

矿端持续高景气，业绩有望持续改善

核心观点

- 磷矿石业务增长明显，整体业绩明显改善。**公司近期发布 2024 年年报，全年实现营业收入 284.0 亿元，同比+0.4%；实现归母净利润 16.0 亿元，同比+14.3%。盈利水平方面，公司全年综合毛利率为 19.5%，同比+3.3pct，净利率为 5.7%，同比+0.8pct。2024 年公司矿山采选板块收入同比增长 100%，毛利率进一步提升至 74.28%，尽管有机硅和农药板块下滑压力较大，但整体业绩仍实现同比明显改善。
- 磷矿资源储备充足，支撑业绩基本盘。**2024 年公司矿山采选板块收入占比提升至 12.53%，毛利占比 47.67%，贡献近一半利润。磷矿下游需求表现刚性，存量和新增供给也都有一定不确定性，我们认为磷矿大概率仍将保持中长期高景气，公司盈利基本盘稳定。目前公司拥有采矿权的磷矿资源储量约 3.95 亿吨，磷矿石设计产能 585 万吨/年，持有荆州荆化 70%股权和桥沟矿业 50%股权，分别拥有磷矿探明储量 1.88 亿吨、3.15 亿吨，均处于探转采阶段。公司还通过控股子公司湖北吉星持有宜安实业（拥有磷矿探明储量 3.15 亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段）26%股权，与万华化学合资成立的兴华矿业（公司持股 45%）已竞得远安县杨柳东矿区磷矿探矿权（该矿区推断资源量约 1.56 亿吨）。公司磷矿资源储备充足，保障了公司长期成长性的原料配套及成本优势。
- 有机硅板块盈利有望改善。**2024 年公司有机硅板块整体亏损，行业景气持续筑底。不过从 2025 年一季度表现来看，有机硅行业出现了大规模减产挺价，尽管近期价格有所回落，但长期看，生产端企业协同减产意愿增加，可能会帮助公司板块盈利有所修复改善。

盈利预测与投资建议

- 目前公司部分板块仍旧周期性景气承压，但同时磷矿及特种化学品板块仍有不错增长，故适当调整各板块主要产品价格、销量、毛利率，我们预测 25-27 年公司归母净利润分别为 19.43、21.97 和 23.89 亿元（原 25-26 年预测为 20.84 和 22.72 亿元），按照可比公司 25 年 13 倍 PE，给予目标价 22.88 元并维持买入评级。

风险提示：产品和原材料价格波动，新产能投产及销售不及预期，下游需求不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,281	28,396	28,488	29,853	31,249
同比增长(%)	-6.7%	0.4%	0.3%	4.8%	4.7%
营业利润(百万元)	1,779	2,247	2,691	3,001	3,253
同比增长(%)	-78.3%	26.3%	19.7%	11.5%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,401	1,601	1,943	2,197	2,389
同比增长(%)	-76.1%	14.3%	21.4%	13.1%	8.7%
每股收益(元)	1.27	1.45	1.76	1.99	2.17
毛利率(%)	16.2%	19.5%	21.1%	21.7%	22.0%
净利率(%)	5.0%	5.6%	6.8%	7.4%	7.6%
净资产收益率(%)	6.8%	7.6%	8.9%	9.5%	9.8%
市盈率	15.8	13.8	11.4	10.1	9.3
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

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（2025年04月18日）	20.05 元
目标价格	22.88 元
52 周最高价/最低价	25.87/16.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	110,326/110,326
A 股市值（百万元）	22,120
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 04 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.45	-11.44	-8.99	-0.11
相对表现%	-1.04	-5.57	-7.95	-5.79
沪深 300%	0.59	-5.87	-1.04	5.68



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

龙头资源端稀缺性凸显，静待景气回升	2024-06-21
部分磷硅系产品周期承压，新材料转型再成长	2023-06-30

表 1：可比公司估值（截至 2025/4/18）

公司	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
扬农化工	48.78	2.96	3.52	4.12	16.50	13.86	11.83
云图控股	7.53	0.67	0.76	0.93	11.30	9.87	8.13
川发龙蟒	10.96	0.33	0.38	0.46	33.26	28.50	23.58
川恒股份	22.71	1.78	2.37	2.84	12.79	9.57	8.00
润丰股份	54.20	1.91	3.35	4.18	28.43	16.19	12.98
湖北宜化	12.00	0.60	0.98	1.20	19.91	12.29	9.99
调整后平均					19.41	13.05	10.73

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,268	1,464	1,469	1,540	1,612	营业收入	28,281	28,396	28,488	29,853	31,249
应收票据、账款及款项融资	2,458	2,427	2,435	2,551	2,670	营业成本	23,695	22,854	22,487	23,380	24,375
预付账款	263	333	334	350	367	销售费用	361	441	453	474	494
存货	2,234	3,539	3,483	3,621	3,775	管理费用	472	567	574	616	663
其他	550	531	517	522	526	研发费用	1,117	1,183	1,183	1,242	1,304
流动资产合计	7,774	8,295	8,238	8,583	8,950	财务费用	318	350	591	592	565
长期股权投资	1,839	1,642	1,642	1,642	1,642	资产、信用减值损失	406	492	324	291	286
固定资产	26,269	30,300	32,146	33,393	34,291	公允价值变动收益	9	(23)	0	0	0
在建工程	3,990	2,392	1,886	1,724	1,672	投资净收益	118	121	119	119	119
无形资产	2,998	3,040	2,918	2,797	2,675	其他	(260)	(362)	(306)	(376)	(429)
其他	1,940	2,107	2,009	1,960	1,910	营业利润	1,779	2,247	2,691	3,001	3,253
非流动资产合计	37,036	39,481	40,601	41,515	42,190	营业外收入	91	18	55	55	55
资产总计	44,811	47,776	48,839	50,099	51,140	营业外支出	125	182	154	154	154
短期借款	1,724	2,049	3,144	2,635	1,785	利润总额	1,745	2,083	2,592	2,902	3,154
应付票据及应付账款	5,957	6,178	6,078	6,320	6,589	所得税	337	465	578	647	703
其他	4,215	5,775	4,934	4,984	5,034	净利润	1,409	1,619	2,014	2,255	2,450
流动负债合计	11,897	14,003	14,156	13,939	13,408	少数股东损益	8	17	70	58	62
长期借款	6,329	6,295	6,295	6,295	6,295	归属于母公司净利润	1,401	1,601	1,943	2,197	2,389
应付债券	2,743	2,824	2,824	2,824	2,824	每股收益（元）	1.27	1.45	1.76	1.99	2.17
其他	1,719	1,772	1,770	1,770	1,770	主要财务比率					
非流动负债合计	10,790	10,891	10,890	10,890	10,890		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	22,687	24,894	25,046	24,828	24,298	成长能力					
少数股东权益	1,265	1,419	1,489	1,547	1,609	营业收入	-6.7%	0.4%	0.3%	4.8%	4.7%
实收资本（或股本）	1,112	1,103	1,103	1,103	1,103	营业利润	-78.3%	26.3%	19.7%	11.5%	8.4%
资本公积	7,199	6,818	6,818	6,818	6,818	归属于母公司净利润	-76.1%	14.3%	21.4%	13.1%	8.7%
留存收益	12,314	13,254	14,094	15,514	17,023	获利能力					
其他	234	288	288	288	288	毛利率	16.2%	19.5%	21.1%	21.7%	22.0%
股东权益合计	22,124	22,882	23,793	25,270	26,842	净利率	5.0%	5.6%	6.8%	7.4%	7.6%
负债和股东权益总计	44,811	47,776	48,839	50,099	51,140	ROE	6.8%	7.6%	8.9%	9.5%	9.8%
现金流量表						ROIC	5.0%	5.7%	6.9%	7.3%	7.6%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,409	1,619	2,014	2,255	2,450	资产负债率	50.6%	52.1%	51.3%	49.6%	47.5%
折旧摊销	1,908	2,144	2,329	2,585	2,826	净负债率	44.9%	52.4%	53.1%	47.7%	41.5%
财务费用	318	350	591	592	565	流动比率	0.65	0.59	0.58	0.62	0.67
投资损失	(118)	(121)	(119)	(119)	(119)	速动比率	0.45	0.32	0.30	0.30	0.31
营运资金变动	559	(501)	(758)	(273)	(259)	营运能力					
其它	(2,740)	(1,902)	370	291	286	应收账款周转率	24.8	19.2	17.0	17.2	17.2
经营活动现金流	1,336	1,589	4,427	5,331	5,749	存货周转率	9.2	7.4	5.8	5.6	5.3
资本支出	(6,780)	(4,515)	(3,502)	(3,502)	(3,502)	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	(21)	198	0	0	0	每股指标（元）					
其他	4,212	2,278	119	119	119	每股收益	1.27	1.45	1.76	1.99	2.17
投资活动现金流	(2,589)	(2,039)	(3,382)	(3,383)	(3,383)	每股经营现金流	1.20	1.44	4.01	4.83	5.21
债权融资	844	852	(440)	0	0	每股净资产	18.91	19.45	20.22	21.50	22.87
股权融资	49	(389)	0	0	0	估值比率					
其他	(2,258)	(833)	(600)	(1,878)	(2,294)	市盈率	15.8	13.8	11.4	10.1	9.3
筹资活动现金流	(1,365)	(371)	(1,040)	(1,878)	(2,294)	市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
汇率变动影响	18	9	-0	-0	-0	EV/EBITDA	8.5	7.1	6.0	5.5	5.1
现金净增加额	(2,600)	(812)	5	70	72	EV/EBIT	16.2	13.1	10.3	9.4	8.9

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。