

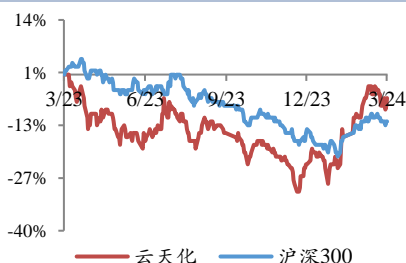
全年业绩符合预期，持续巩固资源优势

投资评级：增持（下调）

报告日期：2024-03-29

收盘价（元）	18.98
近 12 个月最高/最低（元）	20.22/14.20
总股本（百万股）	1,834
流通股本（百万股）	1,834
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	348
流通市值（亿元）	348

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 业绩持续高增，一体化布局优势凸显 2023-05-07

主要观点：

● 事件描述

3月26日，公司发布2023年年报。2023年全年营业收入690.6亿元，同比下降8.3%；归母净利润45.2亿元，同比下降24.9%；扣非净利润45.1亿元，同比下降23.54%。2023年四季度营业收入157.6亿元，同比下降16.4%；归母净利润81.8亿元，同比下降8.2%；扣非净利润93.0亿元，同比上升1.6%。

● 主营产品销量大幅提升，产品价格有望回升

2023年公司主营产品产销量同比高增。全年磷肥、尿素、复合肥销量分别为479.35万吨、248.97万吨、155.51万吨，同比分别增长4.05%、27.07%、52.82%。但主营产品市场价格下滑，导致毛利与净利同比下降。根据百川盈孚统计，公司主营产品中，尿素/磷酸一铵/磷酸二铵/黄磷/磷酸铁均价分别为2445.29、3052.20、3612.49、25036.12、13835.26元/吨，同比分别下降8.7%、12.26%、3.1%、24.48%、42.21%。预计2024年随着磷矿品位下降，新增产能有限，磷矿石价格有望维持高位，支撑磷酸一铵，磷酸二铵等下游产品价格。

● 政策助力磷化工产业链综合效益提升，磷矿资源优势凸显

政策出台促进磷资源高效利用，收购磷矿筑牢资源基础。2023年12月，工业和信息化部等八部门印发了《推进磷资源高效高值利用实施方案》，提出要进一步优化磷化工产业结构，加速落后产能出清。提出形成3家左右具有产业主导力、全球竞争力的一流磷化工企业，建设3个左右特色突出的先进制造业集群。2024年2月19日，云天化子公司聚磷新材以8亿元报价竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权。该磷矿资源储量大，矿石品质优，资源分布集中。公司现有磷矿储量近8亿吨，原矿生产能力1450万吨/年，擦洗选矿生产能力618万吨/年，浮选生产能力750万吨/年。竞得该探矿权有利于进一步提升磷矿资源保障能力，充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势。

● 围绕磷氟资源，产业转型逐步推进

公司基于自身磷矿资源优势和技术研发等优势，持续推进磷矿及氟资源的开发利用。磷资源方面，公司10万吨/年磷酸铁装置已完成多轮技改优化，目前可满足客户差异化和新标准需求，公司持续加大市场开拓力度，逐步打开市场空间。氟资源方面，公司磷肥副产氟硅酸较萤石法有较大成本优势。2023年公司子公司年产10000吨氟硅酸镁项目正常生产，氟化铵/氟化氢项目调试生产；参股公司

新建无水氟化氢及六氟磷酸锂产能逐渐释放，年产 3 万吨氢氟酸生产装置完成扩产改造。同时，公司年产 10 万吨电池级磷酸二氢铵项目顺利建成投产，年产 2000 吨磷系阻燃剂 PMPP 装置、年产 1500 吨含氟硝基苯多功能装置完成工艺技改，磷酸二氢钾装置实现达标达产，将进一步巩固公司行业龙头地位。

● **投资建议**

考虑到磷化工及化肥产品价格存在波动，预计公司 2024 年-2026 年分别实现营业收入 696.03、734.19、762.26 亿元（2024、2025 年前值分别为 805.51、826.86 亿元），实现归母净利润 48.53、51.45、54.46 亿元（2024、2025 年前值分别为 67.36、65.10 亿元），对应 PE 分别为 7、7、6 倍。给予公司“增持”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 宏观经济波动；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	69060	69603	73419	76226
收入同比 (%)	-8.3%	0.8%	5.5%	3.8%
归属母公司净利润	4522	4853	5145	5446
净利润同比 (%)	-24.9%	7.3%	6.0%	5.9%
毛利率 (%)	15.2%	14.6%	14.8%	15.1%
ROE (%)	24.1%	20.6%	19.1%	16.8%
每股收益 (元)	2.47	2.65	2.80	2.97
P/E	6.32	7.17	6.77	6.39
P/B	1.53	1.48	1.29	1.07
EV/EBITDA	4.20	6.03	5.87	5.35

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17311	18184	17605	21797	营业收入	69060	69603	73419	76226
现金	6434	4140	5772	6853	营业成本	58579	59465	62580	64683
应收账款	903	1924	989	2059	营业税金及附加	825	740	799	836
其他应收款	153	507	74	542	销售费用	800	775	734	762
预付账款	615	913	831	873	管理费用	989	1041	1067	1116
存货	7545	7688	8424	8281	财务费用	703	700	898	1036
其他流动资产	1662	3011	1515	3188	资产减值损失	-446	-253	-284	-269
非流动资产	35259	43518	53456	59233	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	3515	3871	4219	4561	投资净收益	456	500	514	533
固定资产	22550	27603	31139	41895	营业利润	6825	6905	7333	7810
无形资产	4565	4851	5348	5807	营业外收入	21	21	24	22
其他非流动资产	4630	7193	12751	6971	营业外支出	266	206	205	215
资产总计	52571	61702	71062	81030	利润总额	6579	6720	7152	7618
流动负债	17692	19213	22400	24008	所得税	1086	1109	1180	1257
短期借款	5883	7883	9883	11883	净利润	5493	5611	5972	6361
应付账款	4306	3317	4768	3663	少数股东损益	971	757	827	914
其他流动负债	7504	8014	7749	8462	归属母公司净利润	4522	4853	5145	5446
非流动负债	12868	14868	16868	18868	EBITDA	9961	9012	9662	11145
长期借款	11180	13180	15180	17180	EPS (元)	2.47	2.65	2.80	2.97
其他非流动负债	1688	1688	1688	1688					
负债合计	30560	34081	39268	42876					
少数股东权益	3268	4025	4853	5767					
股本	1834	1834	1834	1834					
资本公积	7194	7194	7194	7194					
留存收益	9714	14567	17912	23359					
归属母公司股东权益	18742	23596	26941	32387					
负债和股东权益	52571	61702	71062	81030					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9437	4354	11942	6472
净利润	5493	5611	5972	6361
折旧摊销	2745	1668	1675	2578
财务费用	839	797	960	1123
投资损失	-456	-500	-514	-533
营运资金变动	191	-3646	3398	-3503
其他经营现金流	5929	9681	3025	10309
投资活动现金流	-2917	-9852	-11550	-8268
资本支出	-1854	-9770	-11495	-8237
长期投资	-1454	-581	-569	-564
其他投资现金流	391	500	514	533
筹资活动现金流	-6233	3203	1240	2877
短期借款	-4162	2000	2000	2000
长期借款	2860	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-101	0	0	0
其他筹资现金流	-4830	-797	-2760	-1123
现金净增加额	250	-2294	1632	1081

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-8.3%	0.8%	5.5%	3.8%
营业利润	-20.3%	1.2%	6.2%	6.5%
归属于母公司净利润	-24.9%	7.3%	6.0%	5.9%
获利能力				
毛利率 (%)	15.2%	14.6%	14.8%	15.1%
净利率 (%)	6.5%	7.0%	7.0%	7.1%
ROE (%)	24.1%	20.6%	19.1%	16.8%
ROIC (%)	14.5%	12.0%	11.2%	10.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.1%	55.2%	55.3%	52.9%
净负债比率 (%)	138.8%	123.4%	123.5%	112.4%
流动比率	0.98	0.95	0.79	0.91
速动比率	0.49	0.47	0.35	0.51
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.22	1.11	1.00
应收账款周转率	50.48	49.23	50.39	50.01
应付账款周转率	14.47	15.60	15.48	15.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.47	2.65	2.80	2.97
每股经营现金流 (摊薄)	5.14	2.37	6.51	3.53
每股净资产	10.22	12.86	14.69	17.66
估值比率				
P/E	6.32	7.17	6.77	6.39
P/B	1.53	1.48	1.29	1.07
EV/EBITDA	4.20	6.03	5.87	5.35

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。