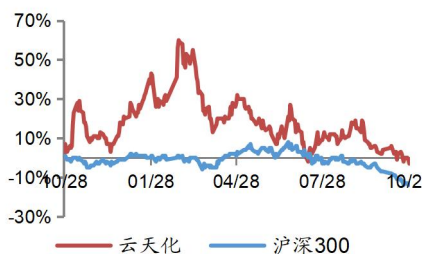


## 26Q3 业绩筑底，新项目多点开花

**投资评级： 买入（维持）**
**报告日期： 2026-10-28**
**主要观点：**

收盘价（元） **25.81**  
 近 12 个月最高/最低（元） **45.62/25.61**  
 总股本（百万股） **1,823**  
 流通股本（百万股） **1,823**  
 流通股比例（%） **100.00**  
 总市值（亿元） **471**  
 流通市值（亿元） **471**

### 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：王强峰**

执业证书号：S0010522110002

邮箱：wangqf@hazq.com

**分析师：许灿杰**

执业证书号：S0010526060001

邮箱：xucanjie@hazq.com

### 相关报告

1.26H1 业绩持续增长，磷矿新项目持续投入 2026-08-21

2.Q1 业绩环比大幅增长，新能源项目加速推进 2026-05-06

3. 磷矿石供需偏紧，公司磷化工一体化优势显著 2026-03-31

### ● 事件描述

公司发布 2026 年三季报。2026 前三季度公司实现营业收入 317.11 亿元，同比减少 15.66%；归属于母公司所有者净利润 36.78 亿元，同比减少 22.21%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 35.20 亿元，同比减少 23.79%。2026 年第三季度公司实现营业收入 88.90 亿元，同比减少 29.48%；归属于母公司所有者净利润 7.44 亿元，同比减少 62.19%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 6.46 亿元，同比减少 66.41%。

### ● 硫磺价格上涨影响成本端，静待化肥内外需求回升。

2026 年前三季度公司磷肥、复合肥、尿素、聚甲醛、饲料级磷酸氢钙销量分别为 278.75 万吨/年、148.29 万吨/年、225.53 万吨/年、9.13 万吨/年、41.66 万吨/年，分别同比-24.16%、+12.73%、+6.17%、+8.30%、+1.39%，营业收入分别为 108.97 亿元、50.49 亿元、41.28 亿元、8.57 亿元、21.82 亿元，分别同比-12.66%、+24.09%、+11.45%、+0.66%、+26.42%。报告期内磷肥、复合肥销售均价分别 3909 元/吨、3405 元/吨，分别同比+15.17%、10.09%，价格稳中有升，成本端硫磺报告期内均价为 3738 元/吨，同比上升 89.27%，影响公司盈利能力。后续来看，磷矿石价格随着新能源需求拉动保持高位，成本端硫磺价格受地缘政治边际缓和有望下降，公司整体盈利有望进一步上行。

### ● 磷酸铁项目稳定盈利，磷石膏制酸项目稳步推进。

公司现有 10 万吨/年磷酸铁装置处于满负荷生产状态，公司基于产业链一体化运营模式，磷酸铁板块实现盈利。经过多轮技改后，公司磷酸铁装置已实现连续法稳定运行，产品质量可靠，客户认可度高。受硫磺成本上涨影响，公司也积极调整热法磷酸和湿法磷酸使用结构，积极降本增效。同时，公司在建 20 万吨/年磷酸铁项目也在积极推进，公司将持续在装备能力、投资强度、生产技术和产品质量上，提升磷酸铁板块的竞争力。今年 6 月，公司公告了全资子公司环保科技、天安化工涉及的磷石膏制酸项目，公司将建设两套磷石膏制硫酸项目，促进公司实现硫资源循环利用。根据项目规划，可解决公司约 40 多万吨硫磺需求。根据行业情况及公司测算，项目制硫酸成本具有较强的市场竞争优势。同时，磷石膏制酸也将促进磷石膏的综合利用率提升，进一步减轻企业的处置成本。

### ● 投资建议

伴随公司在建项目持续投产和原料端成本有望改善，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 54.55、59.09、64.29 亿元，对应 PE 分别为 9、8、7 倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 新建项目建设进度不及预期；
- (2) 原材料及产品价格大幅波动；
- (3) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 48415  | 53958 | 55821 | 57672 |
| 收入同比（%）   | -21.5% | 11.4% | 3.5%  | 3.3%  |
| 归属母公司净利润  | 5156   | 5455  | 5909  | 6429  |
| 净利润同比（%）  | -3.4%  | 5.8%  | 8.3%  | 8.8%  |
| 毛利率（%）    | 20.2%  | 18.9% | 18.5% | 19.0% |
| ROE（%）    | 21.0%  | 19.8% | 19.2% | 18.7% |
| 每股收益（元）   | 2.83   | 2.99  | 3.24  | 3.53  |
| P/E       | 11.81  | 8.63  | 7.96  | 7.32  |
| P/B       | 2.48   | 1.71  | 1.53  | 1.37  |
| EV/EBITDA | 7.18   | 6.17  | 5.29  | 4.83  |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |              |              |              |              | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |        |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>14815</b> | <b>14712</b> | <b>20217</b> | <b>21015</b> |        |  |  |  |  |
| 现金             | 4981         | 4720         | 9341         | 10307        |        |  |  |  |  |
| 应收账款           | 834          | 1324         | 1002         | 1401         |        |  |  |  |  |
| 其他应收款          | 55           | 126          | 58           | 130          |        |  |  |  |  |
| 预付账款           | 430          | 408          | 427          | 452          |        |  |  |  |  |
| 存货             | 6892         | 6294         | 7698         | 6795         |        |  |  |  |  |
| 其他流动资产         | 1623         | 1839         | 1691         | 1930         |        |  |  |  |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>35527</b> | <b>36168</b> | <b>36623</b> | <b>37174</b> |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | 3709         | 3833         | 3937         | 4040         |        |  |  |  |  |
| 固定资产           | 20579        | 22039        | 22073        | 22172        |        |  |  |  |  |
| 无形资产           | 4738         | 5066         | 5205         | 5375         |        |  |  |  |  |
| 其他非流动资产        | 6501         | 5231         | 5409         | 5587         |        |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>50342</b> | <b>50880</b> | <b>56841</b> | <b>58188</b> |        |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>17435</b> | <b>14945</b> | <b>17854</b> | <b>15645</b> |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | 3234         | 2710         | 2453         | 2519         |        |  |  |  |  |
| 应付账款           | 5357         | 4193         | 6239         | 4606         |        |  |  |  |  |
| 其他流动负债         | 8844         | 8041         | 9162         | 8520         |        |  |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>6312</b>  | <b>5865</b>  | <b>5217</b>  | <b>4736</b>  |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | 4286         | 3838         | 3191         | 2710         |        |  |  |  |  |
| 其他非流动负债        | 2026         | 2026         | 2026         | 2026         |        |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>23747</b> | <b>20809</b> | <b>23071</b> | <b>20381</b> |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益         | 2014         | 2489         | 2938         | 3440         |        |  |  |  |  |
| 股本             | 1823         | 1823         | 1823         | 1823         |        |  |  |  |  |
| 资本公积           | 7055         | 7055         | 7055         | 7055         |        |  |  |  |  |
| 留存收益           | 15703        | 18704        | 21954        | 25490        |        |  |  |  |  |
| 归属母公司股东权益      | 24581        | 27582        | 30832        | 34368        |        |  |  |  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>50342</b> | <b>50880</b> | <b>56841</b> | <b>58188</b> |        |  |  |  |  |

| 现金流量表          |              |              |              |              | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |        |  |  |  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>9087</b>  | <b>5340</b>  | <b>10040</b> | <b>6169</b>  |        |  |  |  |  |
| 净利润            | 5498         | 5930         | 6358         | 6931         |        |  |  |  |  |
| 折旧摊销           | 3241         | 1527         | 1482         | 1507         |        |  |  |  |  |
| 财务费用           | 371          | 291          | 252          | 223          |        |  |  |  |  |
| 投资损失           | -756         | -654         | -719         | -754         |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动         | 395          | -2125        | 2283         | -2107        |        |  |  |  |  |
| 其他经营现金流        | 5441         | 8425         | 4459         | 9408         |        |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1768</b> | <b>-1884</b> | <b>-1602</b> | <b>-1673</b> |        |  |  |  |  |
| 资本支出           | -2279        | -2139        | -1933        | -2038        |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | -111         | -400         | -388         | -389         |        |  |  |  |  |
| 其他投资现金流        | 622          | 654          | 719          | 754          |        |  |  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-9332</b> | <b>-3717</b> | <b>-3816</b> | <b>-3531</b> |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | -834         | -524         | -258         | 66           |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | -5164        | -447         | -647         | -481         |        |  |  |  |  |
| 普通股增加          | -11          | 0            | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 资本公积增加         | -236         | 0            | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 其他筹资现金流        | -3086        | -2745        | -2911        | -3116        |        |  |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-2016</b> | <b>-262</b>  | <b>4621</b>  | <b>965</b>   |        |  |  |  |  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表             |              |              |              |              | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度            | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |        |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>     | <b>48415</b> | <b>53958</b> | <b>55821</b> | <b>57672</b> |        |  |  |  |  |
| 营业成本            | 38628        | 43734        | 45512        | 46716        |        |  |  |  |  |
| 营业税金及附加         | 1171         | 1040         | 1132         | 1188         |        |  |  |  |  |
| 销售费用            | 704          | 718          | 558          | 577          |        |  |  |  |  |
| 管理费用            | 903          | 957          | 1010         | 1042         |        |  |  |  |  |
| 财务费用            | 287          | 216          | 181          | 83           |        |  |  |  |  |
| 资产减值损失          | -119         | -254         | -283         | -266         |        |  |  |  |  |
| 公允价值变动收益        | 1            | 0            | 0            | 0            |        |  |  |  |  |
| 投资净收益           | 756          | 654          | 719          | 754          |        |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>6595</b>  | <b>7230</b>  | <b>7726</b>  | <b>8416</b>  |        |  |  |  |  |
| 营业外收入           | 50           | 35           | 41           | 41           |        |  |  |  |  |
| 营业外支出           | 150          | 162          | 153          | 155          |        |  |  |  |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>6495</b>  | <b>7102</b>  | <b>7615</b>  | <b>8301</b>  |        |  |  |  |  |
| 所得税             | 997          | 1172         | 1256         | 1370         |        |  |  |  |  |
| <b>净利润</b>      | <b>5498</b>  | <b>5930</b>  | <b>6358</b>  | <b>6931</b>  |        |  |  |  |  |
| 少数股东损益          | 342          | 475          | 449          | 502          |        |  |  |  |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>5156</b>  | <b>5455</b>  | <b>5909</b>  | <b>6429</b>  |        |  |  |  |  |
| EBITDA          | 9383.33      | 8561.65      | 8942.82      | 9506.12      |        |  |  |  |  |
| EPS (元)         | 2.83         | 2.99         | 3.24         | 3.53         |        |  |  |  |  |

### 主要财务比率

| 会计年度            | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 营业收入            | -21.5% | 11.4% | 3.5%  | 3.3%  |
| 营业利润            | -7.7%  | 9.6%  | 6.9%  | 8.9%  |
| 归属于母公司净利润       | -3.4%  | 5.8%  | 8.3%  | 8.8%  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 20.2%  | 18.9% | 18.5% | 19.0% |
| 净利率 (%)         | 10.6%  | 10.1% | 10.6% | 11.1% |
| ROE (%)         | 21.0%  | 19.8% | 19.2% | 18.7% |
| ROIC (%)        | 13.7%  | 14.5% | 14.4% | 14.2% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 47.2%  | 40.9% | 40.6% | 35.0% |
| 净负债比率 (%)       | 89.3%  | 69.2% | 68.3% | 53.9% |
| 流动比率            | 0.85   | 0.98  | 1.13  | 1.34  |
| 速动比率            | 0.39   | 0.49  | 0.64  | 0.84  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.95   | 1.07  | 1.04  | 1.00  |
| 应收账款周转率         | 38.65  | 50.00 | 48.00 | 48.00 |
| 应付账款周转率         | 7.45   | 9.16  | 8.73  | 8.62  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 2.83   | 2.99  | 3.24  | 3.53  |
| 每股经营现金流(摊薄)     | 4.98   | 2.93  | 5.51  | 3.38  |
| 每股净资产           | 13.48  | 15.13 | 16.91 | 18.85 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| P/E             | 11.81  | 8.63  | 7.96  | 7.32  |
| P/B             | 2.48   | 1.71  | 1.53  | 1.37  |
| EV/EBITDA       | 7.18   | 6.17  | 5.29  | 4.83  |

## 分析师与研究助理简介

分析师：王强峰，华安证券化工首席分析师，浙江大学化工硕士，2 年大型能源化工央企工作经验，7 年化工行业研究经验，所在团队连续多年获 Wind 基础化工金牌分析师、Choice 石油化工最佳分析师，负责能源、化工及新材料领域的研究。

分析师：许灿杰，哥伦比亚大学金融数学硕士，拥有 5 年二级卖方化工行研经验，曾任职于国盛证券，中邮证券，2026 年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。