

红四方 (603395.SH)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周二（11月12日）有一家主板上市公司“红四方”询价。
- ◆ **红四方 (603395):** 公司是专业从事复合肥和氮肥产品研发、生产、销售和服务的化肥生产企业。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 30.54 亿元/41.70 亿元/38.99 亿元, YOY 依次为 13.90%/36.56%/-6.49%; 实现归母净利润 1.11 元/1.19 亿元/1.58 亿元, YOY 依次为 -7.59%/7.64%/32.77%。最新报告期, 公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 26.66 亿元、同比减少 11.41%, 实现归母净利润 1.12 亿元、同比减少 15.88%。根据公司管理层初步预测, 公司 2024 年营业收入同比增长 -1.76% 至 -0.50%, 归母净利润同比增长 3.70% 至 7.08%。
- ① **投资亮点:** 1、公司隶属国资委下属央企中盐集团; 依托实控人的平台资源优势及自身的经营积累, 公司复合肥产销量位居行业前列。公司实控人为国资委 100% 持股的国有独资企业中盐集团, 是中盐集团农肥业务板块的运营主体; 公司业务前身最早可追溯至 1958 年成立的合肥蜀山化肥厂, 系我国最早一批氮肥厂之一、也系国内最早规模化生产复混肥料的企业之一; 经营期间, 公司先后在主要种植区建设吉林扶余、湖北随州、湖南醴陵生产基地, 产品涵盖常规复合肥料、各种作物配方肥、新型特种肥料等多个系列数百个品种规格。截至目前, 公司已成为国内复合肥的重要供应厂商; 据公司招股书披露, 2023 年、公司各类复合肥产量达 235 万吨/年, 其产销量在国内复合肥行业排名第 10 位。从行业发展来看, 据国家统计局及智研咨询统计显示, 相较发达国家化肥复合化率为 70%-80%, 2022 年我国复合化率仅为 45%、仍有一定的提升空间; 随着农业现代化的推进, 利好以公司为代表的复合肥供应厂商。2、公司持续丰富产品结构; 2019 年通过业务重组向上游单质氮肥尿素延伸, 目前又拟通过募投项目向新型增效专用肥料及钾肥拓展。1) 尿素领域: 2019 年, 中盐集团将农肥板块作为重点打造的新业务板块, 通过重组红四方控股尿素和复合肥相关资产, 使公司业务向上游单质肥延伸。截至目前, 公司已成为氮肥和复合肥一体化的化肥企业、形成较强的产业链协同优势, 2023 年公司尿素产量达 30 万吨/年; 另据公司问询函回复披露, 公司还将建设“年产 8 万吨大颗粒缓释尿素项目”, 以进一步提升尿素产品的产能及其附加值。2) 新型特种肥料及钾肥: 公司的募投项目一方面将建设“20 万吨/年新型增效专用肥料项目”以丰富现有的复合肥产品品类, 另一方面将建设“5 万吨/年优质钾肥及配套工程项目”以补齐在单质肥钾肥领域的短板。据公司招股书披露, 上述两个项目已于 2023 年提前建设; 截至 2024 年 6 月末, 两个项目的在建工程余额分别为 11868.16 万元、5238.19 万元, 对应的项目投资额占比依次为 48.41%、37.40%。
- ② **同行业上市公司对比:** 公司主要以复合肥产品为业务核心; 根据主营业务的相似性, 选取司尔特、芭田股份、六国化工、新洋丰、史丹利、云图控股、云天化为红四方的可比上市公司。从上述可比公司来看, 2023 年度可比公司的平均收入为 185.73 亿元, 平均 PE-TTM (算数平均) 为 17.96X, 平均销售毛利率为 14.92%; 相较而言, 公司营收规模及销售毛利率均未及同业平均。
- ◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	150.00
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴铮铮
 daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (金天钛业)-2024 年第 77 期-总第 504 期 2024.11.2
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (壹连科技)-2024 年第 76 期-总第 503 期 2024.11.1
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (聚星科技)-2024 年第 75 期-总第 502 期.docx 2024.10.27
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (港迪技术)-2024 年第 74 期-总第 501 期 2024.10.24
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (科拜尔)-2024 年第 73 期-总第 500 期 2024.10.21



容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	3,053.7	4,170.1	3,899.4
同比增长(%)	13.90	36.56	-6.49
营业利润(百万元)	121.8	126.6	171.7
同比增长(%)	-4.86	3.91	35.62
归母净利润(百万元)	110.8	119.3	158.4
同比增长(%)	-7.59	7.64	32.77
每股收益(元)	0.74	0.80	1.06

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、红四方	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全国复合肥施用量和复合化率情况	5
图 6: 批发价: 国产三元复合肥 (单位: 元/吨)	5
图 7: 氮肥施用量 (单位: 万吨)	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	7

一、红四方

公司是专业从事复合肥和氮肥产品研发、生产、销售和服务的化肥生产企业；经过多年技术创新、产品研发、工艺优化和渠道建设，公司已形成以复合肥产品为主，并向上游氮肥产业延伸的完整的研发、生产、销售和农化服务体系，产品主要包括常规复合肥料、各种作物配方肥、新型特种肥料、氮肥等多个系列数百个品种规格。

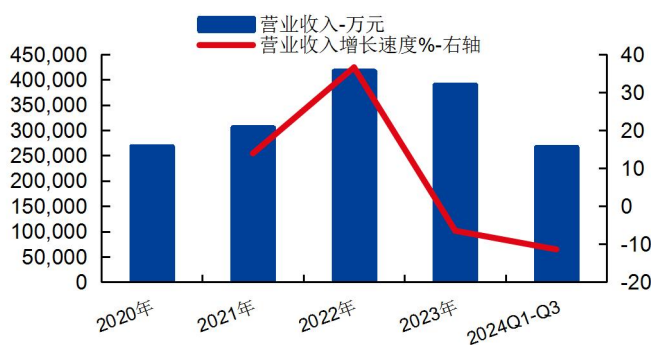
公司目前已建立覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）的销售网络和农化服务体系。公司拥有全国首家挂牌化工农化服务中心，主导起草了中国化工企业管理协会团体标准《肥料企业农化服务通则》；2015 年以来，与农业农村部全国农业技术推广服务中心合作，在安徽、河南、山东、浙江等全国 24 个省（自治区、直辖市）水稻、玉米、小麦、花生等多种作物上开展红四方缓释肥、控失肥、水溶肥等新型肥料肥效试验和大田应用示范，并与多家国内知名的农业产业化龙头企业建立了稳定的合作关系。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 30.54 亿元/41.70 亿元/38.99 亿元，YOY 依次为 13.90%/36.56%/-6.49%；实现归母净利润 1.11 亿元/1.19 亿元/1.58 亿元，YOY 依次为 -7.59%/7.64%/32.77%。最新报告期，公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 26.66 亿元、同比减少 11.41%，实现归母净利润 1.12 亿元、同比减少 15.88%。

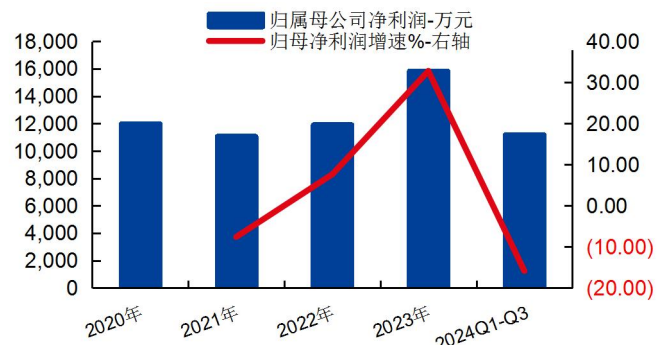
2023 年，公司主营收入按产品类型可分为两大板块，分别为复合肥产品（32.79 亿元，84.85%）、氮肥产品（5.86 亿元、15.15%）。根据最新的 2024 年 1-6 月数据，公司来自复合肥产品的收入在总营收中已占据 88%以上的份额，为公司的核心产品；其中，伴随着新业务的顺利开拓，新型特种肥料的份额正逐步抬升、由 2021 年的 10.54%提升至 2024H1 的 19.44%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



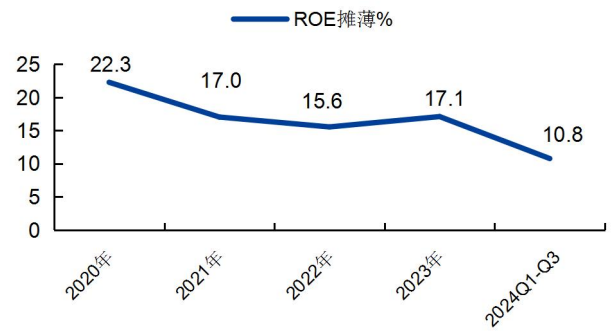
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司所处行业为化肥行业；按具体产品类型来看，包括复合肥和氮肥两个细分领域。

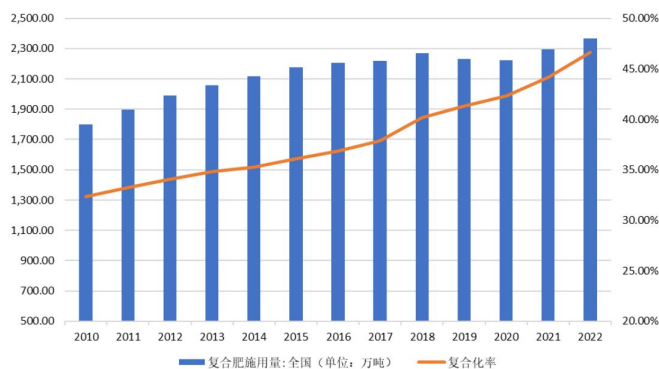
1) 复合肥行业

复合肥料是含有氮、磷、钾三种营养元素中的两种及以上且可标明含量的化肥；可同时提供多种营养元素，并能提高作物产量、改良土壤、减轻农业面源污染、肥料利用率高。

近十年来，我国复合肥施用量增速显著高于氮肥、磷肥以及化肥总施用量的增速，复合化率平稳提高，表明随着科学施肥、平衡施肥知识的推广和普及，复合肥越来越得到农民的认同。1980 年我国化肥复合化率仅为 2.1%，1990 年提高到 13.2%，2000 年提高到 22.1%，2020 年达到 42.30%，而国际复合化率平均水平为 50%，发达国家复合化率为 70%~80%，我国化肥复合化率水平与农业发达国家相比还有一定的差距。

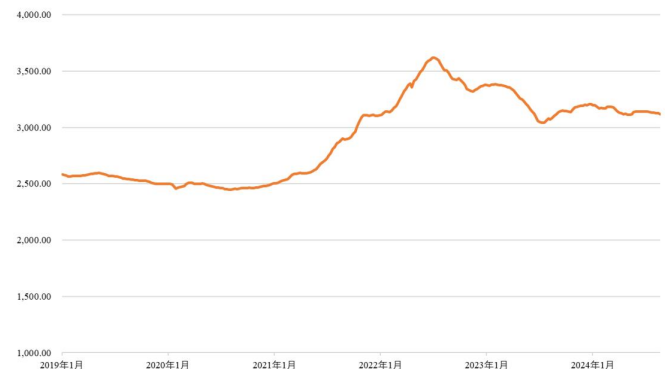
从复合肥产品成本构成来看，用作原材料的氮磷钾三大基础肥料占生产成本的比例接近 90%，对复合肥产品成本及销售价格影响重大，因此复合肥的价格波动与单质肥的价格同向波动。2019 年至 2020 年，受上游原材料价格走弱影响，复合肥整体价格呈波动下行趋势。2021 年以来，在煤炭、氮肥、磷肥、钾肥等原材料成本上涨的支撑下，复合肥价格上涨幅度较大。

图 5：全国复合肥施用量和复合化率情况



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

图 6：批发价：国产三元复合肥（单位：元/吨）

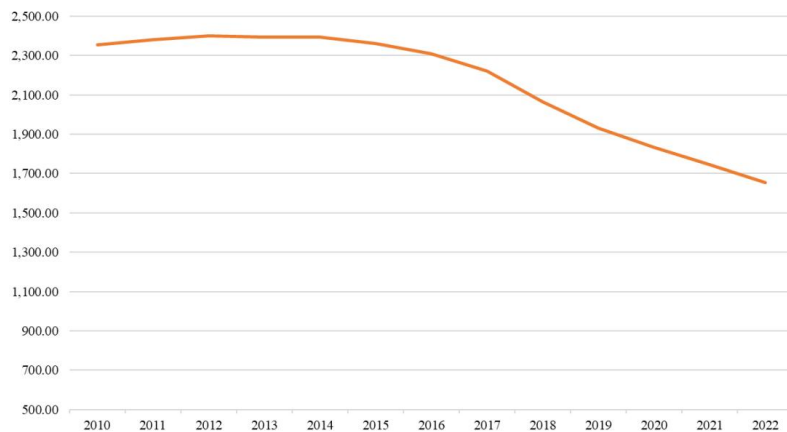


资料来源：商务部、华金证券研究所

2) 氮肥行业

我国农作物施用肥料中氮肥是除复合肥之外的第二大肥种，2020 年全国氮肥施用量是磷肥施用量的 2.80 倍，是钾肥施用量的 3.38 倍。受种植结构变化、土地轮作休耕试点扩大、化肥使用量零增长等政策的影响，氮肥施用量(折纯)自 2016 年出现较大幅度下降，施用量由 2016 年的 2,310.46 万吨下降至 2022 年的 1,654.20 万吨。未来随着化肥减量增效政策的持续推进，氮肥需求量预计不会有明显增加。

图 7：氮肥施用量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司隶属国资委下属央企中盐集团；依托实控人的平台资源优势及自身的经营积累，公司复合肥产销量位居行业前列。公司实控人为国资委 100% 持股的国有独资企业中盐集团，是中盐集团农肥业务板块的运营主体；公司业务前身最早可追溯至 1958 年成立的合肥蜀山化肥厂，系我国最早一批氮肥厂之一、也系国内最早规模化生产复混肥料的企业之一；经营期间，公司先后在主要种植区建设吉林扶余、湖北随州、湖南醴陵生产基地，产品涵盖常规复合肥料、各种作物配方肥、新型特种肥料等多个系列数百个品种规格。截至目前，公司已成为国内复合肥的重要供应厂商；据公司招股书披露，2023 年、公司各类复合肥产量达 235 万吨/年，其产销量在国内复合肥产行业排名第 10 位。从行业发展来看，据国家统计局及智研咨询统计显示，相较于发达国家化肥复合化率为 70%-80%，2022 年我国复合化率仅为 45%、仍有一定的提升空间；随着农业现代化的推进，利好以公司为代表的复合肥供应厂商。

2、公司持续丰富产品结构；2019 年通过业务重组向上游单质氮肥尿素延伸，目前又拟通过募投项目向新型增效专用肥料及钾肥拓展。1) 尿素领域：2019 年，中盐集团将农肥板块作为重点打造的新业务板块，通过重组红四方控股尿素和复合肥相关资产，使公司业务向上游单质肥延伸。截至目前，公司已成为氮肥和复合肥一体化的化肥企业、形成较强的产业链协同优势，2023 年公司尿素产量达 30 万吨/年；另据公司问询函回复披露，公司还将建设“年产 8 万吨大颗粒缓释尿素项目”，以进一步提升尿素产品的产能及其附加值。2) 新型特种肥料及钾肥：公司的募投项目一方面将建设“20 万吨/年新型增效专用肥料项目”以丰富现有的复合肥产品品类，另一方

面将建设“5万吨/年优质钾肥及配套工程项目”以补齐在单质肥钾肥领域的短板。据公司招股书披露，上述两个项目已于2023年提前建设；截至2024年6月末，两个项目的在建工程余额分别为11868.16万元、5238.19万元，对应的项目投资额占比依次为48.41%、37.40%。

（四）募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入2个项目、以及偿还银行贷款与补充流动资金。

- 1、扩建20万吨/年新型增效专用肥料项目：**项目建成达产后，将年产20万吨新型增效高塔专用复合肥，产品主要用于经济价值高的农作物和农业集约化、规模化生产的区域。
- 2、扩建5万吨/年经济作物用专用优质钾肥及配套工程项目：**本项目建成达产后，将年产5万吨曼海姆硫酸钾和10万吨液体氯化钙；其中，硫酸钾产品可以满足市场对优质钾肥的需求，氯化钙产品可以作为污水处理剂服务于本项目所在地合肥市相关主导产业（如集成电路、平板显示企业）。

表1：公司IPO募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	扩建20万吨/年新型增效专用肥料项目	24,516.15	23,550.15	12个月
2	扩建5万吨/年经济作物用专用优质钾肥及配套工程项目	14,006.84	14,006.84	12个月
3	偿还银行贷款及补充流动资金	12,000.00	12,000.00	-
	总计	50,522.99	49,556.99	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2023年度，公司实现营业收入38.99亿元，同比减少6.49%；实现归属于母公司净利润1.58亿元，同比增加32.77%。根据管理层初步预测，公司预计2024全年实现营业收入383,088.24万元至387,990.24万元，同比变动-1.76%至-0.50%；预计归属于母公司股东的净利润为16,421.27万元至16,955.78万元，同比增长3.70%至7.08%；预计扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润为15,188.35万元至15,722.86万元，同比增长1.08%至4.64%。

公司主要以复合肥产品为业务核心；根据主营业务的相似性，选取司尔特、芭田股份、六国化工、新洋丰、史丹利、云图控股、云天化为红四方的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023年度可比公司的平均收入为185.73亿元，平均PE-TTM（算数平均）为17.96X，平均销售毛利率为14.92%；相较而言，公司营收规模及销售毛利率均未及同业平均。

表2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2023年营业收入 (亿元)	2023年 营收增速	2023年归 母净利润 (亿元)	2023年归 母净利润 增速	2023年 销售毛利 率	2023年 ROE(摊 薄)
002538.SZ	司尔特	48.65	20.00	39.13	-19.87%	1.22	-77.03%	15.67%	2.32%
002170.SZ	芭田股份	70.72	25.94	32.44	13.60%	2.59	114.08%	22.97%	10.69%

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2023年营业收入 (亿元)	2023年 营收增速	2023年归 母净利润 (亿元)	2023年归 母净利润 增速	2023年 销售毛利 率	2023年 ROE(摊 薄)
600470.SH	六国化工	26.50	36.53	69.33	-8.17%	0.23	-88.10%	8.05%	1.26%
000902.SZ	新洋丰	167.51	12.60	151.00	-5.38%	12.07	-7.85%	14.89%	12.59%
002588.SZ	史丹利	85.70	10.91	99.91	10.54%	7.01	58.94%	17.48%	11.45%
002539.SZ	云图控股	97.70	11.54	217.67	6.17%	8.92	-40.22%	10.18%	10.78%
600096.SH	云天化	429.23	8.19	690.60	-8.30%	45.22	-24.90%	15.18%	24.13%
	平均值	132.29	17.96	185.73	-1.63%	11.04	-9.30%	14.92%	10.46%
603395.SH	红四方	/	/	38.99	-6.49%	1.58	32.77%	12.57%	17.11%

资料来源: Wind (数据截至日期: 2024年11月6日), 华金证券研究所

(六) 风险提示

液氨采购集中于关联方的风险、市场需求波动风险、业绩季节性波动及下滑风险、主要原材料价格波动的风险、环境保护风险、安全生产风险、尚未取得土地使用权及围占土地导致的风险、偿债能力风险、关联方采购占比较高的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn