

投资评级 **优于大市** 维持

2022年扣非后净利润同比增长7.71%， 复合肥毛利有望回升

股票数据

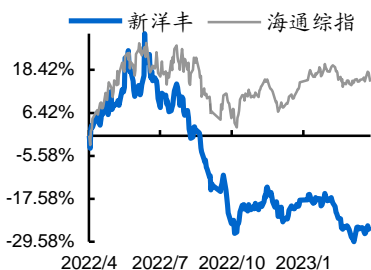
04月21日收盘价(元)	10.93
52周股价波动(元)	10.37-19.37
总股本/流通A股(百万股)	1305/1185
总市值/流通市值(百万元)	14259/12957

相关研究

《2022H1 扣非后归母净利润预计同比增长24.54%-36.08%，拟收购竹园沟矿业100%股权》2022.07.10

《21年扣非净利润11.83亿元，同比增长30.10%，布局新能源开启第二增长曲线》2022.04.14

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.1	-13.5	-11.6
相对涨幅(%)	-4.4	-10.8	-8.0

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 2022年扣非净利润12.72亿元，同比增长7.71%**。公司2022年实现营业收入159.58亿元，同比增长35.22%，实现扣非后净利润12.72亿元，同比增长7.71%。公司2022年积极布局新材料行业，磷酸铁首期5万吨/年产线建成投产，速度行业领先。公司2022年第四季度实现营业收入36.77亿元，环比增长38.03%，同比增长62.47%，实现扣非后净利润8948.25万元，环比下降67.21%，同比下降37.28%。
- 分产品看**。1) 磷肥：公司2022年实现营业收入33.03亿元，同比增长55.93%，毛利率18.36%，同比增长1.09pct，销量92.97万吨，同比增长18.84%。2) 常规复合肥：公司2022年实现营业收入86.46亿元，同比增长31.96%，毛利率10.01%，同比下降3.73pct，销量292.93万吨，同比增长0.04%。3) 新型复合肥：公司2022年营业收入32.58亿元，同比增长27.18%，毛利率18.38%，同比下降4.89pct，销量90.83万吨，同比增长0.54%。4) 磷酸铁，公司2022年实现首期产能5万吨/年，权益产能约3万吨，产能利用率40.04%。
- 原材料价格下跌，复合肥毛利有望回升**。公司复合肥上游为基础化肥，占生产成本比例超过80%，具体产品包括尿素、氯化铵、氯化钾、硫酸钾等。根据卓创资讯，截至2023年4月20日，2023年氯化钾均价3570.61元/吨，同比下降20.96%，尿素均价2677.63元/吨，同比下降0.84%，氯化铵均价999.81元/吨，同比下降10.27%，硫酸钾均价3955.49元/吨，同比下降15.87%。随着上游原材料价格回落，我们预计复合肥毛利有望回升。
- 项目逐渐落地，首期5万吨/年磷酸铁建成投产**。公司依托磷化工一体化产业链和四十年从事磷化工生产的经营积淀，迅速向磷酸铁等新能源领域转型升级。公司的首期5万吨/年磷酸铁已建成投产，并在较短时间内实现达标生产并出货，成为国内同行业该量级首条达标的生产线；公司在建5万吨/年磷酸铁产能，未来逐步投产。同时，2022年9月，公司年产30万吨合成氨技改项目正式投产，达产后将实现湖北三个磷肥基地的合成氨自供，并为公司进军新能源、新材料、精细化工等新领域提供重要保障。
- 盈利预测与评级**。我们预计2023-25年公司归母净利润分别为15.06、17.17和19.27亿元，对应EPS分别为1.15元、1.32元、1.48元。公司是磷复肥行业龙头，给予一定的估值溢价；给予2023年13-15倍PE（对应PB1.99-2.30倍），对应合理价值区间14.95-17.25元；维持“优于大市”评级。
- 风险提示**：磷酸铁建设进度不及预期、原材料及产品价格大幅波动、安全环保风险、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11802	15958	15541	16632	17786
(+/-)YoY(%)	17.2%	35.2%	-2.6%	7.0%	6.9%
净利润(百万元)	1208	1309	1506	1717	1927
(+/-)YoY(%)	28.1%	8.4%	15.0%	14.0%	12.2%
全面摊薄EPS(元)	0.93	1.00	1.15	1.32	1.48
毛利率(%)	17.6%	14.5%	17.7%	18.1%	18.2%
净资产收益率(%)	15.0%	15.3%	15.4%	15.3%	14.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

盈利假设:**产量假设:**

- 1) 磷肥: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 85%、90%、95%;
- 2) 磷酸铁: 根据公司项目投产情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 80%、85%、90%;

销量假设:

- 1) 磷肥: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 55%;
- 2) 常规复合肥: 根据公司经营情况, 假设 2023-25 年销量增速为 3%;
- 3) 新型复合肥: 根据公司经营情况, 假设 2023-25 年销量增速为 10%;
- 4) 磷酸铁: 根据公司项目投产及经营情况, 假设 2023-25 年产销率为 94%、95%、100%;

价格假设:

- 1) 磷肥: 根据 2022 年价格及近期市场价格, 假设 2023-25 价格为 2946 元/吨、3000 元/吨、3000 元/吨;
- 2) 常规复合肥: 根据 2022 年价格及近期市场价格, 假设 2023-25 年价格为 2759.72 元/吨;
- 3) 新型复合肥: 根据 2022 年价格及近期市场价格, 假设 2023-25 年价格为 3091.81 元/吨、3153.65 元/吨、3216.72 元/吨;
- 4) 磷酸铁: 根据 2022 年价格及近期市场价格, 假设 2023-25 年价格为 13000 元/吨。

毛利率假设:

- 1) 磷肥: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 18%、19%、19%;
- 2) 常规复合肥: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 14.50%;
- 3) 新型复合肥: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 20.00%;
- 4) 磷酸铁: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 22.00%
- 3) 其他业务: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 50.00%、55.00%、55.00%。

表 1 新洋丰分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	15957.73	15540.85	16631.64	17785.89
总成本 (百万元)	13637.83	12795.70	13617.40	14542.62
总毛利 (百万元)	2319.90	2745.15	3014.24	3243.27
总毛利率	14.54%	17.66%	18.12%	18.24%
磷肥				
收入 (百万元)	3302.58	3057.39	3296.70	3479.85
成本 (百万元)	2696.27	2507.06	2670.33	2818.68
毛利 (百万元)	606.31	550.33	626.37	661.17
毛利率	18.36%	18.00%	19.00%	19.00%
新型复合肥				
收入 (百万元)	3258.24	3089.12	3466.00	3888.85
成本 (百万元)	2659.44	2471.30	2772.80	3111.08
毛利 (百万元)	598.80	617.82	693.20	777.77
毛利率	18.38%	20.00%	20.00%	20.00%
常规复合肥				
收入 (百万元)	8646.06	8326.58	8576.38	8833.67
成本 (百万元)	7780.89	7119.23	7332.81	7552.79
毛利 (百万元)	865.16	1207.35	1243.58	1280.88
毛利率	10.01%	14.50%	14.50%	14.50%
磷酸铁				
收入 (百万元)	283.69	586.56	787.31	1053.00
成本 (百万元)	213.76	457.52	614.10	821.34
毛利 (百万元)	69.93	129.04	173.21	231.66
毛利率	24.65%	22.00%	22.00%	22.00%
其他业务				
收入 (百万元)	467.18	481.19	505.25	530.51
成本 (百万元)	287.48	240.60	227.36	238.73
毛利 (百万元)	179.70	240.60	277.89	291.78
毛利率	38.46%	50.00%	55.00%	55.00%

资料来源: WIND, 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	ROE (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		2023E
600141.SH	兴发集团	24.9	5.26	3.93	4.44	4.73	6.34	5.61	1.41	18.16
002538.SZ	司尔特	7.59	0.62	0.74	0.84	12.24	10.26	9.04	1.37	11.30
平均值						8.49	8.30	7.32	1.39	14.73

注: 收盘价为 2023 年 4 月 21 日价格, EPS 为 wind 一致预期 Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	15958	15541	16632	17786
每股收益	1.00	1.15	1.32	1.48	营业成本	13638	12796	13617	14543
每股净资产	6.58	7.51	8.63	9.91	毛利率%	14.5%	17.7%	18.1%	18.2%
每股经营现金流	1.61	2.01	1.72	1.97	营业税金及附加	61	78	100	55
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.6%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	278	357	383	356
P/E	10.89	9.47	8.30	7.40	营业费用率%	1.7%	2.3%	2.3%	2.0%
P/B	1.66	1.45	1.27	1.10	管理费用	259	311	276	293
P/S	0.91	0.92	0.86	0.80	管理费用率%	1.6%	2.0%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	7.18	4.76	5.60	4.77	EBIT	1639	1894	2159	2432
股息率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	财务费用	20	41	52	65
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
毛利率	14.5%	17.7%	18.1%	18.2%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	8.2%	9.7%	10.3%	10.8%	投资收益	22	22	23	25
净资产收益率	15.3%	15.4%	15.3%	14.9%	营业利润	1666	1916	2177	2442
资产回报率	7.8%	8.4%	8.5%	8.7%	营业外收支	-18	0	0	0
投资回报率	13.2%	13.4%	13.1%	12.9%	利润总额	1648	1916	2177	2442
盈利增长 (%)					EBITDA	2066	2860	2486	2917
营业收入增长率	35.2%	-2.6%	7.0%	6.9%	所得税	296	360	403	452
EBIT 增长率	12.7%	15.5%	14.0%	12.6%	有效所得税率%	18.0%	18.8%	18.5%	18.5%
净利润增长率	8.4%	15.0%	14.0%	12.2%	少数股东损益	43	50	57	63
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1309	1506	1717	1927
资产负债率	46.5%	42.5%	41.3%	39.0%					
流动比率	1.16	1.17	1.10	1.09	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.56	0.59	0.56	0.56	货币资金	1680	1807	2007	2216
现金比率	0.27	0.30	0.30	0.31	应收账款及应收票据	306	213	228	244
经营效率指标					存货	3217	2910	2985	3068
应收帐款周转天数	7.01	5.00	5.00	5.00	其它流动资产	2014	2105	2131	2140
存货周转天数	86.09	83.00	80.00	77.00	流动资产合计	7216	7034	7351	7668
总资产周转率	0.95	0.87	0.83	0.80	长期股权投资	24	29	33	37
固定资产周转率	2.42	2.08	1.81	1.67	固定资产	6583	7462	9180	10640
					在建工程	1063	1418	1639	1970
					无形资产	1355	1329	1302	1275
					非流动资产合计	9623	10835	12750	14519
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	16839	17869	20101	22187
净利润	1309	1506	1717	1927	短期借款	2	0	500	700
少数股东损益	43	50	57	63	应付票据及应付账款	2447	2524	2686	2470
非现金支出	451	966	327	485	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	87	31	39	51	其它流动负债	3781	3469	3525	3897
营运资金变动	213	74	102	48	流动负债合计	6230	5993	6711	7067
经营活动现金流	2102	2627	2241	2573	长期借款	200	200	200	200
资产	-2308	-2168	-2231	-2242	其它长期负债	1394	1394	1394	1394
投资	26	-4	-4	-4	非流动负债合计	1594	1594	1594	1594
其他	-1067	22	23	25	负债总计	7825	7587	8305	8661
投资活动现金流	-3349	-2150	-2212	-2222	实收资本	1333	1305	1305	1305
债权募资	248	-2	500	200	归属于母公司所有者权益	8583	9800	11258	12924
股权募资	161	-28	0	0	少数股东权益	432	482	538	602
其他	-296	-318	-328	-342	负债和所有者权益合计	16839	17869	20101	22187
融资活动现金流	113	-349	172	-142					
现金净流量	-1124	127	200	209					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。