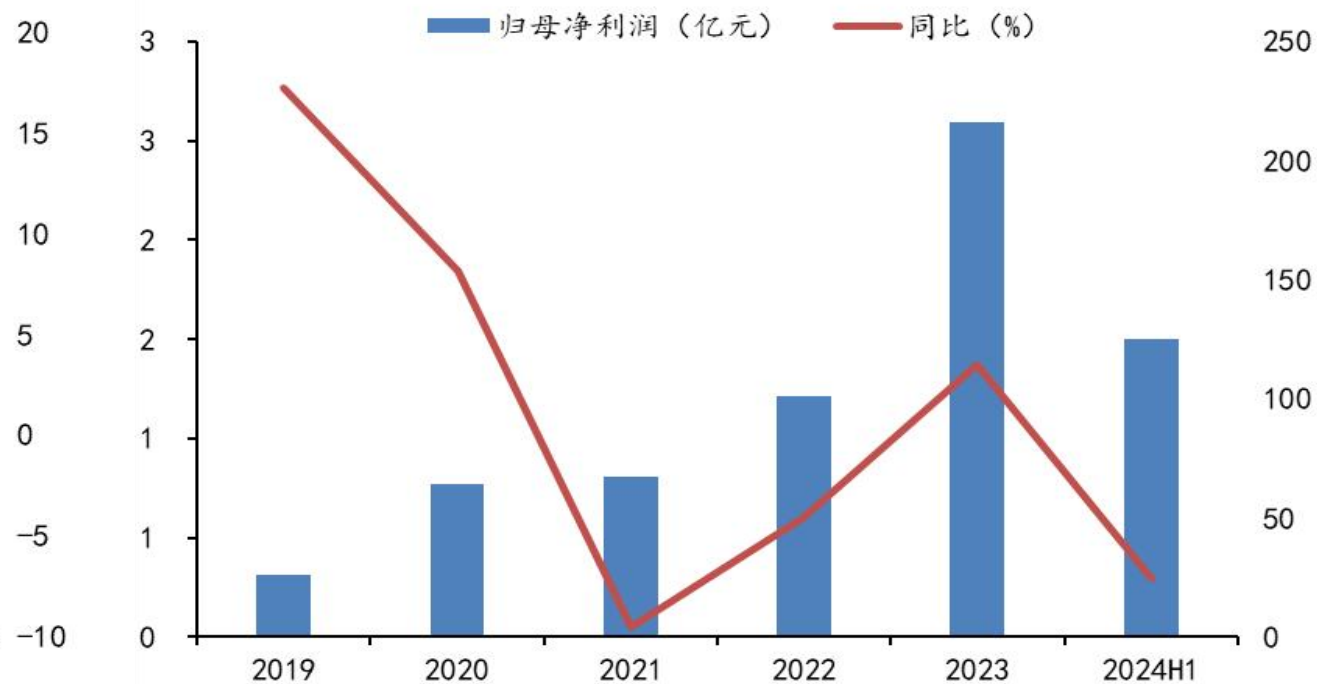
◆ 2019年以来，公司营业收入呈增长趋势，归母净利润快速增长。2023年，公司实现营业收入32.44亿元，同比增长13.6%；实现归属于上市公司股东的净利润2.59亿元，同比增长114.08%。主要原因是公司磷矿石放量贡献收入，且公司磷矿石毛利率较高，带动公司归母净利润快速增长。2024年上半年，公司实现营业收入15.51亿元，同比增长2.24%；实现归属于上市公司股东的净利润1.50亿元，同比增长24.26%。

图3：近五年公司营业收入呈增长趋势



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图4：近五年公司归母净利润快速增长



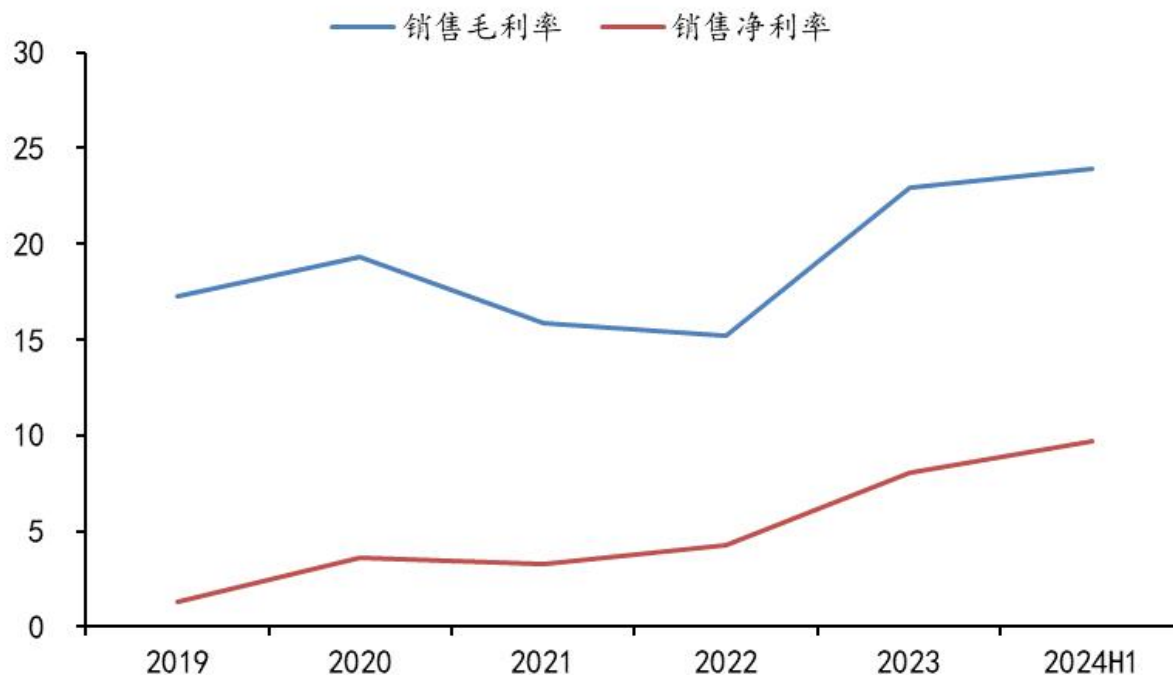
资料来源：Wind，华龙证券研究所

01 1.6 磷矿石放量带动盈利能力提升，资产负债率保持稳定

◆ 2019年以来，公司盈利能力震荡提升。2024年上半年，公司毛利率为23.92%，同比提升3.03个百分点，主要是受益于公司磷矿石放量。2024年上半年公司磷矿业务营业收入为1.80亿元，毛利率高达81.58%，同比提升21.95个百分点，主要是由于开采磷矿平均品位提升，带动公司盈利能力提升。

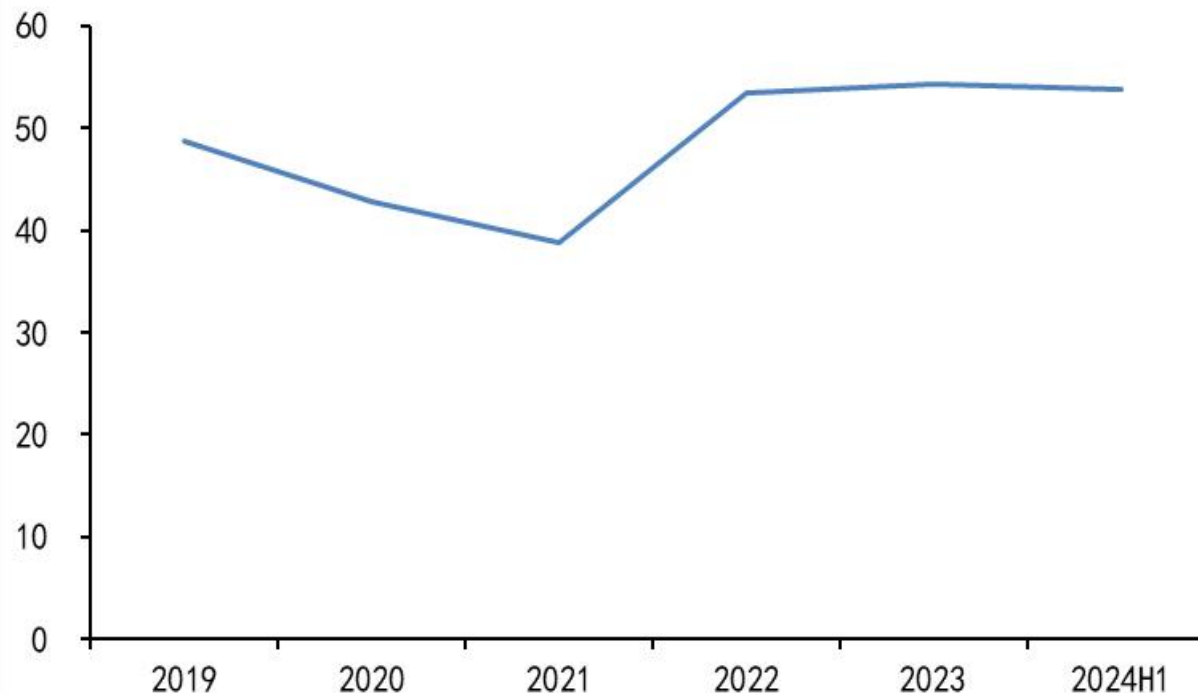
◆ 公司资产负债结构维持健康水平。2019年以来，公司资产负债率均维持在60%以下。

图5：近五年公司盈利能力持续提升（%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图6：公司资产负债率（%）

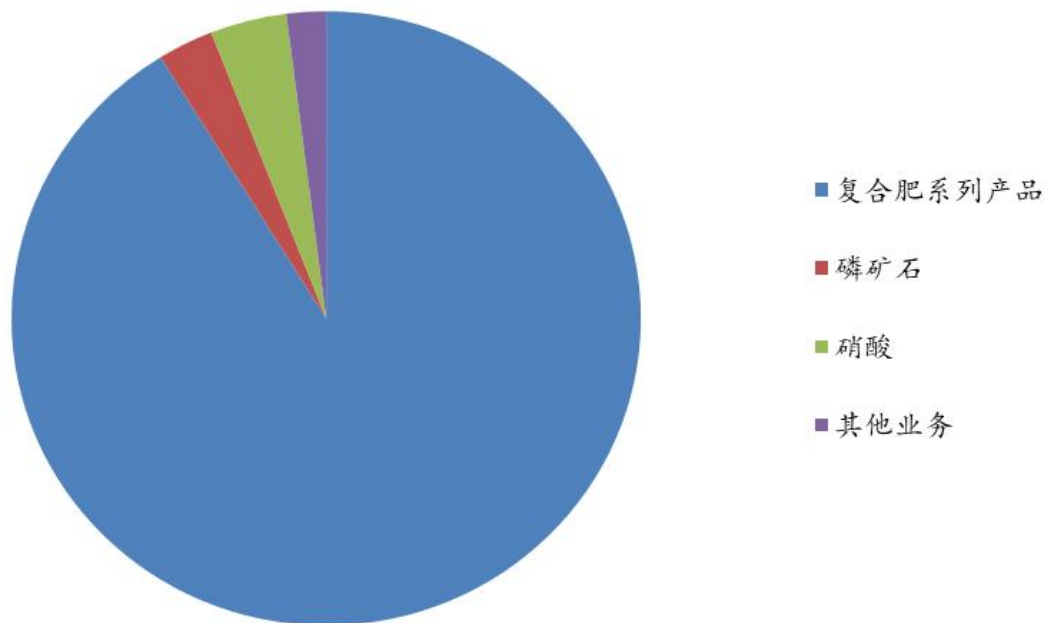


资料来源：Wind，华龙证券研究所

01 1.7 磷矿石放量，磷矿石业务收入占比快速提升

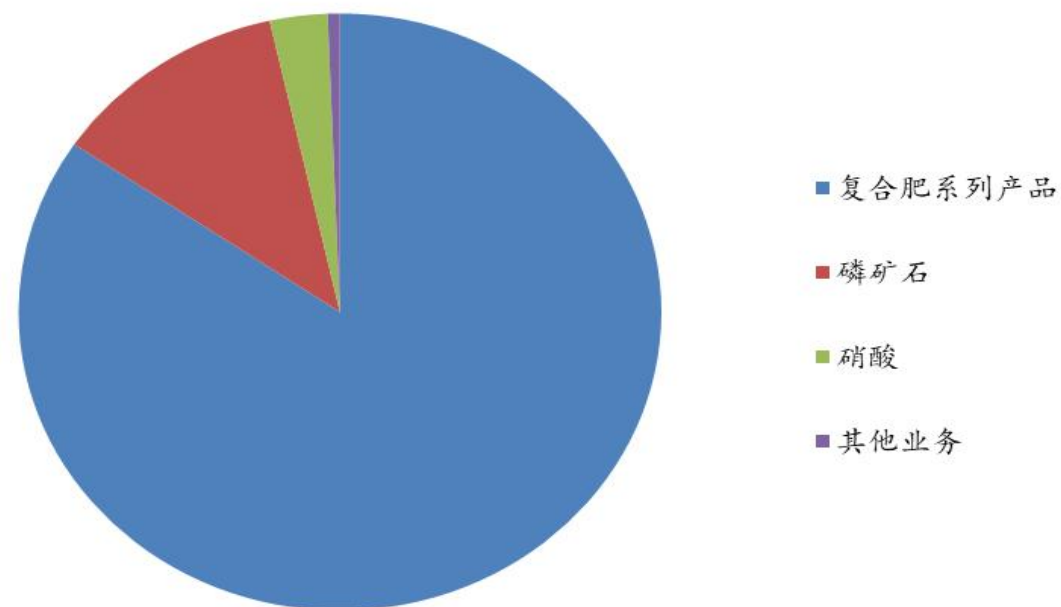
◆ 复合肥业务为公司主要收入来源，2023年磷矿石业务收入占比快速提升。2023年之前，公司主要收入来源为复合肥业务，占公司总营业收入的90%以上。2023年，公司磷矿石放量，磷矿石业务收入快速提升，自2022年的0.82亿元提升至2023年的3.89亿元，同比提升373.39%，磷矿石业务收入占比也从2022年的2.87%提升至11.99%。随着公司小高寨磷矿的建设规模增长，磷矿石业务收入有望快速增长，带动公司业绩高增。

图7：公司2022年收入结构（%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图8：公司2023年收入结构（%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

产业链布局，竞争优势明显

2

磷矿石放量在即，有望增厚公司业绩

3

产业链带来成本优势，行业地位稳固

4

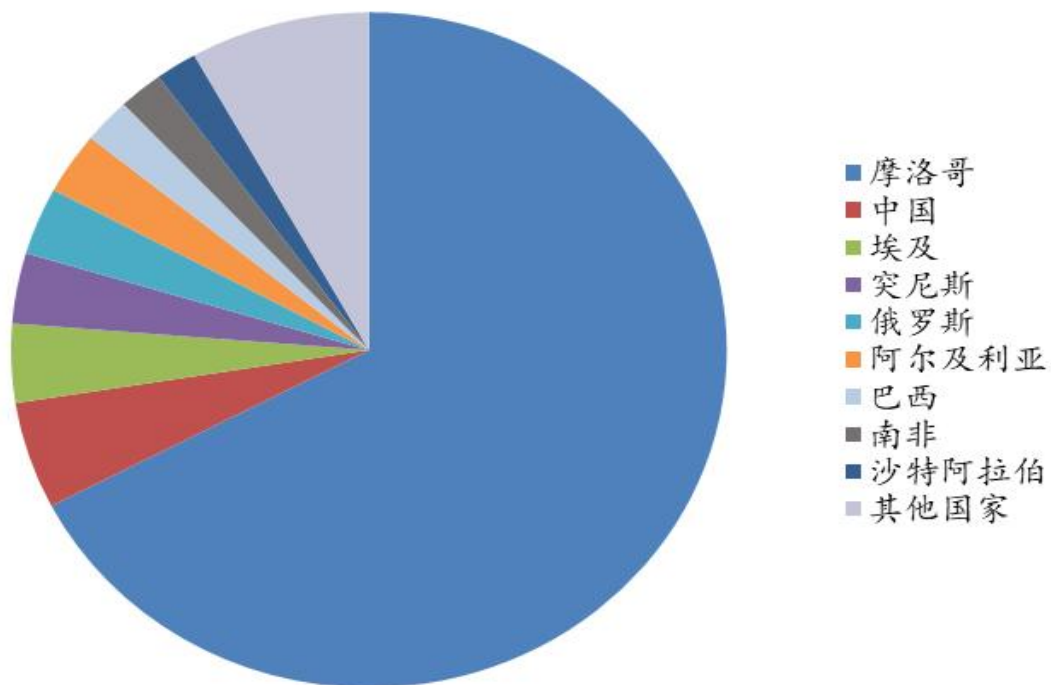
进军新能源领域，寻求发展第二主线

5

盈利预测及风险提示

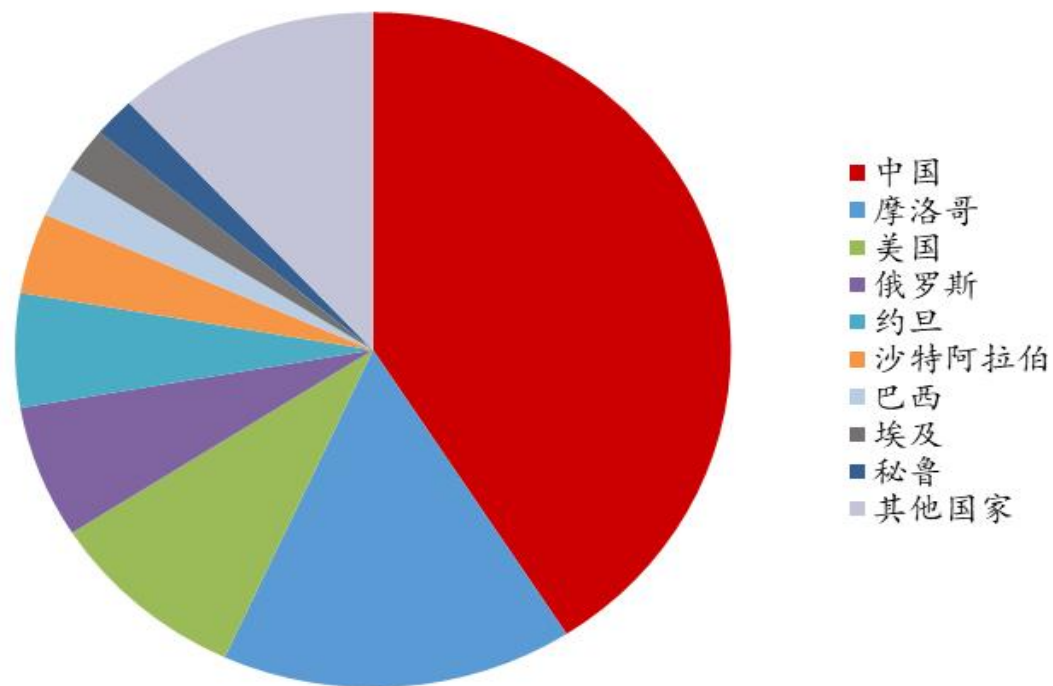
- 中国是全球第二大磷矿储量国，磷矿石产量居全球第一。截至2023年，全球磷矿储量为742.22亿吨，我国磷矿储量为38亿吨，占全球磷矿石储量的5.12%，是全球第二大磷矿储量国。此外，我国磷矿石产量居全球第一，2023年我国磷矿石产量为9000万吨，占全球磷矿石产量的40.90%。

图9：全球磷矿石储量分布（%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

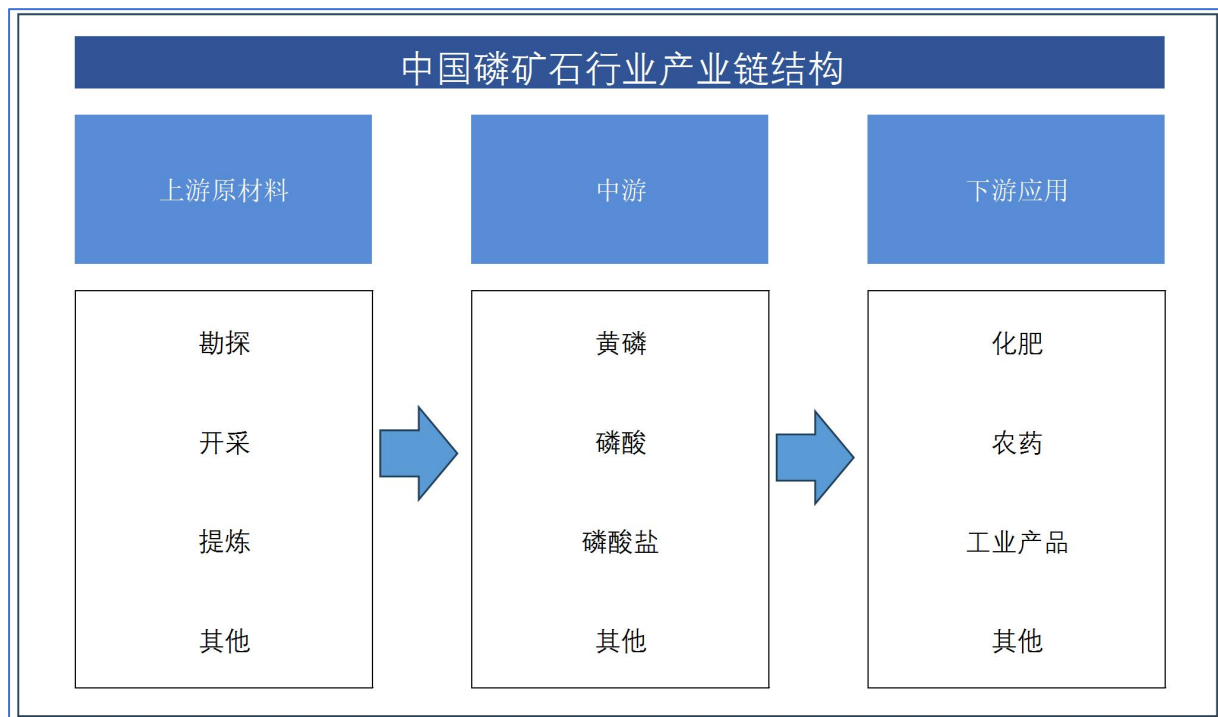
图10：全球磷矿石产量分布（%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

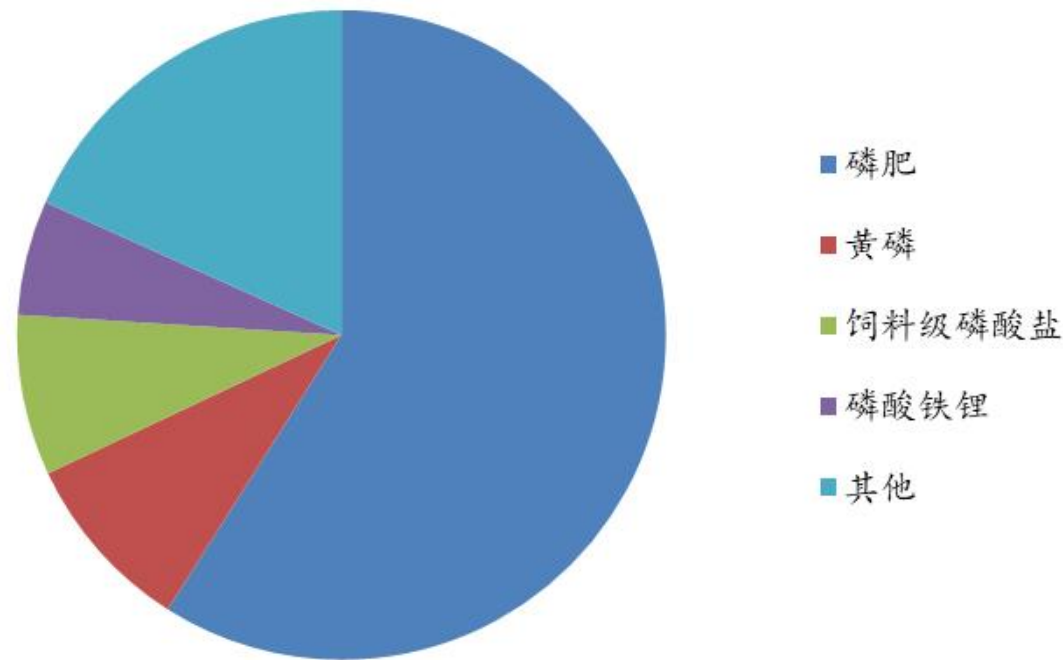
- 磷矿石是一种具有不可再生性的矿产资源，是我国重要的经济矿产和战略性非金属矿产资源。磷化工以磷矿石为起点，产业上游为磷矿石，下游为含磷产品。
- 磷肥是磷矿石最大的下游需求。磷矿石主要用于生产磷肥、黄磷、磷酸盐等产品，其中磷肥是磷矿石最大的下游需求。2022年磷矿石下游需求中磷肥占比达59%，饲料级磷酸盐占比达8%，黄磷占比达9%，磷酸铁占比达5.7%。

图11：我国磷矿石产业链



资料来源：智研咨询，华龙证券研究所

图12：磷矿石下游需求占比（2022年）



资料来源：中国磷复肥工业协会，华龙证券研究所

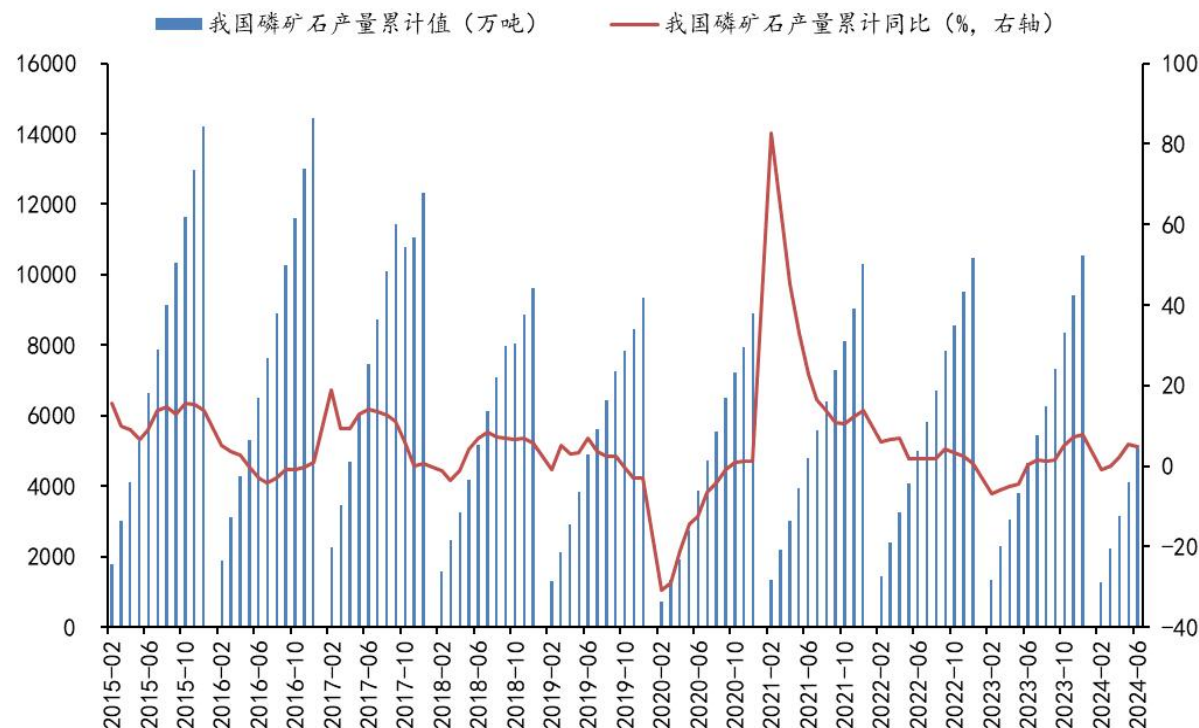
- 中国磷矿以三级品位为主。磷矿品位按照 P_2O_5 的含量可以分为三级，一级磷矿 P_2O_5 含量在30%以上，二级磷矿含量在25-30%之间，三级磷矿含量占比12-15%。
- 近年来磷矿石产量呈增长趋势。2024年上半年我国磷矿石产量为5081.24万吨，同比增长4.8%。

表2：我国磷矿石分类及分布情况

我国磷矿石分类及分布情况			
类型	比重	分布区域	主要分布地区或代表矿床
岩浆岩型磷灰石	7%	北方	磷品位低，一般小于10%；结晶较粗，嵌布粒度较粗，属易选磷矿，选矿还伴有钒、钛、铁、钴等元素，可综合回收，矿石经济效益较好。
沉积变质岩型磷灰岩	23%	江苏、安徽、湖北等地	矿石松散、含泥高，采用擦洗、脱泥工艺即可获得合格磷精矿，磷矿工业价值大。
沉积岩型磷块岩	70%	中南和西南地区，主要在云南、贵州、四川、湖北、湖南等地	磷灰石嵌布粒度细，呈均质胶体或隐晶、微晶质。磷矿集合体多为鲕粒、假鲕粒结构。在鲕粒之间或其内部，常混入数量不等的碳酸盐、硅质等泥质矿物，选矿难度大。

资料来源：智研咨询，华龙证券研究所

图13：我国磷矿石产量变化



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 磷矿石集中投产期将在2026年之后。根据上海有色网数据，产能方面，新能源带来磷矿石需求增长，2023年底国内在建/规划磷矿石3550万吨，预测2023-2025年产能复合增速仅为3.97%，2026年磷矿石将迎来集中投产期，产能预计增长21.4%至1.48亿吨。
- 我国磷矿石开发利用面临挑战。（1）磷矿资源的消耗速度快，未来的资源供应面临压力；（2）开采技术相对落后，资源的开发利用效率不高。

表3：中国磷矿石行业相关政策梳理

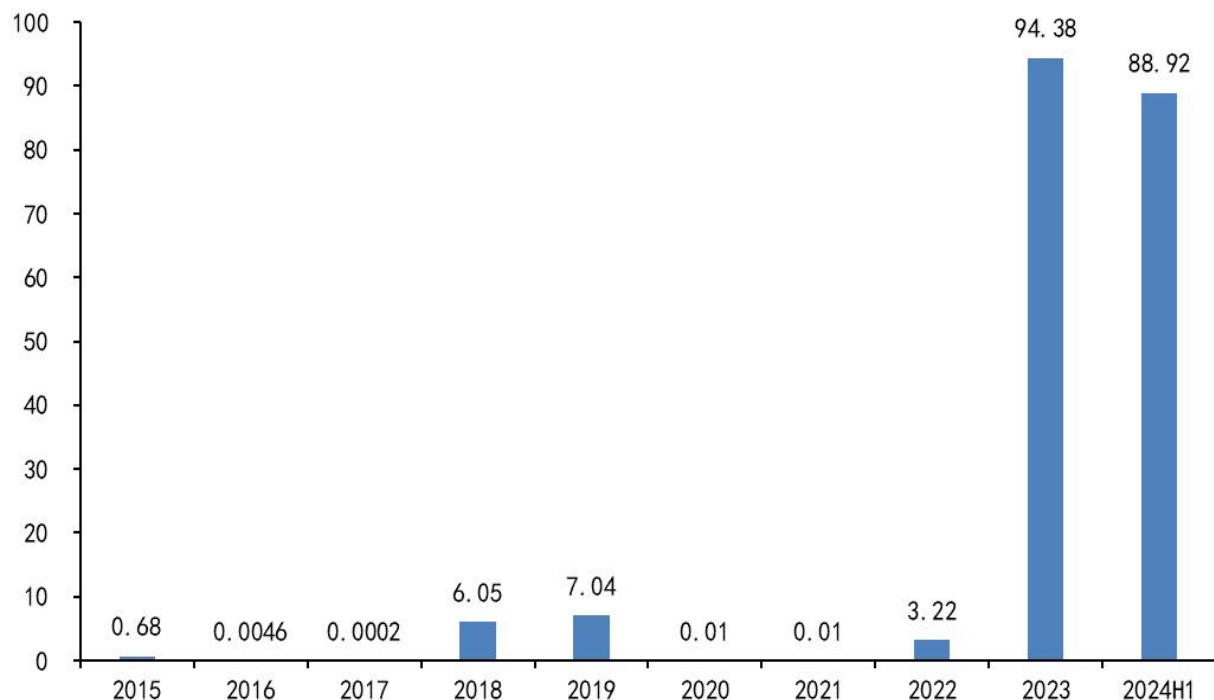
政策文件	时间	主要内容
《关于做好2023年春耕化肥保供稳价工作的通知》	2023.2.20	湖北、贵州、云南等磷矿石产出大省要深入贯彻落实党中央、国务院关于建设全国统一大市场的决策部署，全面清理废除限制磷矿石全国流通的政策规定。钾肥生产大省水利部门要在符合水资源承载能力和生态保护要求的前提下，切实保障钾肥生产用水需求，指导钾肥生产企业合理高效用水。
《2022年化肥产品质量国家监督抽查情况通报》	2023.3.10	经技术机构分析，不合格的主要原因是企业使用未经安全证实的工业冶炼酸、工业废酸进行生产，使用品位低的劣质磷矿石作为产品原料，生产工艺控制不严，未严格按照要求对原材料和产品质量进行检验。
《云南省交通运输厅 云南省财政厅关于印发 云南省运输结构调整专项资金管理办法的通知》	2023.7.20	对云南省内铁路车站发送的煤炭、焦炭、铁矿石（进口铁矿石除外）、瓷砖、化肥、钢铁及有色金属、水泥、饲料添加剂、食糖、粮食、铅锌矿、磷矿石、非金属矿石、烤烟（烟叶）、纸板（废碎纸）、混装货物、砂石料、土坯年度增量部分，给予铁路运单托运人不高于15元/吨的补助。
《2023年新能源电池及材料产业提信心稳增长促发展行动方案》	2023.8.10	支持符合产业政策要求及需以磷矿石为主要原料、落实黄磷产能指标、建成黄磷、湿法磷酸装置并形成生产能力的企业依法依规获得探矿权。
国家发展改革委关于做好2024年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知	2024.2.5	自产硫磺应优先供应磷肥生产企业，进一步提高年度协议占比，稳定购销关系。湖北、四川、贵州、云南等磷矿石主产省要畅通磷矿石跨省流通，支持符合条件的磷矿石生产企业稳定生产。

资料来源：国家发改委，营口市人民政府，云南省交通运输厅，遵义市红花岗区工信局，华龙证券研究所

02 2.5 近年来我国磷矿石进口数量大幅增长

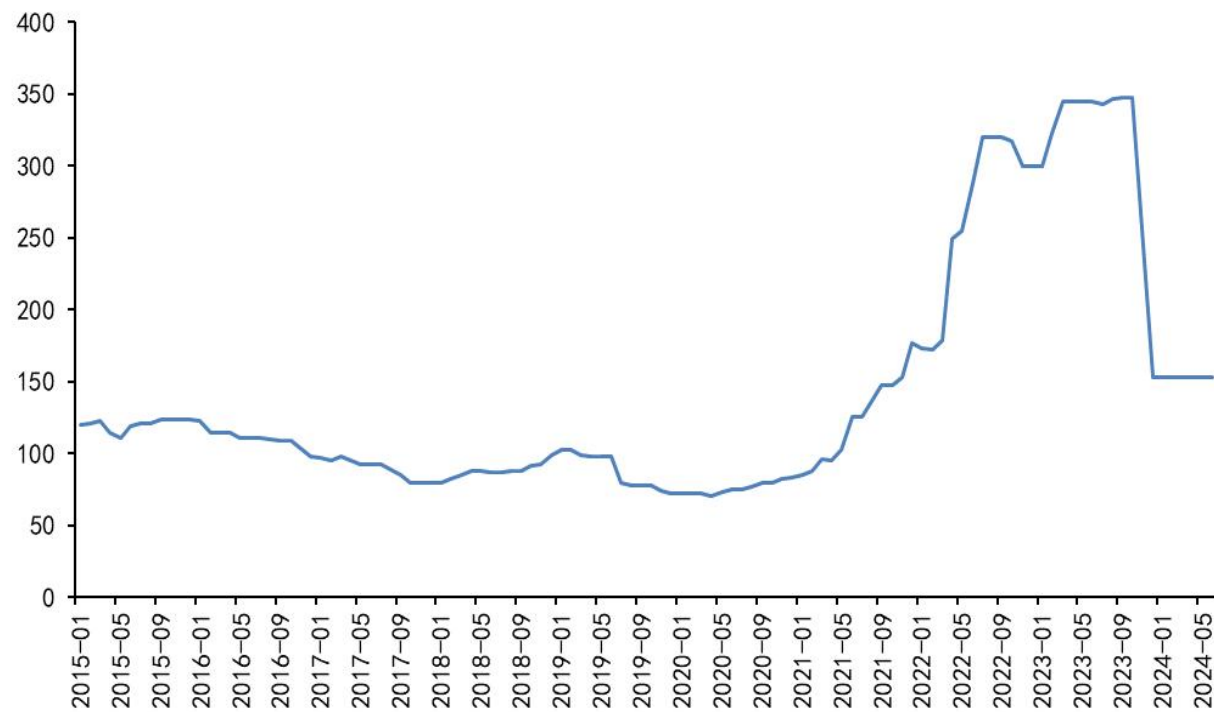
- 2023年以来我国磷矿石进口数量大幅增长。2022年之前我国磷矿石进口量较少，为弥补新能源带来的需求缺口，2023年我国磷矿石进口数量大幅增长，累计进口94.38万吨，同比2832.04%。2024年上半年我国磷矿石累计进口88.92万吨。从磷矿石价格来看，2023年国际磷矿石价格处于高位，2024年下滑明显，2024年6月国际磷矿石价格为152.5美元/吨，同比下滑55.73%。

图14：近两年我国磷矿石进口数量大幅增长（万吨）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

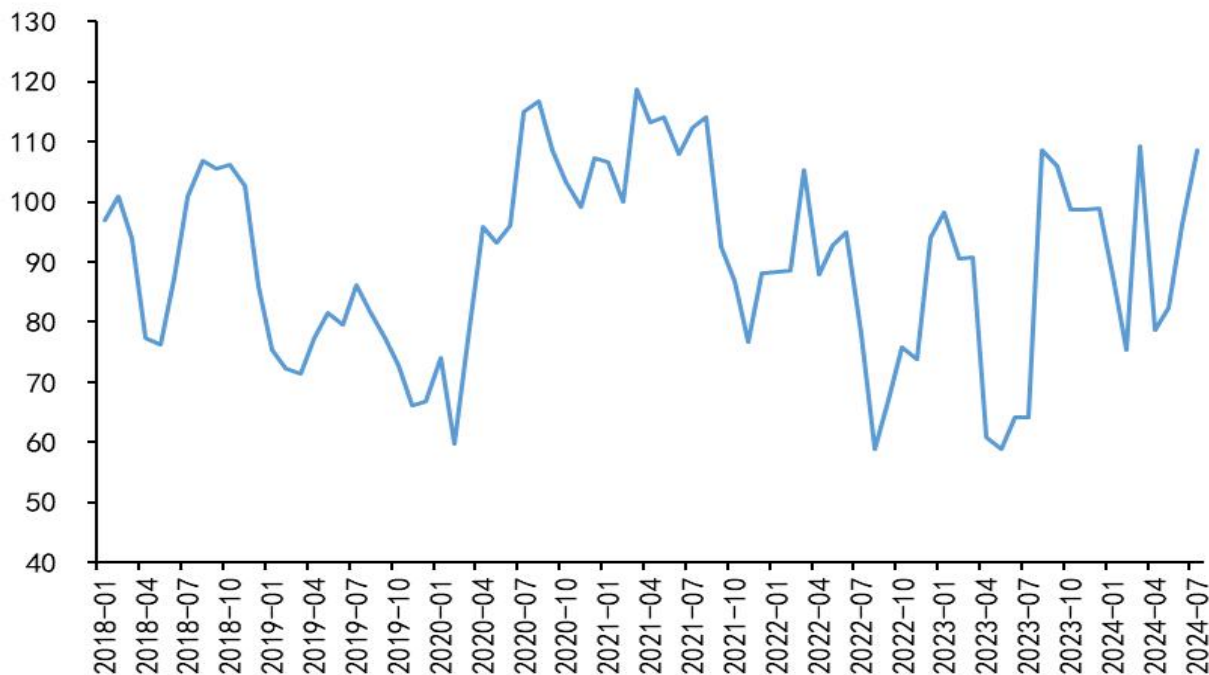
图15：国际磷矿石价格（美元/吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

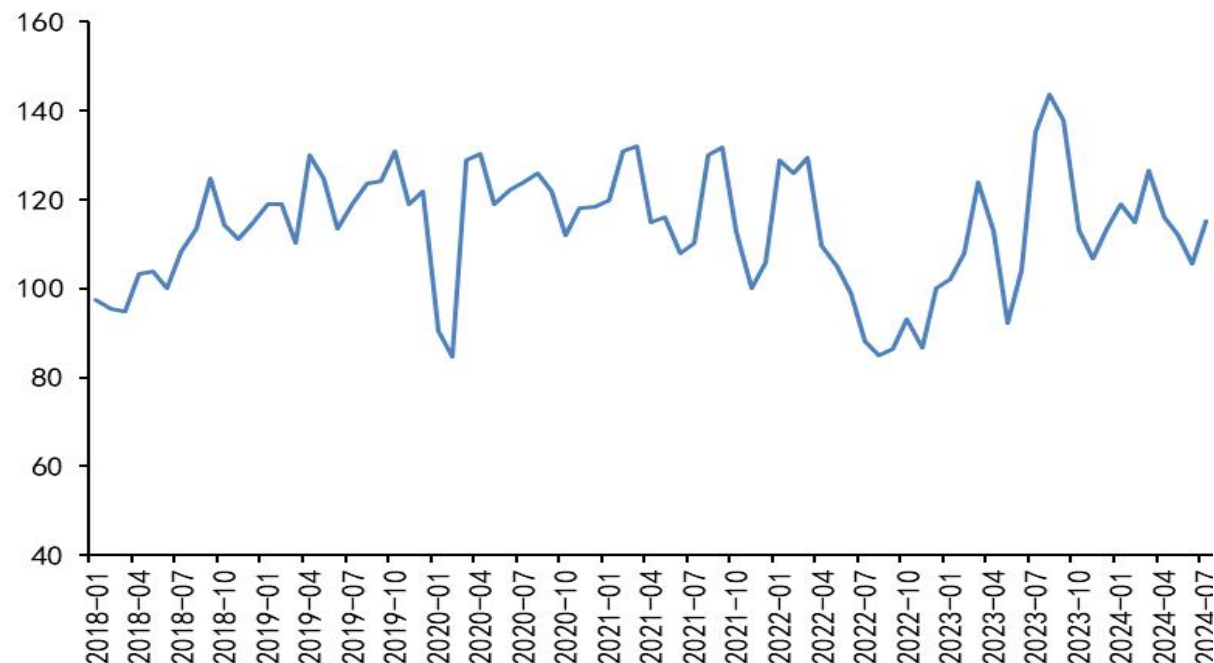
■ 磷肥是磷矿石最大的下游需求。2022年磷矿石下游需求中磷肥占比达59%。我国磷肥主要的细分产品有磷酸一铵、磷酸二铵、过磷酸钙、重过磷酸钙等，其中磷酸一铵和磷酸二铵是最主要的磷肥产品，其占比之和达80%以上。近年来我国磷酸一铵和磷酸二铵产量整体维持稳定。

图16：磷酸一铵产量变化情况（万吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

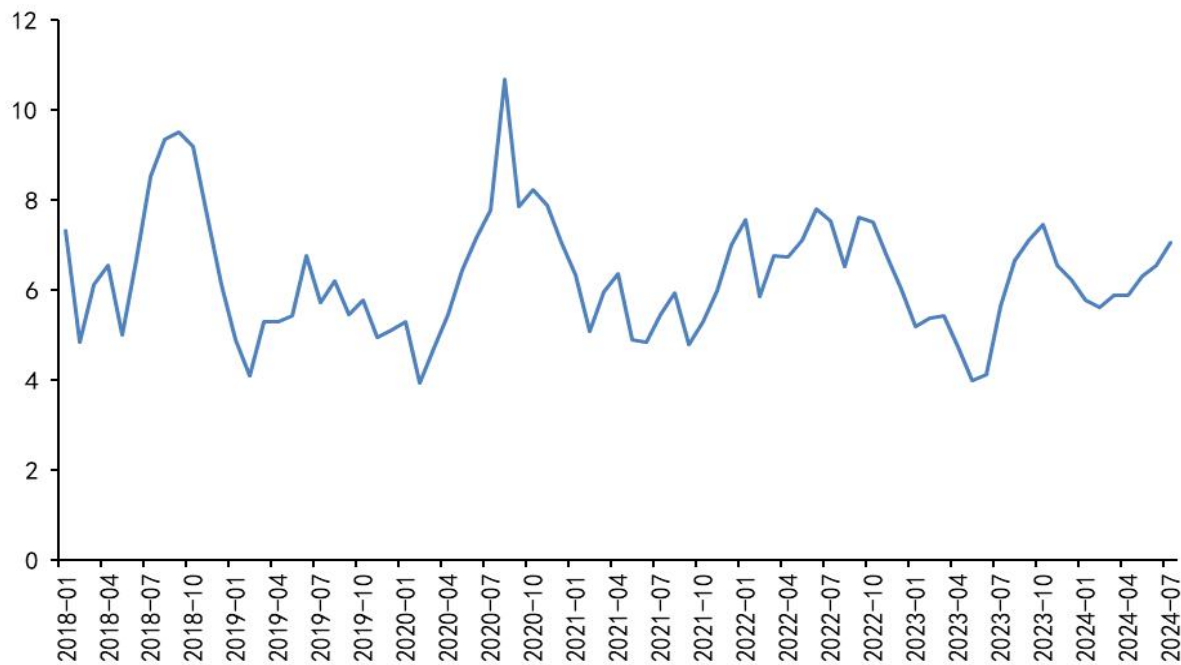
图17：磷酸二铵产量变化情况（万吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

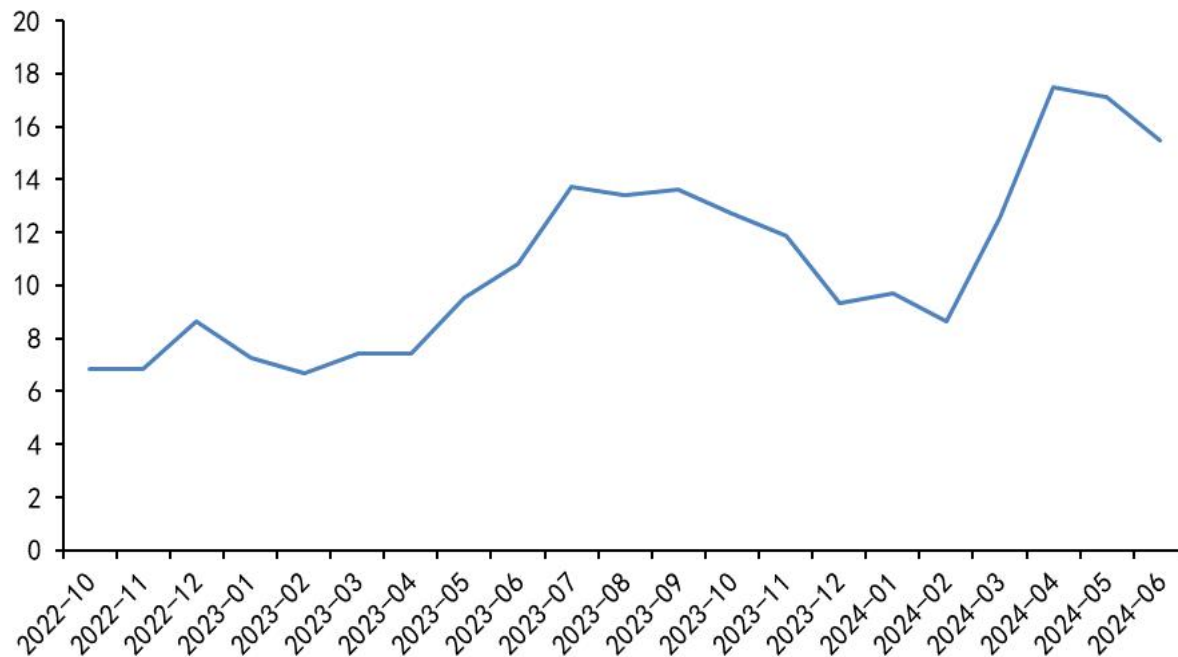
- **黄磷端磷矿石需求有所下滑。**目前中国黄磷主要用于生产三氯化磷及热法磷酸、五氧化二磷等产品。2023年，三氯化磷企业对于黄磷原料的刚性需求存在，但对比三氯化磷实际产量来看，三氯化磷企业对于原料黄磷的需求总量明显低于去年同期水平。
- **磷酸铁端磷矿石需求旺盛。**受益于新能源汽车及储能的快速发展，带动磷酸铁锂需求迅速攀升，进一步拉动磷酸铁需求上涨，2024年上半年磷酸铁产量为80.96万吨，同比增长64.45%。

图18：黄磷产量变化情况（万吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

图19：磷酸铁产量变化情况（万吨）

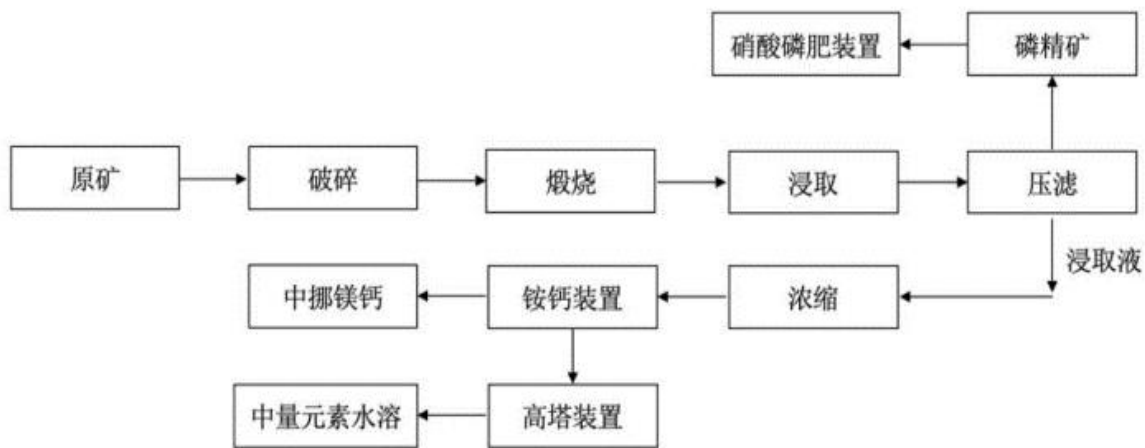


资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

02 2.8 先进干法选矿技术，磷矿石扩产有望带动业绩增厚

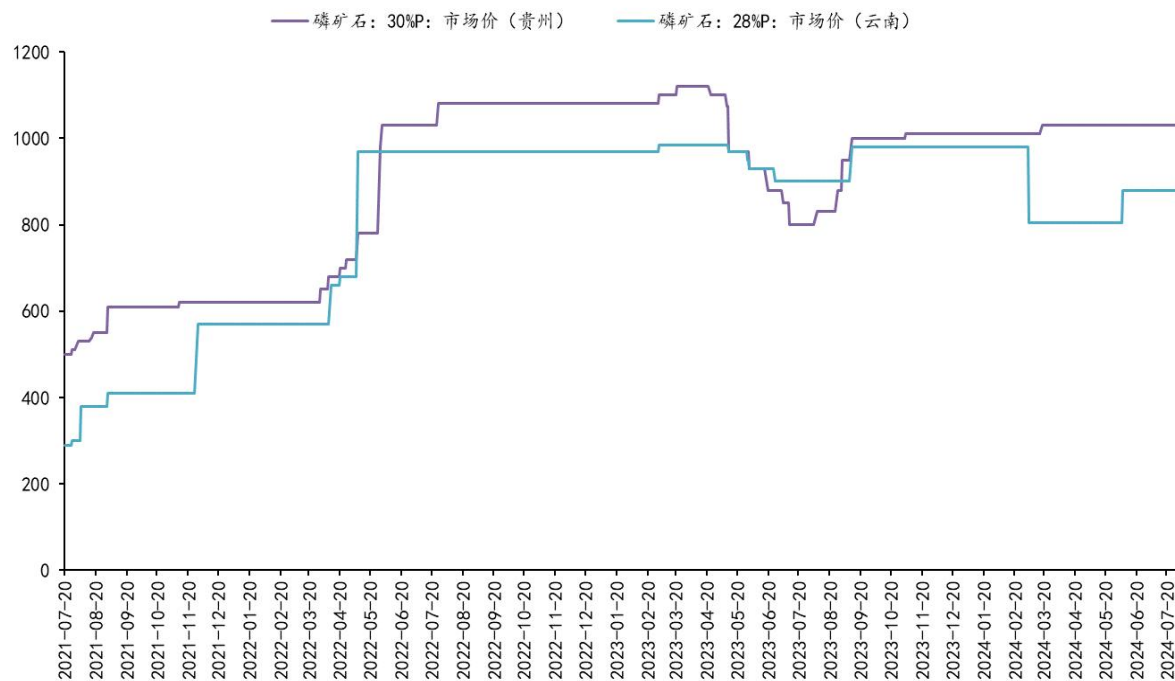
- **干法选矿技术，实现资源综合利用。**公司采用国际先进的干法选矿技术，采用硝酸浸取技术，使磷矿中的中微量元素养分100%保留，没有尾矿产生，实现磷矿资源的高效综合利用。
- **磷矿石扩产有望带动业绩高增。**公司小高寨磷矿建设扩张于2024年3月获得审批，建设规模自90万吨/年增至200万吨/年，公司磷矿平均品位为26.74%，有望带动公司业绩快速增长。

图20：芭田股份选矿工艺



资料来源：芭田股份募集说明书

图21：磷矿石价格变化情况（元/吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

目录

1

产业链布局，竞争优势明显

2

磷矿石放量在即，有望增厚公司业绩

3

产业链带来成本优势，行业地位稳固

4

进军新能源领域，寻求发展第二主线

5

盈利预测及风险提示

■ 公司新型复合肥种类众多，顺应了复合肥行业肥料高效化、控释化、生态化、差异化的发展趋势。公司新型复合肥以高效复合肥、生物包膜肥、生态有机肥、缓控释复合肥、水溶肥、矿物质肥及其他新型肥料为主。公司产品定位始终走在行业前端，产品结构远优于同行业平均水平，新型复合肥销量占比达60%以上。

表4：芭田股份复合肥产品系列及特点介绍

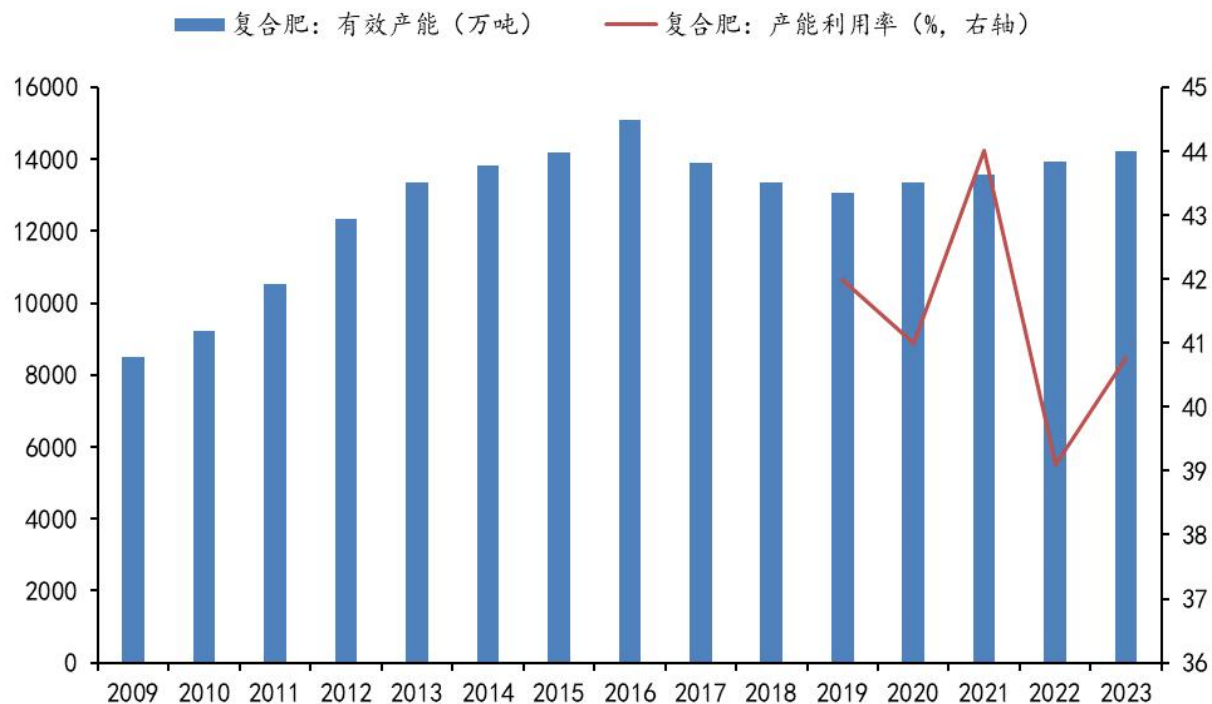
产品系列	特点
新型复合肥-高效复合肥	高效复合肥施用于在经济作物上，品质优，残渣少，利用率高
新型复合肥-生物包膜肥	有机碳对作物最直接的补充，消除作物“亚健康”抗逆促生长；促进微生物繁殖，深度改善土壤；纳米有机碳络合中微量元素，以20-30倍能力提高中微量元素的有效供给利用，使作物营养丰富平衡，消除作物缺素等生理病害，抗缺素增品质
新型复合肥-生物有机肥	克服了市面上其他种类生物肥料简单混配造成的微生物活性低、肥效差等问题，具有微生物高活性，肥效缓效释放，速效长效二合一等特点
新型复合肥-缓控释复合肥	利用纳米增效技术，克服聚合树脂不溶于水且难降解或包膜后对土壤微环境引起的酸化、板结问题，成为能够缓慢溶解且对环境友好的新型缓释材料
新型复合肥-水溶肥	大量元素水溶肥，总养分 $\geq 50\%$ ，肥料中富含镁、硫、锰、硼等多种中微量元素，有效提高作物品质和产量
新型复合肥-矿物质肥	含有氮磷钾元素及多种中微量元素的矿藏，经技术整合活化而成的一种新型、环保、高效肥料
硝酸铵钙	是一种含氮和速效钙的高效复合肥，具备肥效快，可快速补氮的特点，公司的产品采用国内首套自主研发转鼓流化床设计工艺生产农用硝酸铵钙，白色圆形造粒，100%溶于水

资料来源：芭田股份募集说明书，华龙证券研究所

03 3.2 传统复合肥产能过剩，产能利用率持续低位

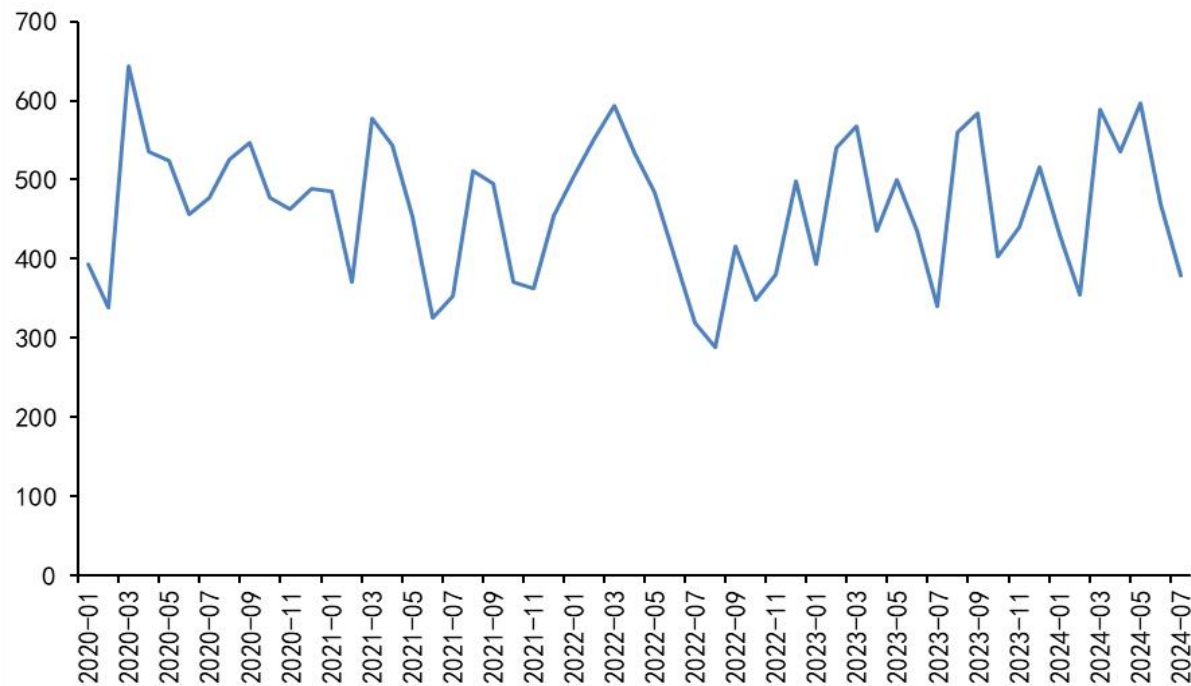
- 传统复合肥产能过剩，产能利用率持续低位。当前我国传统复合肥产能处于过剩状态，从2019年开始，复合肥产能利用率均在40%左右。
- 近年来我国复合肥产量呈震荡走势。2024年1-7月我国复合肥产量为3354.47万吨，同比提升4.4%。

图22：我国复合肥产能及产能利用率



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

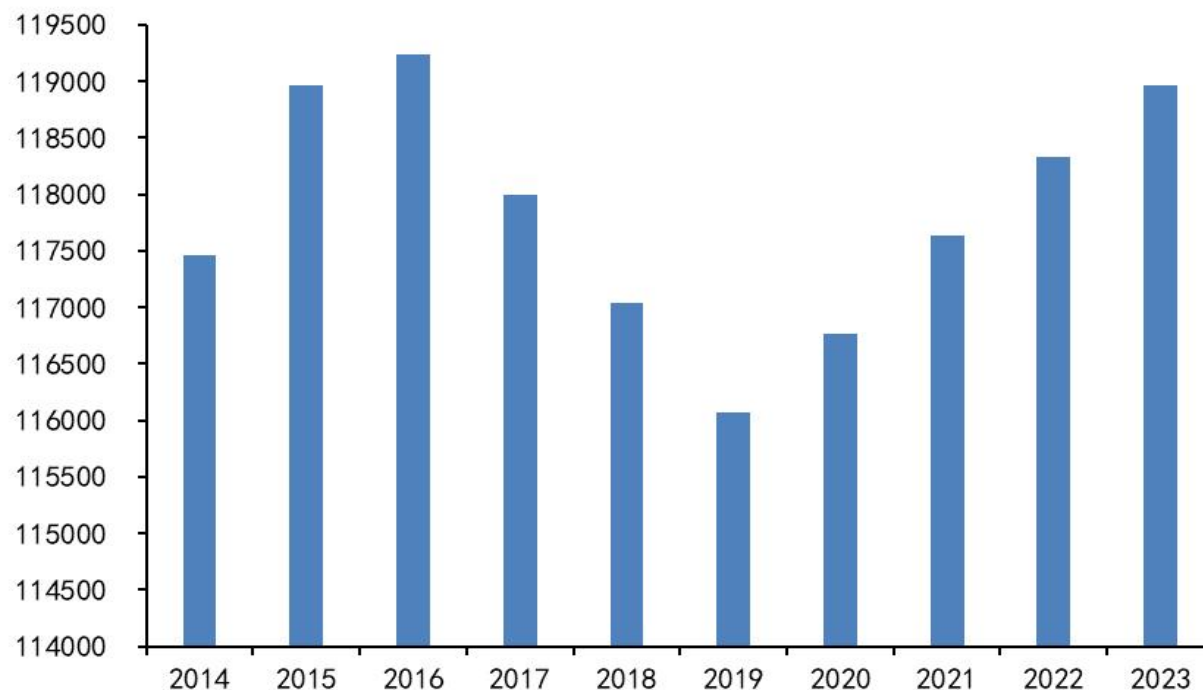
图23：我国复合肥产量变化情况（万吨）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

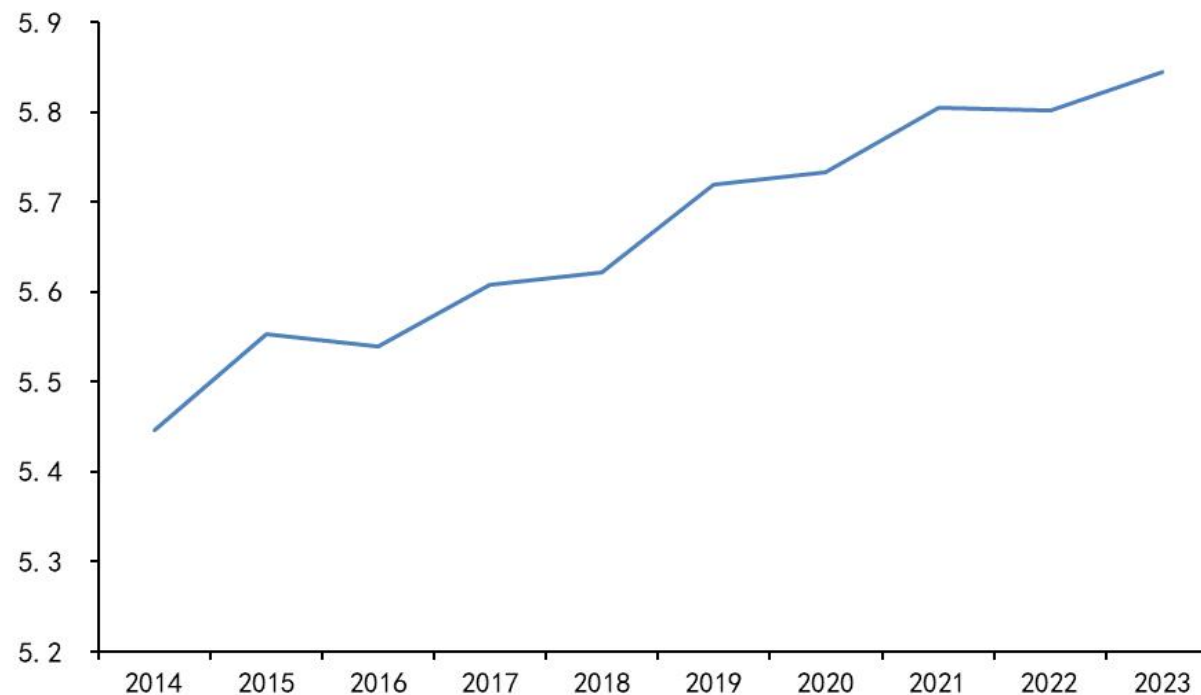
- 我国粮食作物单位产量持续提升，有效支撑对化肥的刚性需求。2023年，我国粮食播种面积共计1.19亿公顷，同比增长0.54%。从粮食作物产量来看，2023年我国粮食作物产量为7.0亿吨，同比增长1.29%。近年来我国我国粮食作物单位面积产量持续提升，从2014年的5.45吨/公顷提升至2023年的5.85吨/公顷，预计我国农作物种植对化肥的刚性需求也将稳中有升。

图24：我国近10年粮食作物播种面积（千公顷）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图25：我国粮食作物单位面积产量（吨/公顷）

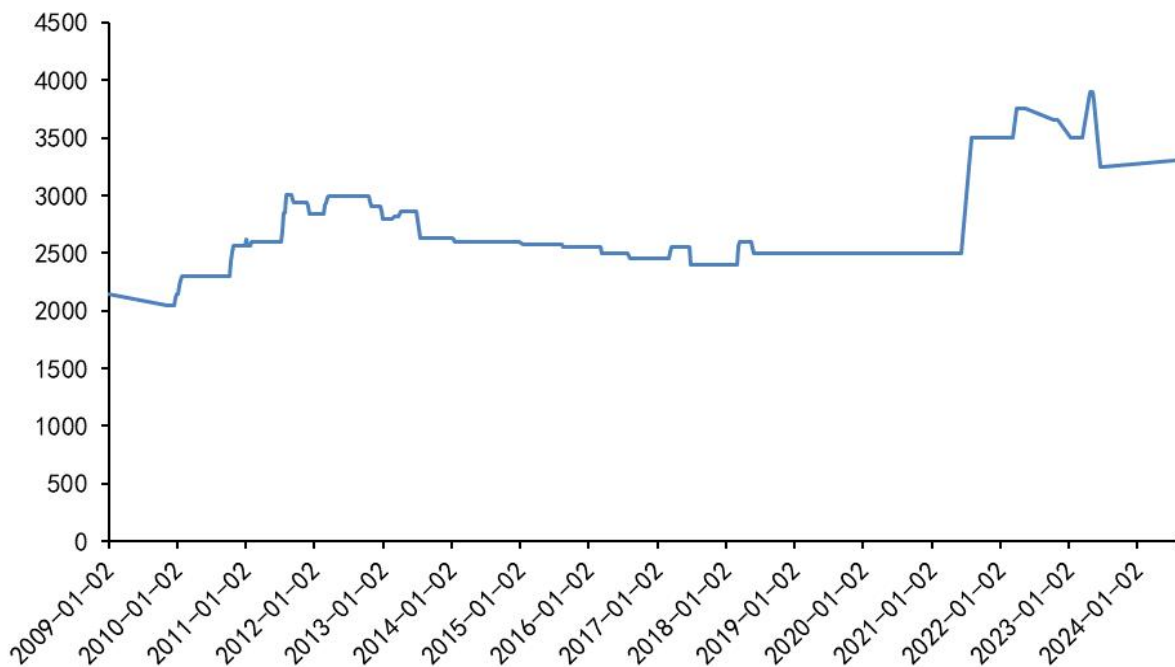


资料来源：Wind，华龙证券研究所

03 3.4 复合肥价格呈增长态势，公司盈利能力有所提升

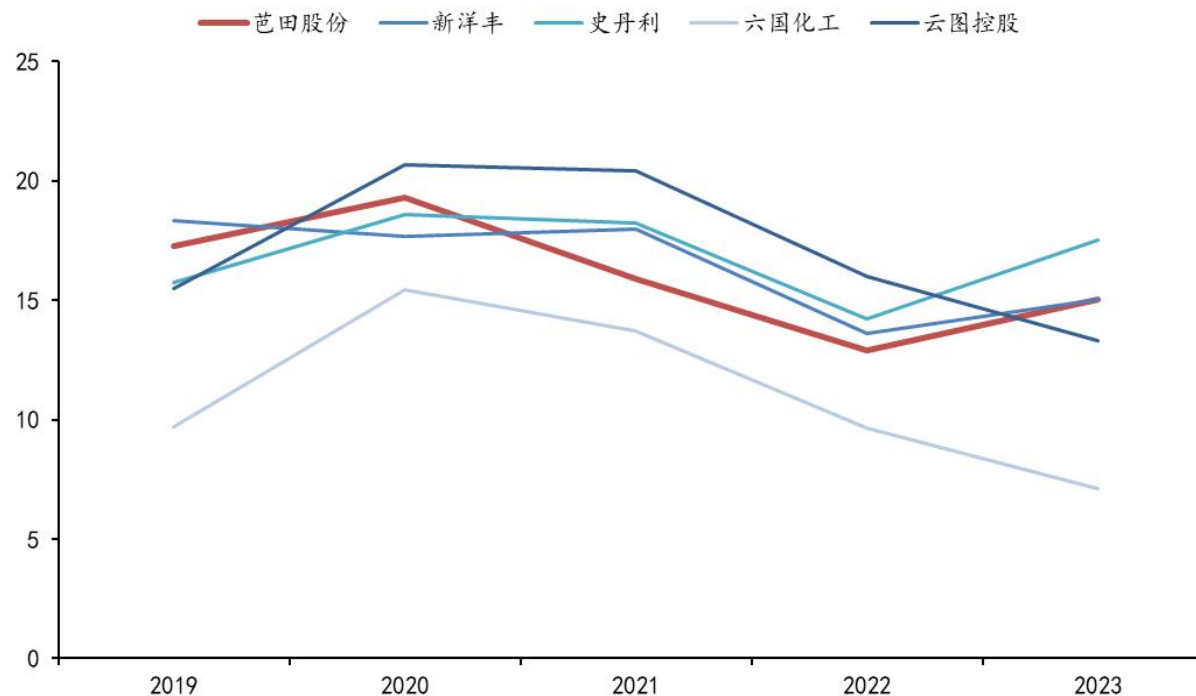
- 复合肥价格呈增长态势。2009年以来，复合肥价格呈增长态势。截至2024年8月2日，复合肥价格为3300元/吨，较2009年1月5日提升53.49%。
- 公司盈利能力有所提升，在行业内有一定竞争能力。从可比公司复合肥业务毛利率来看，芭田股份2023年复合肥业务毛利率为15.05%，仅低于史丹利的17.53%，且从历史水平来看，公司毛利率较2022年提升2.17个百分点。芭田股份拥有以磷矿为起点的磷化工产业链，具有成本优势，同时公司新型复合肥产品的推出有望带动复合肥业务盈利能力继续提升。

图26：复合肥价格呈增长态势（元/吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

图27：主要上市公司复合肥业务毛利率对比（%）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

产业链布局，竞争优势明显

2

磷矿石放量在即，有望增厚公司业绩

3

产业链带来成本优势，行业地位稳固

4

进军新能源领域，寻求发展第二主线

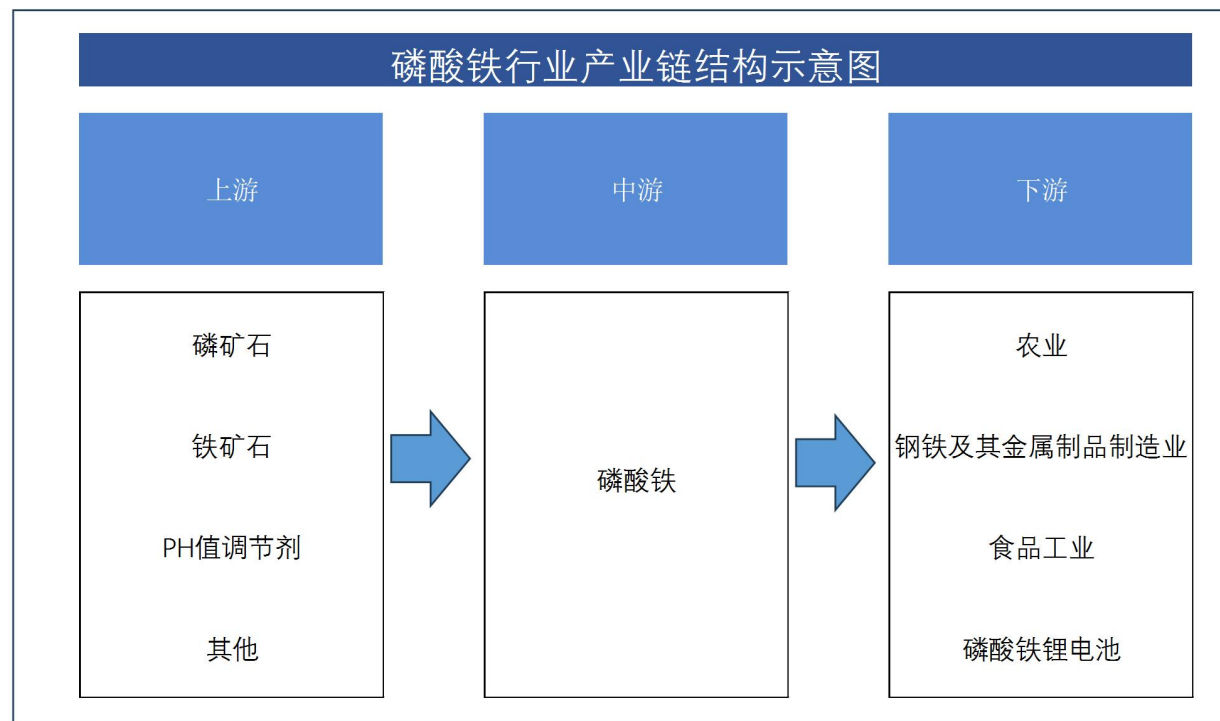
5

盈利预测及风险提示

■ **磷酸铁产业链：**磷酸铁产业链上游主要原材料为磷矿石；中游涉及磷酸铁的生产，包括通过不同的化学反应过程制得的磷酸铁产品；行业下游应用领域广泛，主要应用于农业、钢铁及其金属制品制造业、食品工业、磷酸铁锂电池等领域，其中，磷酸铁锂电池成为磷酸铁最主要的下游应用，磷酸铁作为新能源汽车产业链上游的重要产业，行业发展前景广阔。

■ **公司进军新能源领域。**2021年11月，公司与瓮安县人民政府签署《磷矿绿色资源化生产电池级磷酸铁新材料及配套项目框架协议》，公司于贵州瓮安经济开发区投资建设磷矿绿色资源化生产电池级磷酸铁新材料及配套项目（年产30万吨，分三期进行）。目前一期项目已顺利投产，公司拥有5万吨/年磷酸铁产能及2500吨/年磷酸铁锂产能。

图28：磷酸铁行业产业链



资料来源：智研咨询，华龙证券研究所

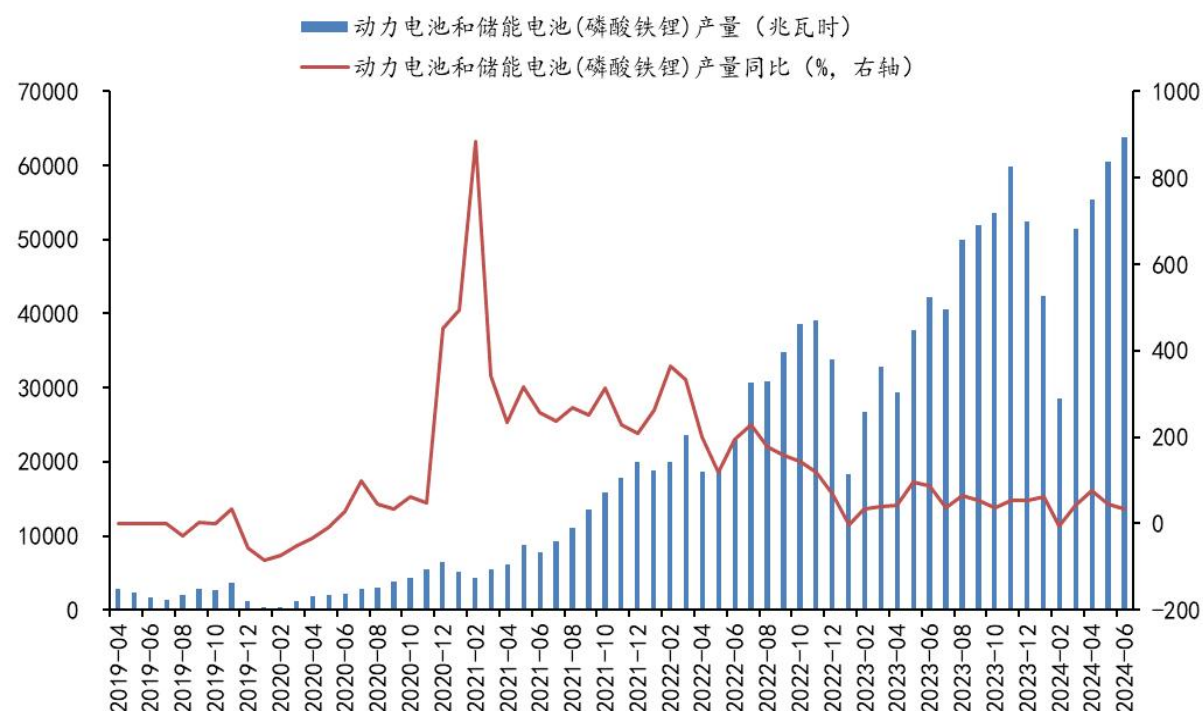
- 新能源汽车及储能行业带动磷酸铁锂产量快速增长。2022年以来，得益于新能源汽车及储能行业快速发展，磷酸铁锂需求持续增加。2023年，我国动力电池和储能电池(磷酸铁锂)产量为49.57万兆瓦时，同比增长49.81%；我国磷酸铁锂的产量为146.11万吨，同比增长40.26%。2024年上半年，我国动力电池和储能电池(磷酸铁锂)产量为30.21万兆瓦时，同比增长61.2%；我国磷酸铁锂的产量为100.1万吨，同比增长69.66%。

图29：我国磷酸铁锂产量及增速



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

图30：磷酸铁锂电池产量及增速

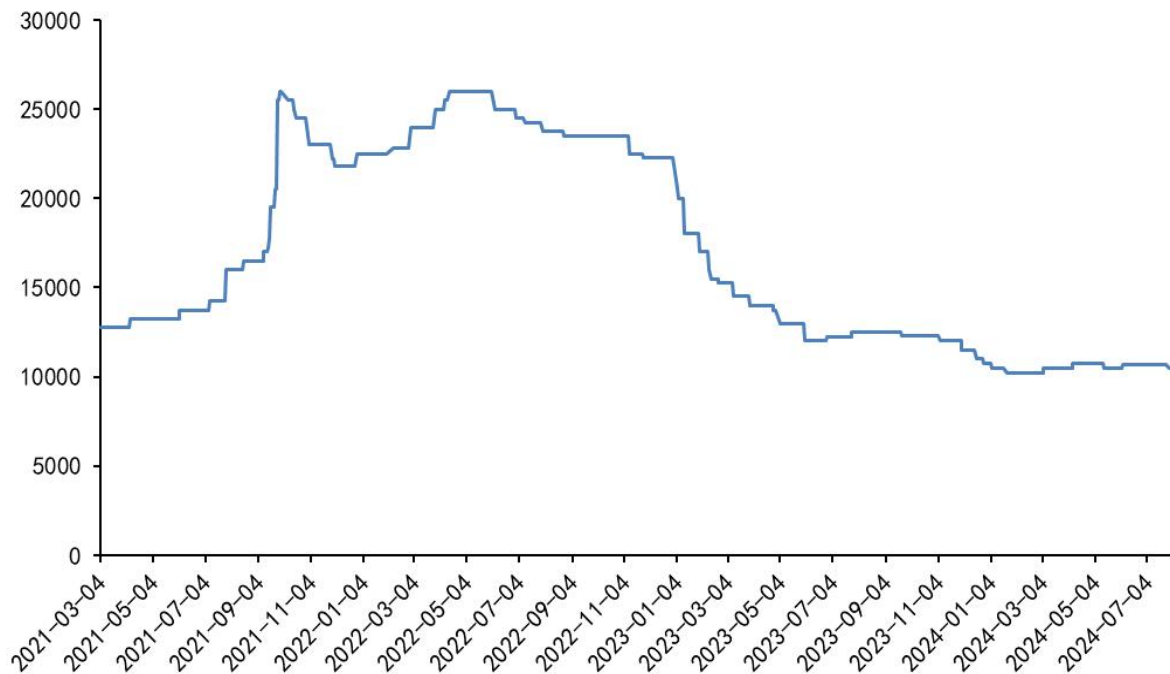


资料来源：Wind，华龙证券研究所

04 4.3 产能过剩，磷酸铁、磷酸铁锂价格持续下滑

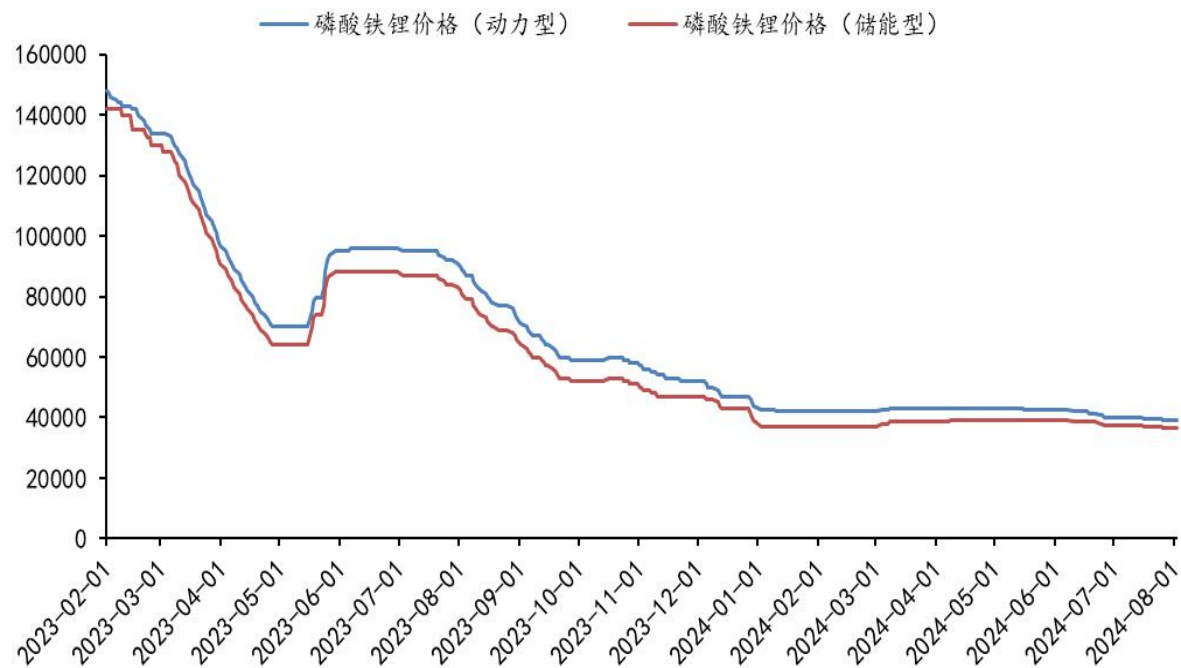
■ 产能过剩，磷酸铁、磷酸铁锂价格持续下滑。2023年磷酸铁和磷酸铁锂产能不断释放，截至2023年年底，中国磷酸铁产能达到361.9万吨，磷酸铁锂产能达到341.7万吨，整体产能利用率均不足50%，行业产能严重过剩，价格持续下滑。截至2024年8月2日，磷酸铁价格为10500元/吨，较最高点26000元/吨下滑59.62%；磷酸铁锂均价从2023年2月1日的14.5万元/吨下滑至3.78万元/吨。从规划产能来看，EVTank数据库显示，各企业合计规划磷酸铁和磷酸铁锂产能到2026年年底将达到1319.9万吨和1297.9万吨。

图31：我国磷酸铁价格走势（元/吨）



资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

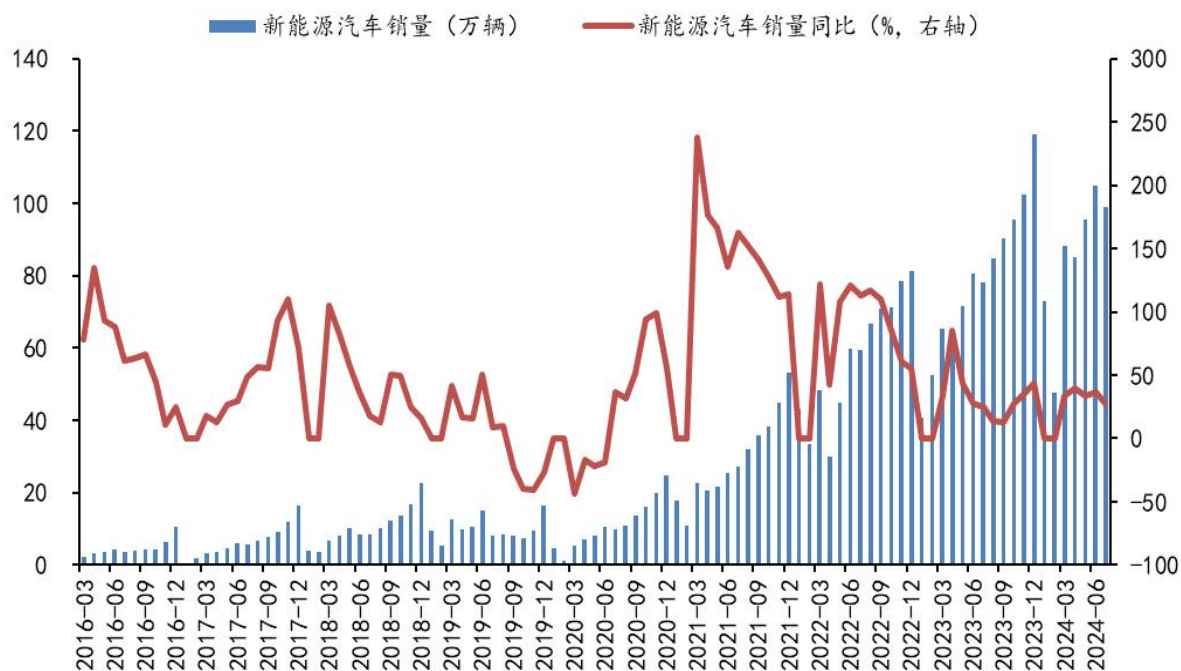
图32：我国磷酸铁锂价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

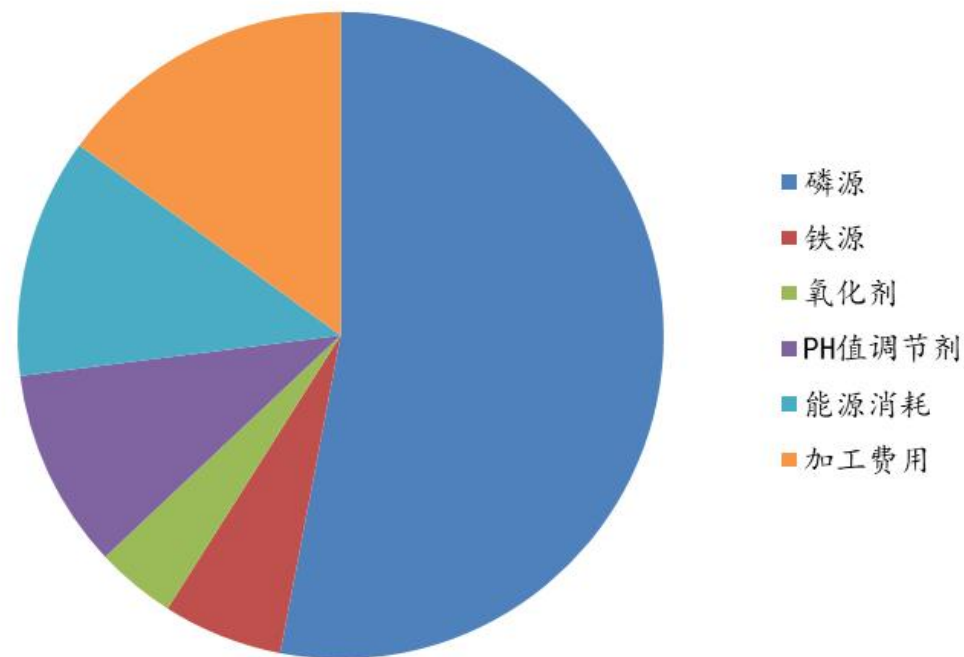
- **新能源汽车需求旺盛。**2020年以来，我国新能源汽车销量持续增长。2023年我国新能源汽车销量为944.83万辆，同比增长37.48%。新能源汽车需求的快速增长有望带动锂电池的需求提升，进而带动磷酸铁及磷酸铁锂的需求提升，有望带动公司业绩提升。
- **产业链布局，成本优势明显。**在磷酸铁生产成本结构占比中，磷源占据主导地位，占磷酸铁生产成本的50%以上。公司自有磷矿石为磷酸铁业务奠定了稳定的成本优势。

图33：我国新能源汽车销量及增速



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图34：磷酸铁生产成本结构（%）



资料来源：智研咨询，华龙证券研究所

目录

1

产业链布局，竞争优势明显

2

磷矿石放量在即，有望增厚公司业绩

3

产业链带来成本优势，行业地位稳固

4

进军新能源领域，寻求发展第二主线

5

盈利预测及风险提示

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (亿元)	32.44	41.62	48.18	54.06
YOY	13.60%	28.31%	15.75%	12.20%
毛利率	22.97%	20.88%	22.35%	22.52%
复合肥				
营业收入 (亿元)	27.41	27.43	27.73	28.06
营收占比	84.49%	65.91%	57.57%	51.90%
YOY	5.30%	0.08%	1.10%	1.16%
毛利率	15.05%	17.05%	17.27%	17.47%
磷矿石				
营业收入 (亿元)	3.89	6.00	10.80	12.00
营收占比	11.99%	14.42%	22.42%	22.20%
YOY	374.39%	54.24%	80.00%	11.11%
毛利率	76.08%	81.00%	82.00%	78.00%
硝酸				
营业收入 (亿元)	0.94	0.76	0.82	0.88
营收占比	2.90%	1.83%	1.71%	1.64%
YOY	-16.07%	-19.07%	8.14%	7.53%
毛利率	29.41%	35.00%	36.00%	36.00%

资料来源: Wind, 华龙证券研究所

05 5.2 盈利预测及评级

- 磷矿石：**公司小高寨磷矿建设扩张于2024年3月获得审批，建设规模自90万吨/年增至200万吨/年，有望增厚公司业绩。据此我们预测2024-2026年公司磷矿石业务营业收入6.00、10.80、12.00亿元，同比增速54.24%、80.00%、11.11%，毛利率81%、82%、82%。
- 复合肥：**截至2023年末，公司拥有复合肥产能191万吨，公司新型复合肥销售占比达60%以上，产品结构优于同行。此外，公司自有磷源奠定了成本优势。据此我们预测2024-2026年公司复合肥业务营业收入27.43、27.73、28.06亿元，同比增速0.08%、1.10%、1.16%，毛利率17.05%、17.27%、17.47%。
- 硝酸：**截至2023年末，公司拥有硝酸产能27万吨。公司拥有先进的干法选矿技术，采用硝酸浸取技术实现磷矿资源的高效综合利用。公司硝酸多为自用，随着公司磷矿石产能扩张，公司硝酸产量将有所提升以适应磷矿石采选的需求。我们预测2024-2026年公司硝酸业务营业收入0.76、0.82、0.88亿元，同比增速-19.07%、8.14%、7.35%，毛利率35%、36%、36%。
- 我们预计2024-2026年营业收入分别为41.62亿元、48.18亿元、54.06亿元，归母净利润分别为4.93亿元、8.57亿元、9.27亿元，对应EPS分别为0.55元、0.96元、1.04元，对应PE为10.6X、6.1X、5.6X，参考2024年可比公司平均估值10倍PE，考虑到公司2025年业绩有望大幅增长，首次覆盖给予“买入”评级。**

表5：芭田股份可比公司估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	EPS (元)					市盈率PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
002170.SZ	芭田股份	52.2	0.14	0.29	0.55	0.96	1.04	43.02	20.1	10.6	6.1	5.6
000902.SZ	新洋丰	143.2	1.00	0.96	1.11	1.30	1.54	11.37	11.9	10.3	8.8	7.4
002588.SZ	史丹利	78.9	0.38	0.61	0.73	0.85	1.01	17.97	11.3	9.4	8.0	6.8
600096.SH	云天化	358.1	3.28	2.47	2.68	2.80	2.93	5.95	7.9	7.3	7.0	6.7
000422.SZ	湖北宣化	127.4	2.41	0.43	0.95	1.06	1.24	4.88	27.5	12.4	11.1	9.5
002539.SZ	云图控股	88.0	1.48	0.74	0.81	0.97	1.17	4.94	9.9	9.1	7.5	6.2
600141.SH	兴发集团	208.1	5.26	1.24	1.62	2.01	2.32	3.58	15.2	11.6	9.4	8.1
	平均值	167.3						8.11	13.9	10.0	8.6	7.5

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- **宏观环境出现不利变化：**宏观经济增长为磷化工下游行业发展的基础，宏观经济动力不足将影响磷化工下游领域需求。
- **所引用数据来源发布错误数据：**本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据出现错误，将可能对分析结果造成影响。
- **公司磷矿石开采进度不及预期：**公司磷矿石收入受开采进度影响，如果开采进度不及预期，将直接影响公司收入利润水平。
- **市场需求不及预期：**磷化工行业下游需求领域广泛，如果需求不及预期，在影响产品销量的同时也将影响产品价格，将对公司盈利能力产生较大影响。
- **行业竞争加剧：**公司所属磷化工行业进入门槛较低，且个别行业产能有一定过剩，如何行业竞争加剧将直接影响公司利润水平。

芭田股份盈利预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1584	1584	2188	2641	3817
现金	656	540	844	1386	2189
应收票据及应收账款	140	119	213	171	260
其他应收款	24	25	38	35	47
预付账款	198	176	304	251	371
存货	426	573	637	645	798
其他流动资产	140	152	152	152	152
非流动资产	3137	3737	4206	4487	4607
长期股权投资	122	122	122	123	123
固定资产	1014	1271	1806	2120	2321
无形资产	802	798	875	973	994
其他非流动资产	1200	1546	1402	1271	1169
资产总计	4721	5321	6394	7128	8424
流动负债	2091	2475	3031	3007	3540
短期借款	1089	1448	1800	1900	2000
应付票据及应付账款	496	458	698	527	852
其他流动负债	507	569	534	580	689
非流动负债	433	411	567	556	478
长期借款	239	133	289	278	200
其他非流动负债	194	278	278	278	278
负债合计	2525	2886	3599	3563	4019
少数股东权益	8	8	9	11	13
股本	890	890	890	890	890
资本公积	505	507	507	507	507
留存收益	794	1040	1429	2085	2765
归属母公司股东权益	2189	2427	2787	3555	4393
负债和股东权益	4721	5321	6394	7128	8424

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	141	249	708	1067	1296
净利润	122	260	494	859	929
折旧摊销	142	163	176	236	283
财务费用	26	38	70	80	92
投资损失	-3	0	-3	-4	-2
营运资金变动	-166	-260	-39	-110	-19
其他经营现金流	20	47	10	7	13
投资活动现金流	-819	-841	-643	-513	-400
资本支出	820	841	645	516	402
长期投资	0	0	0	-1	-1
其他投资现金流	1	1	3	4	2
筹资活动现金流	822	494	239	-13	-92
短期借款	729	359	352	100	100
长期借款	239	-106	156	-11	-78
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	12	2	0	0	0
其他筹资现金流	-161	239	-269	-102	-115
现金净增加额	144	-97	305	542	803

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2855	3244	4162	4818	5406
营业成本	2421	2498	3027	3208	3611
税金及附加	20	67	41	52	65
销售费用	124	109	200	212	228
管理费用	117	157	195	217	245
研发费用	39	33	50	59	65
财务费用	26	38	70	80	92
资产和信用减值损失	-15	-30	-11	-7	-13
其他收益	10	7	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	0	3	4	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	107	316	579	995	1096
营业外收入	34	42	22	26	31
营业外支出	2	19	7	9	9
利润总额	139	338	594	1013	1118
所得税	17	78	100	154	189
净利润	122	260	494	859	929
少数股东损益	0	0	1	2	2
归属母公司净利润	121	259	493	857	927
EBITDA	292	538	832	1322	1484
EPS (元)	0.14	0.29	0.55	0.96	1.04

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增长(%)	14.89	13.60	28.33	15.75	12.20
营业利润同比增长(%)	20.83	195.23	83.60	71.79	10.13
归属于母公司净利润同比增长(%)	50.05	114.06	90.03	73.77	8.19
获利能力					
毛利率(%)	15.23	22.97	27.27	33.41	33.21
净利率(%)	4.26	8.01	11.87	17.82	17.18
ROE(%)	5.54	10.67	17.67	24.08	21.09
ROIC(%)	3.51	6.44	10.34	14.87	14.01
偿债能力					
资产负债率(%)	53.47	54.24	56.28	49.98	47.71
净负债比率(%)	40.55	61.73	58.68	35.19	12.27
流动比率	0.76	0.64	0.72	0.88	1.08
速动比率	0.40	0.28	0.37	0.53	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.65	0.71	0.71	0.70
应收账款周转率	30.53	36.67	35.00	35.00	35.00
应付账款周转率	8.52	8.10	24.06	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.29	0.55	0.96	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.28	0.79	1.20	1.45
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.72	3.13	3.99	4.93
估值比率					
P/E	43.1	20.1	10.6	6.1	5.6
P/B	2.4	2.2	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	20.94	12.51	8.25	4.90	3.89

资料来源: Wind, 华龙证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046