

公司研究

24 年工铵及肥料量利齐升，持续拓宽上游资源布局

——川发龙蟒（002312.SZ）2024 年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 81.78 亿元，同比增长 6.10%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比增长 28.62%；实现扣非后归母净利润 5.11 亿元，同比增长 26.82%。2024Q4，公司单季度实现营收 21.26 亿元，同比减少 5.87%，环比增长 4.92%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 20.96%，环比减少 17.68%。

工铵及肥料量利齐升，24 年业绩回升。2024 年，公司肥料业务实现营收 38.61 亿元，同比小幅增长 0.3%，对应业务毛利率同比提升 2.3pct；工铵业务实现营收 20.58 亿元，同比增长 14.7%，对应业务毛利率同比提升 6.3pct；饲料级磷酸氢钙业务实现营收 9.06 亿元，同比增长 5.2%，对应业务毛利率同比下降 2.8pct。肥料业务毛利率的增长主要得益于公司肥料产能利用率的提升，以及新型肥料销售占比的提升，2024 年公司肥料销售量为 165 万吨，同比增长 23.8%。工铵业务毛利率的增长则主要得益于工铵销售均价的上涨和产能利用率的提升，2024 年公司工铵销售均价约为 5329 元/吨，同比上涨 4.6%；销售量为 38.6 万吨，同比增长 9.6%。在产品盈利提升的基础上，公司也在持续优化相关期间费用，2024 年公司管理、研发、财务费用同比分别减少 3.5%、24.4%、40.1%，销售费用同比增长 7.7%，整体销售期间费用率同比下降 1.2pct 至 6.7%。

上游资源布局拓宽，新能源材料建成协同生产。待天瑞矿业、白竹磷矿达产，绵竹板棚子磷矿复产并达产后，公司将具备年产 410 万吨的磷矿生产能力。同时，2025 年 2 月公司竞得控股股东全资子公司天盛矿业 10% 股权，天盛矿业旗下磷矿石资源量约为 4.01 亿吨，对应采矿权生产规模为 550 万吨/年，预计 2028 年投产。在锂矿资源方面，2024 年公司收购控股股东所持有的国拓矿业 51% 股权，从而间接控股斯曼错沟锂辉石矿。此外，公司也依托参股公司西部锂业、重钢矿业，积极在川内布局锂矿资源、钒钛磁铁矿资源。在下游配套新能源材料方面，截至 2024 年报披露日，公司德阿项目一期 2 万吨磷酸铁锂装置已实现量产销售，4 万吨装置也已建成并处于试生产状态。另外，公司攀枝花项目一期 5 万吨磷酸铁装置已建成，德阿项目 10 万吨磷酸铁装置处于工程收尾阶段。

盈利预测、估值与评级：2024 年公司肥料及工铵量利齐升，带动公司整体业绩增长。然而考虑到公司部分产品销售均价略低于此前预期，以及新能源材料产品盈利暂时仍存压力，因此我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.57（前值为 8.02）/8.17（前值为 9.85）/9.64 亿元。公司持续拓宽上游资源布局，整体产业链将进一步优化，维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，产能爬坡不及预期，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,708	8,178	9,212	10,355	11,435
营业收入增长率	-23.10%	6.10%	12.64%	12.41%	10.43%
归母净利润（百万元）	414	533	657	817	964
归母净利润增长率	-61.06%	28.62%	23.20%	24.45%	17.94%
EPS（元）	0.22	0.28	0.35	0.43	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.56%	5.64%	6.67%	7.89%	8.80%
P/E	51	39	32	26	22
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-24，2023 年公司总股本为 18.92 亿股，2024 年及以后公司总股本为 18.89 亿股。

买入（维持）

当前价：11.09 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebscn

市场数据

总股本(亿股)	18.89
总市值(亿元):	209.53
一年最低/最高(元):	6.16/22.88
近 3 月换手率:	205.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.86	-14.49	59.99
绝对	-14.63	-15.34	67.19

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,708	8,178	9,212	10,355	11,435
营业成本	6,695	7,007	7,813	8,659	9,482
折旧和摊销	468	487	537	591	649
税金及附加	67	84	88	103	111
销售费用	75	81	92	104	114
管理费用	364	351	396	414	457
研发费用	80	61	68	77	85
财务费用	93	55	74	81	86
投资收益	167	100	100	100	100
营业利润	465	650	842	1,043	1,226
利润总额	458	631	823	1,024	1,207
所得税	42	98	165	205	241
净利润	417	533	659	819	966
少数股东损益	2	0	2	2	2
归属母公司净利润	414	533	657	817	964
EPS(元)	0.22	0.28	0.35	0.43	0.51

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	814	732	826	1,483	1,606
净利润	414	533	657	817	964
折旧摊销	468	487	537	591	649
净营运资金增加	-1,446	412	616	251	319
其他	1,377	-700	-983	-176	-326
投资活动产生现金流	-1,044	-1,767	-1,600	-1,625	-1,600
净资本支出	-825	-969	-1,700	-1,700	-1,700
长期投资变化	1,830	1,906	0	0	0
其他资产变化	-2,048	-2,704	100	75	100
融资活动现金流	1,227	805	587	484	318
股本变化	-2	-3	0	0	0
债务净变化	1,796	1,018	927	862	773
无息负债变化	-86	-259	-60	296	231
净现金流	999	-223	-187	343	324

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.1%	14.3%	15.2%	16.4%	17.1%
EBITDA 率	12.6%	14.0%	14.3%	15.6%	16.3%
EBIT 率	6.4%	7.9%	8.5%	9.9%	10.6%
税前净利润率	5.9%	7.7%	8.9%	9.9%	10.6%
归母净利润率	5.4%	6.5%	7.1%	7.9%	8.4%
ROA	2.4%	2.9%	3.4%	3.8%	4.2%
ROE (摊薄)	4.6%	5.6%	6.7%	7.9%	8.8%
经营性 ROIC	5.1%	5.0%	4.9%	5.8%	6.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	47%	47%	49%	50%	51%
流动比率	1.11	0.96	0.88	0.85	0.84
速动比率	0.89	0.74	0.66	0.64	0.63
归母权益/有息债务	2.03	1.72	1.53	1.42	1.36
有形资产/有息债务	3.22	2.86	2.62	2.51	2.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	17,069	18,369	19,627	21,308	22,909
货币资金	3,568	2,951	2,764	3,106	3,431
交易性金融资产	0	241	241	241	241
应收账款	235	217	286	311	350
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	27	23	51	55	62
存货	1,150	1,175	1,321	1,463	1,607
其他流动资产	309	312	312	312	312
流动资产合计	5,622	5,216	5,311	5,858	6,408
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,830	1,906	1,906	1,906	1,906
固定资产	4,276	4,633	5,091	5,595	6,115
在建工程	897	1,619	2,002	2,289	2,504
无形资产	1,268	1,276	1,449	1,618	1,784
商誉	1,235	1,235	1,235	1,235	1,235
其他非流动资产	163	617	617	617	617
非流动资产合计	11,447	13,153	14,316	15,450	16,501
总负债	7,953	8,712	9,579	10,737	11,741
短期借款	1,107	1,118	1,744	2,306	2,779
应付账款	830	1,032	1,060	1,225	1,314
应付票据	1,554	1,113	1,016	1,126	1,233
预收账款	9	11	0	0	0
其他流动负债	30	26	26	26	26
流动负债合计	5,044	5,453	6,057	6,915	7,619
长期借款	2,614	2,961	3,261	3,561	3,861
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	14	14	14	14
非流动负债合计	2,909	3,259	3,522	3,822	4,122
股东权益	9,116	9,656	10,049	10,571	11,168
股本	1,892	1,889	1,889	1,889	1,889
公积金	5,726	5,708	5,774	5,856	5,952
未分配利润	1,505	1,848	2,173	2,612	3,110
归属母公司权益	9,094	9,449	9,839	10,360	10,955
少数股东权益	22	207	209	211	213

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.97%	0.99%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	4.72%	4.29%	4.29%	4.00%	4.00%
财务费用率	1.20%	0.68%	0.80%	0.79%	0.75%
研发费用率	1.04%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
所得税率	9%	16%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.09	0.14	0.16	0.20	0.23
每股经营现金流	0.43	0.39	0.44	0.79	0.85
每股净资产	4.81	5.00	5.21	5.48	5.80
每股销售收入	4.07	4.33	4.88	5.48	6.05

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	51	39	32	26	22
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	23.0	21.1	19.3	16.2	14.5
股息率	0.8%	1.3%	1.4%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP