

宏达股份 (600331.SH)

凤凰涅槃，集团赋能未来可期

国资入主后，公司有望摆脱历史包袱，步入发展正轨。参股的多龙铜矿开发进展提速，开发利用方案已通过专家审查，有望成为公司未来重要盈利增长极。

□**国资入主，摆脱历史包袱。**2024 年 9 月公司控股股东由四川宏达实业变更为蜀道投资集团，实际控制人为四川省国资委。公司因历史原因存在较大债务问题，包括因金鼎锌业合同纠纷案尚有应付金鼎锌业返还利润款本金 4.23 亿元及延迟履行金 2.23 亿元（2025 年 3 月 3 日公告已偿还 3.23 亿元），且存在短期借款 7.1 亿元，资产负债率高达 82.50%，公司 2024 年 9 月发布定增预案，拟向控股股东增发 6.096 亿股，募集资金 28.53 亿元，用于偿还债务和补充流动资金，定增完成后，将极大提高公司偿债能力、优化公司资本结构。此外，公司四川信托股权问题落地，公司无偿让渡四川信托 22.1605% 股权。

□**企业产业基础深厚，集团全面赋能，发挥资源整合与业务协同优势。**公司深耕磷化工、锌冶炼多年，拥有深厚的产业基础，为有效利用集团资源优势提供坚实基础。集团公司拥有丰富上游矿石资源，涵盖铜、铅锌、磷、钒钛磁铁、钾等金属品种，当前有直接竞争的磷酸盐业务已经做出了同业竞争承诺。2024 年 12 月集团整合资源板块，四川路桥旗下矿产新材料板块出表归入集团公司，矿业集团成为蜀道集团直接控制的矿产板块核心运营主体，为公司可能的未来资源整合打开了想象空间。

□**多龙铜矿：高原矿产开发的战略新机遇。**公司目前持有多龙铜矿 30% 股权，集团公司持有 40%。国资集团入主后，多龙铜矿开发进展有望提速。2024 年 10 月，公司地质勘探报告成功通过西藏自治区自然资源厅专家评审，2025 年 2 月，西藏自治区土地矿权交易和资源储量评审中心组织专家通过了《西藏自治区改则县多龙矿区铜矿矿产资源开发利用方案》的审查。多龙铜矿资源丰富，铜和金资源量分别约 690 万吨和 300 吨，设计年产铜金分别约 26 万吨和 8 吨。

□**首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**预计 2024-2026 公司归母净利润分别为 0.36、0.70、1.22 亿元，对应 PE 分别为 394、204、117 倍。

□**风险提示：**产品和原材料价格波动风险、环保和安全生产风险、金鼎锌业合同纠纷案执行风险、定增审批不确定性、在建项目进度不达预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2940	3026	3385	3908	4398
同比增长	1%	3%	12%	15%	13%
营业利润(百万元)	73	(77)	43	82	143
同比增长	-76%	-205%	-156%	93%	74%
归母净利润(百万元)	60	(96)	36	70	122
同比增长	-80%	-259%	-138%	93%	74%
每股收益(元)	0.03	-0.05	0.02	0.03	0.06
PE	237.5	-149.0	394.3	203.9	117.3
PB	34.6	44.7	40.1	4.4	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

周期/金属及材料
当前股价：7.0 元

基础数据

总股本（百万股）	2032
已上市流通股（百万股）	2032
总市值（十亿元）	14.2
流通市值（十亿元）	14.2
每股净资产（MRQ）	0.2
ROE（TTM）	-1.5
资产负债率	82.5%
主要股东	蜀道投资集团有限责任公司
主要股东持股比例	23.93%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002
liuwei jie@cmschina.com.cn
赖如川 S1090523060003
lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、基本情况：国资控股，化工与有色金属双主业	4
1、历史沿革	4
2、股权结构	5
3、主营业务	5
二、摆脱历史包袱，集团赋能未来可期	8
1、解决历史遗留问题，轻装上阵	8
（1）金鼎锌业债务问题	8
（2）四川信托权益处理	8
2、集团全面赋能：资源整合与业务协同	9
（1）集团整合资源板块	9
（2）集团资源梳理	10
3、多龙铜矿：高原矿产开发的战略新机遇	12
三、投资建议	13
四、风险提示	14

图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司主营业务	6
图 4：公司主营业务营业收入（亿元）	6
图 5：公司主营业务毛利润（亿元）	6
图 6：公司主要产品产量（万吨）	6
图 7：公司主要产品销量（万吨）	6
图 8：公司归母净利润（亿元）	7
图 9：公司主要产品单位毛利润（万元/吨）	7
图 10：蜀道集团股权结构（交易前）	9
图 11：蜀道集团股权结构（交易后）	9
图 12：蜀道投资集团矿产资源布局	10
图 13：蜀道矿业集团国内矿产资源	11

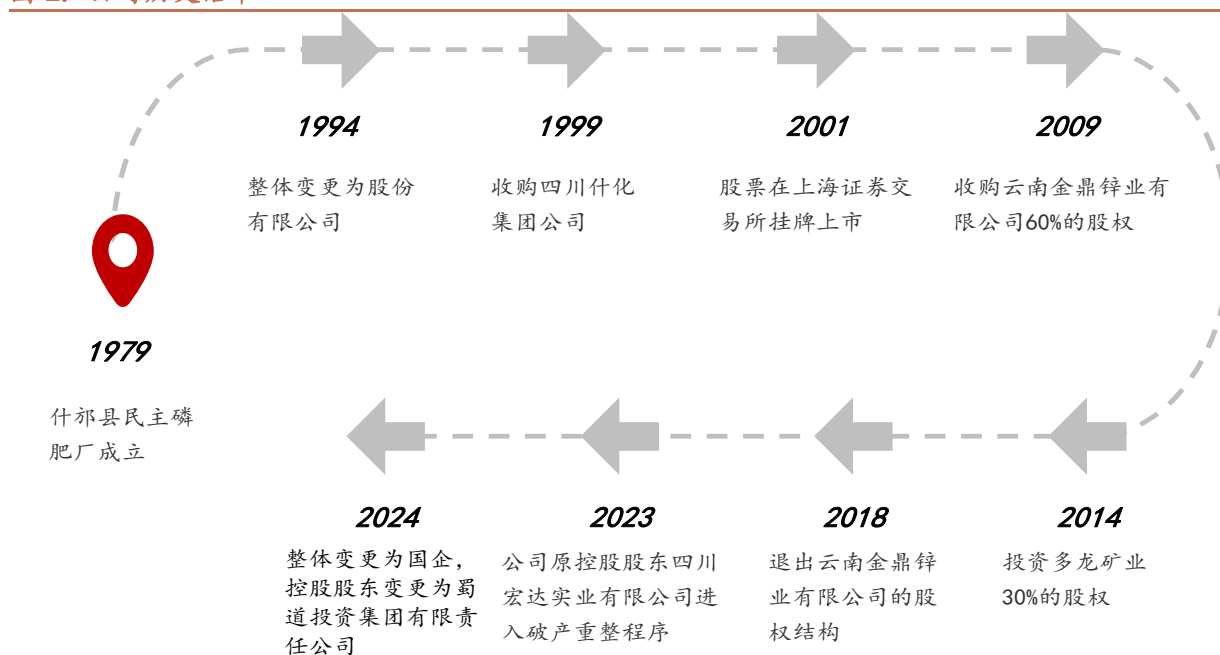
图 14: 蜀道矿业集团国外矿产资源	11
图 15: 多龙铜矿股权结构	12
图 16: 宏达股份历史 PEBand	14
图 17: 宏达股份历史 PBBand	14
表 1: 多龙铜矿开发利用方案	12
表 2: 公司主要经营数据预测	13
附: 财务预测表	15

一、基本情况：国资控股，化工与有色金属双主业

1、历史沿革

公司前身是什邡县民主磷肥厂，创建于1979年7月，1994年1月经四川省经济体制改革委员会批复完成股份制改制。1999年11月，公司通过整体收购方式正式整合四川什化集团公司，后者是国家大型二类企业，也是国家石油化学工业局和四川省的重点磷复肥企业，通过此次收购，公司成立了四川宏达化工股份有限公司什化分公司，正式进入磷化工领域。2001年12月，公司在上海证券交易所成功上市。2003年，公司通过招商引资进入云南金鼎锌业，收购其60%股权，成为第一大股东，由于股权争议，公司与云南冶金集团等四家公司发生法律纠纷。2014年9月，公司与四川宏达（集团）有限公司（以下简称“宏达集团”）、西藏自治区地质矿产勘查开发局第五地质大队（以下简称“西藏地质五队”）共同投资设立合资公司西藏宏达多龙矿业有限公司（以下简称“多龙矿业”），其中公司以现金出资，占比30%。2018年12月，最高人民法院裁定公司持有金鼎锌业60%股权无效。2023年6月，公司原控股股东四川宏达实业进入破产重整程序。2024年，公司迎来了“民企转国企”的重要转型。7月19日，什邡市人民法院裁定批准《四川宏达（集团）有限公司、四川宏达实业有限公司合并重整案重整计划（草案）》，并终止宏达集团、宏达实业重整程序。9月5日，控股股东变更为蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），实际控制人变更为四川省国资委。9月14日，什邡法院根据重整计划出具协助执行通知书，宏达实业100%股权变更登记至蜀道集团名下。9月19日，公司拟向控股股东蜀道集团定向增发不超过6.096亿股，定价4.68元/股，总募集资金约28.53亿元，用于偿还债务及补充流动资金。

图1：公司历史沿革

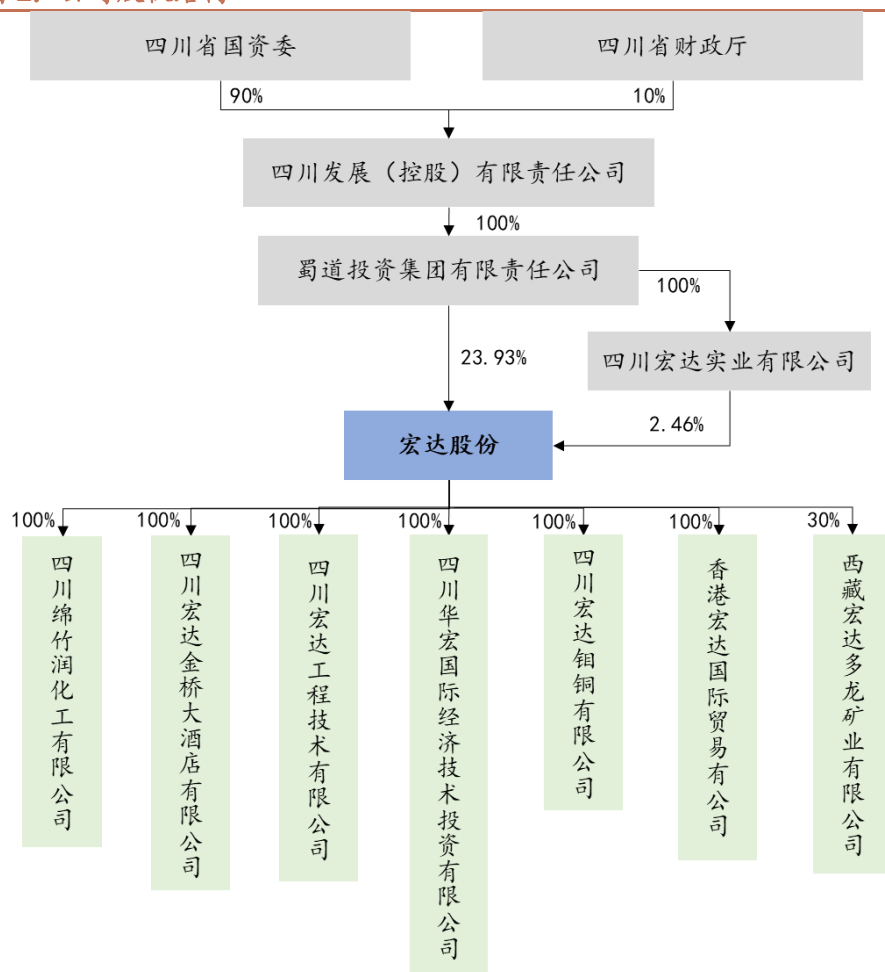


资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构

蜀道集团为公司第一大股东，公司的实控人为四川省国资委。截至 2024 年 10 月，集团直接持有公司原控股股东宏达实业所持有的 486,237,405 股无限售流通股，占公司总股本的 23.93%，并通过宏达实业间接持有 5000 万股无限售流通股，占总股本的 2.46%，合计持股比例为 26.39%。公司控股 6 家子公司，包括四川绵竹川润化工有限公司、四川宏达金桥大酒店有限公司、四川宏达工程技术有限公司、四川华宏国际经济技术投资有限公司、四川宏达钼铜有限公司以及香港宏达国际贸易有限公司。此外，公司还参股西藏宏达多龙矿业有限公司。

图 2：公司股权结构



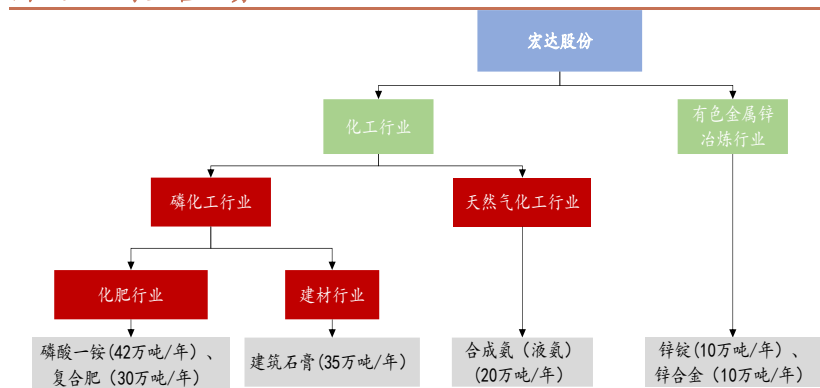
资料来源：公司公告、招商证券

3、主营业务

公司当前主营业务为锌冶炼与化工业务，聚焦于冶炼环节的产业链整合与协同发展。公司本部包含有色基地和磷化工基地，主要经营模式为以销定产，市场化采购磷矿、锌精矿等原辅材料。在生产过程中，公司充分利用冶炼过程中产生的副产物硫酸（冶炼酸），将其应用于磷化工工艺，与磷矿石及磷氨（如液氨）等原料相结合，构建循环经济模式。公司产品涵盖：化肥（如磷铵、磷酸二氢钾、复合肥、大量元素水溶肥、硫酸钾、氯化钾、硫酸铵、氯化铵等）、化工原料与副产品（如工业级磷酸一铵、工业硫酸、氯碱、石膏及石膏制品等），以及有色金属和稀有金属（如锌锭、锌合金及其废渣中提取的稀有金属钼、铟、锗和氧化锌）。

截止 24H1，公司磷酸盐系列产品 42 万吨/年，复合肥 30 万吨/年，建筑石膏粉锻烧线 35 万吨/年，天然气为原料的合成氨 20 万吨/年，锌锭和锌合金各 10 万吨/年。

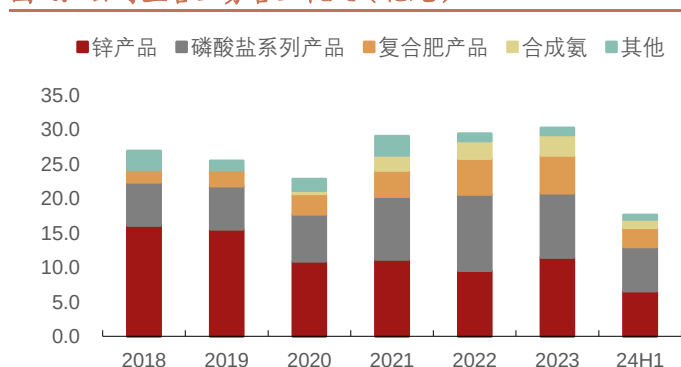
图 3：公司主营业务



资料来源：公司公告、招商证券

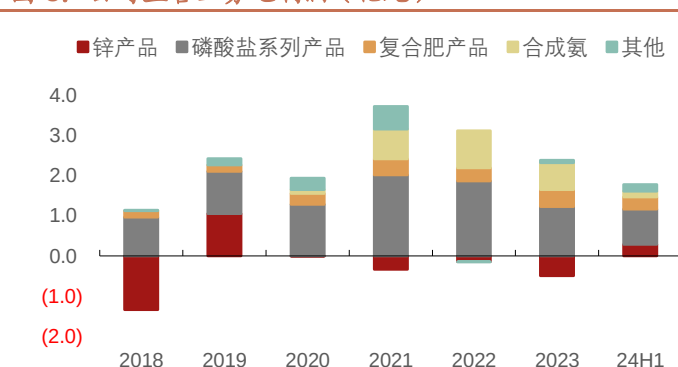
营业收入方面，24H1 公司实现营收 17.6 亿元，其中锌产品为 6.5 亿元，占比 37.1%，磷酸盐系列产品为 6.4 亿元，占比 36.6%，复合肥产品和合成氨营收分别为 2.8 和 1.2 亿元，分别占比 15.8%和 6.7%；毛利润上看，磷酸盐系列产品占比最高，24H1 达 49.3%，其次为复合肥产品 17.1%，锌产品扭亏为盈，占比 16.3%。

图 4：公司主营业务营业收入（亿元）



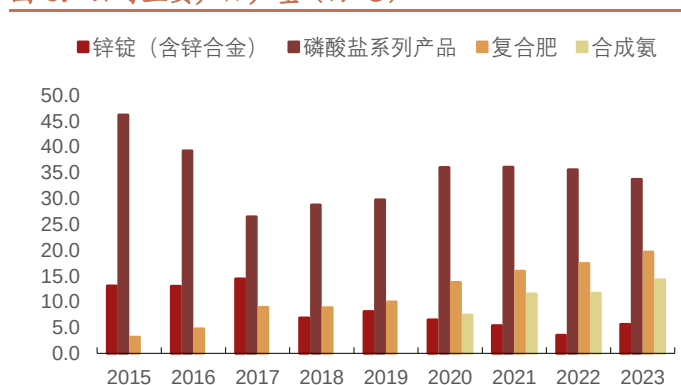
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司主营业务毛利润（亿元）



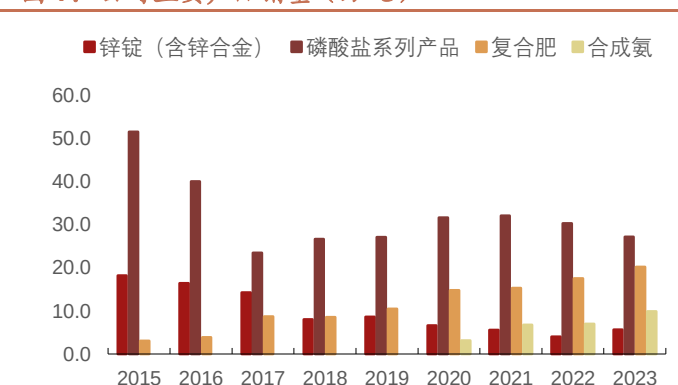
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司主要产品产量（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司主要产品销量（万吨）

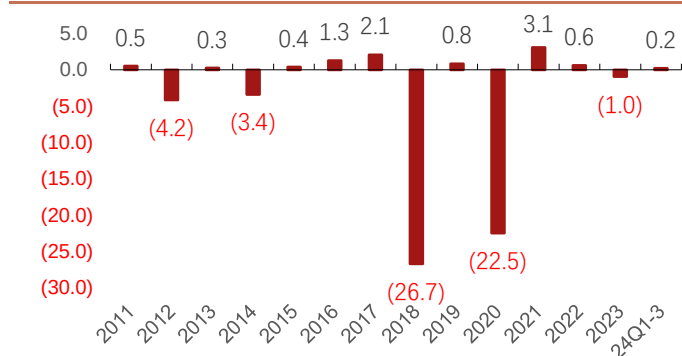


资料来源：公司公告、招商证券

公司净利润波动较大，2024 年前三季度实现归母净利润 0.2 亿元。公司 2018

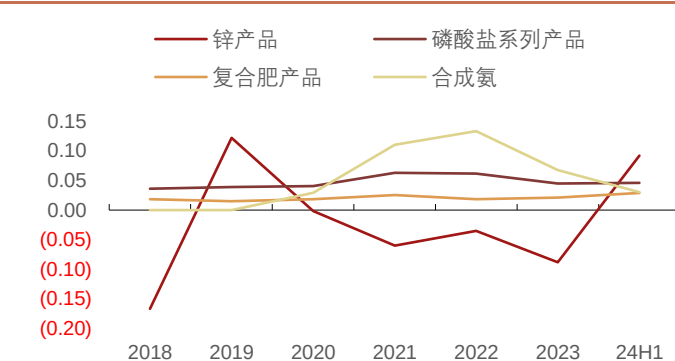
年和 2020 年均录得大幅亏损，分别为 -26.7 亿元和 -22.5 亿元。2018 年亏损主要由于最高人民法院裁定公司持有的金鼎锌业 60% 股权无效，公司因此不再将其纳入合并报表，并需向金鼎锌业返还 2003-2012 年期间的利润。2020 年的亏损则主要由于四川信托出现流动性危机，公司对其 22.16% 的股权投资计提全额减值，同时金鼎锌业诉讼仍在影响公司财务，延迟履行金计入当期损益。从产品单位盈利上看，磷酸盐和复合肥产品总体平稳，锌产品和合成氨的单吨毛利润波动较大。

图 8：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司主要产品单位毛利润（万元/吨）



资料来源：公司公告、招商证券

二、摆脱历史包袱，集团赋能未来可期

1、解决历史遗留问题，轻装上阵

（1）金鼎锌业债务问题

法院判决公司原持有金鼎锌业 60%股权无效。公司原持有金鼎锌业 60%股权，其中 51%的股权系 2003 年至 2006 年通过向金鼎锌业增资 4.96 亿元取得，9%的股权系 2009 年 3 月公司与宏达集团签订《股权转让协议》，公司从宏达集团以 9.29 亿元受让取得。因合同纠纷，金鼎锌业四家股东云南冶金集团股份有限公司、怒江州国有资产经营有限责任公司、云南省兰坪白族普米族自治县财政局、云南铜业（集团）有限公司作为原告起诉公司及宏达集团。2018 年 12 月 24 日，最高人民法院对公司金鼎锌业合同纠纷案做出终审判决，根据最高人民法院《民事判决书》（2017）最高法民终 915 号判决结果，**公司原持有金鼎锌业 60%股权无效，且扣除已经支付的增资款 4.96 亿元后，公司需于判决生效之日起十五日内向金鼎锌业返还 2003 年-2012 年获得的利润 10.74 亿元。**

公司拟向大股东定增解决剩余债务问题。截至 2024 年 9 月末，公司通过现金加资产抵债方式已向金鼎锌业返还利润 6.51 亿元，尚有应付金鼎锌业返还利润款本金 4.23 亿元及延迟履行金 2.23 亿元（2025 年 3 月 3 日公告已用现金偿还 3.23 亿元），合计占公司 2024 年 6 月末总资产的比例为 28.8%。公司本次向特定对象发行股票募集资金总额为 28.53 亿元（实际募集金额以审核通过金额为准），拟发行 609,600,000 股，发行价格为 4.68 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。本次发行对象为公司控股股东蜀道集团，以现金方式全额认购，且所认购股票自上市之日起 36 个月内不得转让。本次募集资金将主要用于偿还债务和补充流动资金，其中包括偿还金鼎锌业相关债务，以缓解公司财务压力、降低资产负债率。**本次发行完成后，蜀道集团持股比例将由 26.39% 提升至 43.38%（最终持股比例以实际募集资金确定的比例为准）。**

（2）四川信托权益处理

公司无偿让渡四川信托 22.1605%股权。四川信托原是公司的联营企业，公司对其持股比例为 22.1605%。2020 年 12 月，因违规经营，监管部门联合地方政府对四川信托实施管控，开始风险处置。2024 年 4 月 1 日，国家金融监管部门批准了对四川信托实施破产重整的申请。4 月 7 日，四川信托以无力清偿到期债务为由向成都市中级人民法院申请重整，4 月 23 日法院裁定受理破产重整申请，并指定清算组担任管理人。公司于 9 月 19 日通过了《关于同意公司参股公司四川信托有限公司重整计划（草案）之出资人权益调整方案的议案》，同意公司无偿让渡持有的四川信托 22.1605%股权，由管理人根据重整计划的规定进行处置。**根据重整计划，公司不再持有四川信托股权，并按照企业会计准则处置相关长期股权投资，将-3,594.46 万元计入当期损益。此前，公司已于 2020 年度全额计提了对四川信托 19.05 亿元的长期股权投资减值准备。**

2、集团全面赋能：资源整合与业务协同

公司深耕磷化工、锌冶炼多年，拥有深厚的产业基础，为有效利用集团资源优势提供坚实基础。公司通过有色金属锌冶炼与磷化工业务的有机结合，构建锌冶炼→尾气→磷、硫→化工产品的循环经济产业链条，应用锌冶炼尾气制酸、蒸汽及余热回收利用、废液循环利用、废渣回收及稀贵金属提炼等工艺技术，使锌冶炼和磷化工生产有机融合，实现资源循环综合利用。在技术、品牌等方面公司具备较大优势，公司为全国肥料和土壤调理剂标准化技术委员会委员单位，是多个磷化工产品的国家/行业标准的主要起草单位，拥有多项涉及磷化工生产的国家发明专利。化工方面经过多年打造并传承下来的老字号品牌“云顶”、“华云”和“生茂”牌具有较高的知名度及品牌价值。当前公司产能利用率仍有进一步提升空间，在集团资源端赋能背景下，凭借公司技术和品牌优势，现有业务有望加速发展。

集团公司拥有丰富铜矿和磷矿资源。蜀道投资集团有限责任公司作为四川省属大型国有企业，自 2021 年成立以来，通过重组整合原四川交投集团与四川铁投集团，逐步构建了以“交通+”为核心的多元产业布局，在矿业新材料领域拥有显著的资源优势，控股国内外 32 宗矿业权，涵盖铜、铅锌、磷、钒钛磁铁、钾和金六种重要矿种。其中，包括全球最大的露天钾盐矿厄特库鲁里钾盐矿，以及资源总量位居国内前列的铜矿和磷矿资源。

集团公司对于当前有直接竞争的磷酸盐业务作出了承诺。公司主营业务重的磷酸盐业务与蜀道集团控股的德阳昊华清平磷矿有限公司形成了直接竞争。蜀道集团通过对现有业务的整合和调整，承诺将在未来五年内采取措施，解决与公司磷酸盐业务的同业竞争问题，包括通过资产重组、业务调整和委托管理等方式进行资源整合。此外，为避免新增同业竞争，蜀道集团承诺在未来不会通过投资、收购或受托经营的方式扩展与公司磷酸盐业务相关的竞争性业务，且若有相关资产出售，公司享有优先购买权。

（1）集团整合资源板块

整合资源板块，四川路桥旗下矿产新材料板块出表归入集团公司。蜀道集团旗下的矿产资源之前主要由四川路桥建设集团股份有限公司管理，2024 年 12 月四川路桥发布公告对旗下矿产资源业务股权进行调整，大股东蜀道集团通过受让股权和增资的方式取得蜀道矿业集团的控制权，上市公司不再并表。本次交易完成后，蜀道集团将直接控股四川蜀道矿业集团股份有限公司，并通过增资扩股持有四川路桥矿业投资开发有限公司 60% 的股权。交易分为两部分：一是股权转让，四川路桥将其持有的矿业集团 20% 的股权转让给蜀道集团，作价 65,126.06 万元；二是增资扩股，蜀道集团将通过持有四川路桥 40% 的股权以及货币资金 325,630.31 万元，对矿业集团进行增资，增资后矿业集团的注册资本将增至 60 亿元，其中蜀道集团持股 60%，四川路桥持股 40%。此外，矿业集团还将以 35,715.91 万元收购四川路桥矿业 20% 的股权，从而实现对四川路桥矿业的控股。资源调整后，矿业集团成为蜀道集团直接控制的矿产板块核心运营主体，为公司可能的未来资源整合打开了想象空间。

图 10：蜀道集团股权结构（交易前）

图 11：蜀道集团股权结构（交易后）



蜀道投资集团资源板块主要在蜀道矿业集团和四川宏达集团旗下,涵盖铜、铅锌、磷、钒钛磁铁、钾等金属品种。

资料来源：公司公告、招商证券

10

包括两个铜金多金属矿项目（阿斯马拉铜金多金属矿和克尔克贝特金多金属矿）和一个钾盐矿项目（库鲁里钾盐矿）。

- 1) **德阳昊华清平磷矿**：主要从事磷矿开采和磷酸一铵的生产销售业务，拥有两宗采矿权（燕子岩和邓家火地）和一宗探矿权（烂泥沟磷矿）。截至 2022 年 9 月 30 日，燕子岩和邓家火地采矿权的保有资源量合计为 2433.6 万吨，其中燕子岩的保有资源量为 1635.9 万吨，平均品位为 27.20%；邓家火地的保有资源量为 797.7 万吨，平均品位为 30.62%。烂泥沟磷矿目前处于详查阶段，预计资源量约为 2437.10 万吨，平均品位为 15.35%。采矿许可证合计生产规模 100 万吨/年（燕子岩采矿权和邓家火地采矿权分别 60 万吨/年和 40 万吨/年），磷酸一铵厂主要生产农业级磷酸一铵 20 万吨/年，磷酸 10 万吨/年，以及硫酸 30 万吨/年。
- 2) **金川磷化**：主要从事磷矿石开采、加工以及磷产品（尤其是黄磷）的生产与销售。目前拥有年产 6 万吨的黄磷厂，并在 2023 年 10 月恢复生产。金川磷化的大黑山矿山也将在 2025 年恢复矿山开采及加工能力。
- 3) **阿斯马拉铜金多金属矿项目**：目前中厄两国最大的合资合作项目，总投资额为 5.99 亿美元，设计利用矿石量 5893.4 万吨，折合含金属量：铜 47.05 万吨，锌 112.28 万吨，金 25.45 吨，银 755.26 吨。目前项目已进入全面建设阶段，部分项目已于 2025 年投产，剩余项目计划 2026 年投产。
- 4) **克尔克贝特金多金属矿项目**：中国企业在厄投资最大的矿产资源勘查项目，现拥有一处探矿权。该项目经历了踏勘、预查、普查和详查四个勘查阶段，迄今为止，项目已取得显著进展，成功探获米尔金多金属矿床，于 2024 年取得采矿权，并确定了阿尔德布、米尔东、舒库拉南三个具有金、铜、锌多金属成矿潜力的区域，以及 13 个矿化（构造）蚀变带。同时，启动了新增勘查项目，拟通过系统性勘查工作，预期提交大型-超大型金、铜等多金属矿床 1-2 处、中型金、铜等多金属矿床 2-4 处。
- 5) **库鲁里钾盐矿项目**：库鲁里钾盐矿是世界上最浅的蒸发岩矿之一，钾盐资源最小埋深仅 16m。该矿床主要有三种类型的含钾矿物，包括钾石盐、光卤石和钾盐镁矾。项目产品为高纯度硫酸钾（SOP），此外高纯度工业盐、石膏和伴生溴也积极考虑开发利用。

图 13：蜀道矿业集团国内矿产资源

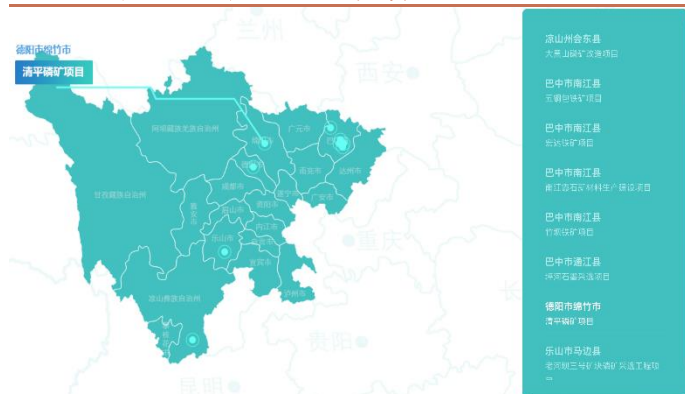


图 14：蜀道矿业集团国外矿产资源



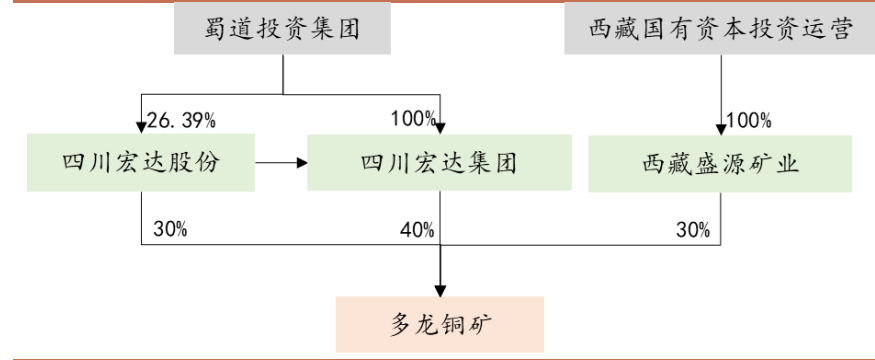
资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

3、多龙铜矿：高原矿产开发的战略新机遇

公司持股 30%，集团公司持股 40%。多龙铜矿作为公司的重要矿产资源项目，公司持有 30%股权，蜀道集团通过全资子公司宏达集团持有 40%股权，其余 30%由西藏地质五队代表的盛源矿业持有。随着宏达集团成为蜀道集团的全资控股子公司，多龙铜矿开发的战略地位进一步提升。

图 15：多龙铜矿股权结构



资料来源：公司年报、招商证券

国资集团入主后，多龙铜矿开发进展有望提速。目前，多龙铜矿仍处于地质勘探阶段，尚未取得采矿权证，多龙矿业尚未进行矿区建设、开采和实质经营。相关工作因历史原因进展缓慢，但随着股东背景的强化，有望利用国资平台和资金优势。2024 年 10 月，公司地质勘探报告成功通过西藏自治区自然资源厅专家评审，2025 年 2 月，西藏自治区土地矿权交易和资源储量评审中心组织专家通过了对《西藏自治区改则县多龙矿区铜矿矿产资源开发利用方案》的审查。

多龙铜矿资源丰富，铜和金资源量分别约 690 万吨和 300 吨，设计年产铜金分别约 26 万吨和 8 吨。多龙矿业现持有西藏阿里地区改则县多龙铜矿（由原多不杂铜矿和波龙铜矿整合为一个探矿权）和多不杂西铜矿两宗探矿权。上述铜矿探矿工作正在按计划有序推进，其中多不杂铜矿和波龙铜矿已完成详查，多不杂西铜矿已完成普查。多龙铜矿设计利用矿石资源量 14.4 亿吨，平均品位铜 0.48%、金 0.21g/t、银 1.22g/t，对应金属量铜 691 万吨、金 303 吨、银 1758 吨；设计生产规模为 7500×10⁴m³/年，露天开采，总服务年限 24 年（含基建期 2 年），根据设计服务年限及回收率等指标，我们测算多龙铜矿达产后年产铜 26 万吨、黄金 8 吨、白银 12 吨。

表 1：多龙铜矿开发利用方案

开发方案		铜	黄金	白银	
矿石量(亿吨)	14.4	资源量(金属吨)	691 万吨	303 吨	1758 吨
建设周期	2 年	品位	0.48%	0.21g/t	1.22g/t
服务年限	22 年	回收率	86.50%-87%	60%	15%
开采方式	露天	年产量(金属吨)	26 万吨	8 吨	12 吨
开采回收率	97%				

资料来源：西藏自治区自然资源厅、招商证券

三、投资建议

核心假设:

- 锌产品: 假设 2024-2026 年产销量分别 6/7/8 万吨, 毛利率稳定在 2.3%;
- 磷酸盐系列产品: 假设 2024-2026 年产销量分别 35/38/40 万吨, 毛利率稳定在 13.1%;
- 复合肥产品: 假设 2024-2026 年产销量分别 20/25/30 万吨, 毛利率稳定在 7.7%;
- 合成氨: 假设 2024-2026 年产销量分别 9/12/15 万吨, 毛利率稳定在 12.7%。
- 定向增发: 2025 年底前完成定向增发, 额度全额批复, 公司使用部分募集资金解决债务问题, 包括偿还金鼎锌业返还利润款本金及延迟履行金、短期借款等。

预计 2024-2026 公司归母净利润分别为 0.36、0.70、1.22 亿元, 对应 PE 分别为 394、204、117 倍。

表 2: 公司主要经营数据预测

单位: 亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	29.4	30.3	33.9	39.1	44.0
锌产品	9.5	11.4	13.2	15.3	17.5
磷酸盐系列产品	11.0	9.4	12.0	13.1	13.7
复合肥产品	5.2	5.5	5.2	6.5	7.8
合成氨	2.5	2.9	2.1	2.8	3.5
毛利润	3.0	1.9	2.9	3.2	3.6
锌产品	(0.1)	(0.5)	0.3	0.3	0.4
磷酸盐系列产品	1.9	1.2	1.6	1.7	1.8
复合肥产品	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
合成氨	0.9	0.7	0.3	0.4	0.5
毛利率	10.1%	6.2%	8.5%	8.3%	8.1%
锌产品	-1.5%	-4.3%	2.3%	2.3%	2.3%
磷酸盐系列产品	16.8%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
复合肥产品	6.3%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%
合成氨	36.5%	22.6%	12.7%	12.7%	12.7%

资料来源: 公司公告、招商证券

四、风险提示

1、产品和原材料价格波动风险

公司主营化工产品生产和有色金属锌的冶炼，无配套磷矿和锌矿资源，日常生产经营受宏观经济政策、外部环境和国家产业政策、进出口政策影响较大，原料保障率、原料成本、终端市场波动和行业格局变化，都直接影响主营业务盈利能力。

2、环保和安全生产风险

公司磷化工基地、有色基地及控股子公司绵竹川润均为环境监管重点单位，所从事化工产品生产和锌冶炼业务均属于安全生产事故高发、易发的行业。

3、金鼎锌业合同纠纷案执行风险

金鼎锌业合同纠纷案中，法院对公司持有的 7 家公司股权以及房产、土地等部分资产予以冻结、查封，目前被查封的房产、土地等未被限制正常使用，公司仍可正常开展生产经营活动，若法院对该案执行采取进一步措施，相关资产可能存在被司法处置的风险，可能会对公司生产经营产生影响。

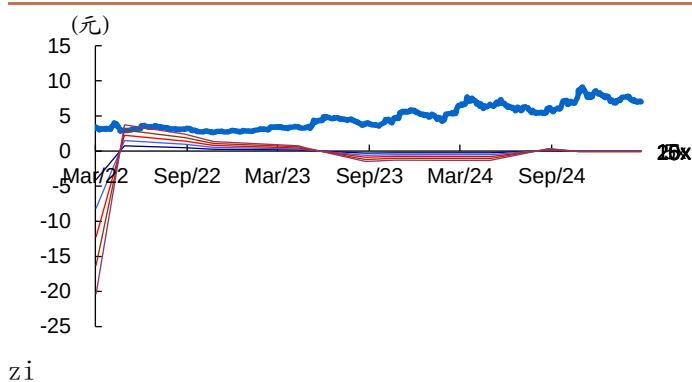
4、定增审批不确定性

公司定增尚需上交所审核通过，并由中国证监会同意注册。能否取得相关主管部门的批准或同意注册，以及最终取得相关主管部门批准或同意注册的时间存在不确定性。

5、在建项目进度不达预期

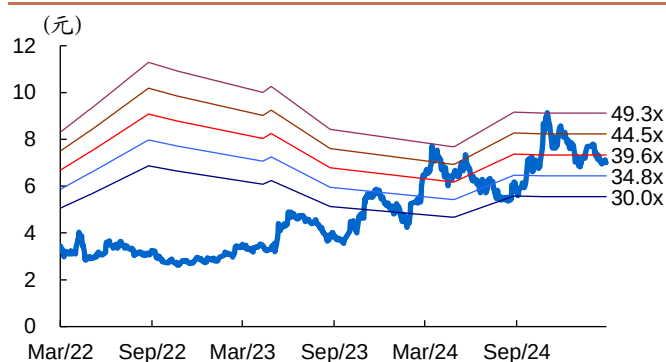
公司在建矿山项目投产进度具有较大不确定性，若投产进度和经营情况等不及预期，将影响公司未来盈利。

图 16：宏达股份历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 17：宏达股份历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1070	955	1065	4029	2901
现金	329	175	208	3038	1784
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	32	30	33	38	43
其它应收款	4	2	3	3	3
存货	474	499	545	630	710
其他	232	248	277	320	360
非流动资产	1280	1187	1141	1148	1155
长期股权投资	146	145	145	145	145
固定资产	959	889	856	875	892
无形资产商誉	78	73	65	59	53
其他	97	80	74	69	65
资产总计	2350	2142	2206	5177	4057
流动负债	1911	1801	1830	1878	635
短期借款	727	712	710	700	100
应付账款	196	180	197	227	256
预收账款	177	147	161	186	209
其他	810	762	762	765	70
长期负债	25	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	25	20	20	20	20
负债合计	1936	1821	1850	1898	656
股本	2032	2032	2032	2642	2642
资本公积金	3077	3077	3077	5320	5320
留存收益	(4696)	(4789)	(4753)	(4683)	(4561)
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	413	320	356	3279	3401
负债及权益合计	2350	2142	2206	5177	4057

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	340	(35)	142	131	(541)
净利润	60	(96)	36	70	122
折旧摊销	97	94	97	92	92
财务费用	68	60	55	43	13
投资收益	(34)	0	1	0	0
营运资金变动	147	(129)	(48)	(77)	(770)
其它	1	35	0	2	2
投资活动现金流	(153)	(2)	(51)	(100)	(100)
资本支出	(86)	(12)	(50)	(100)	(100)
其他投资	(67)	9	(1)	0	0
筹资活动现金流	(124)	(49)	(58)	2799	(613)
借款变动	(38)	16	(3)	(10)	(600)
普通股增加	0	0	0	610	0
资本公积增加	3	0	0	2243	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(88)	(64)	(55)	(43)	(13)
现金净增加额	63	(86)	33	2830	(1254)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2940	3026	3385	3908	4398
营业成本	2644	2837	3098	3584	4040
营业税金及附加	12	11	11	13	15
营业费用	20	29	24	27	31
管理费用	160	171	151	156	154
研发费用	3	2	2	2	3
财务费用	67	58	55	43	13
资产减值损失	(2)	(1)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	7	2	0	0
投资收益	34	(0)	(4)	0	0
营业利润	73	(77)	43	82	143
营业外收入	6	2	0	0	0
营业外支出	6	1	(0)	0	0
利润总额	73	(76)	43	82	143
所得税	13	20	7	12	21
少数股东损益	0	0	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	60	(96)	36	70	122

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	3%	12%	15%	13%
营业利润	-76%	-205%	-156%	93%	74%
归母净利润	-80%	-259%	-138%	93%	74%
获利能力					
毛利率	10.1%	6.2%	8.5%	8.3%	8.1%
净利率	2.0%	-3.2%	1.1%	1.8%	2.8%
ROE	15.8%	-26.2%	10.7%	3.9%	3.6%
ROIC	8.2%	-2.2%	7.9%	4.2%	3.5%
偿债能力					
资产负债率	82.4%	85.1%	83.8%	36.7%	16.2%
净负债比率	31.0%	33.3%	32.2%	13.5%	2.5%
流动比率	0.6	0.5	0.6	2.1	4.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	1.8	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.6	1.1	1.0
存货周转率	6.0	5.8	5.9	6.1	6.0
应收账款周转率	95.4	98.1	107.0	109.0	108.0
应付账款周转率	15.4	15.1	16.4	16.9	16.7
每股资料(元)					
EPS	0.03	-0.05	0.02	0.03	0.06
每股经营净现金	0.17	-0.02	0.07	0.06	-0.27
每股净资产	0.20	0.16	0.18	1.61	1.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	237.5	-149.0	394.3	203.9	117.3
PB	34.6	44.7	40.1	4.4	4.2
EV/EBITDA	70.1	231.8	82.1	73.6	64.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。