

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

2022年扣非后净利润同比增长21.47%，磷酸铁产能逐渐放量

股票数据

04月21日收盘价(元)	10.54
52周股价波动(元)	10.50-18.58
总股本/流通A股(百万股)	1208/688
总市值/流通市值(百万元)	12729/7248

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.8	-15.1	-11.4
相对涨幅(%)	-8.1	-12.4	-7.8

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 2022年实现扣非后净利润13.91亿元，同比增长21.47%。**公司2022年实现营业收入205.02亿元，同比增长37.62%，实现扣非后净利润13.91亿元，同比增长21.47%。公司业绩大幅增长主要由于：1)全球粮食安全背景下，复合肥刚需增加，公司复合肥产品销量增加；2)受益于联碱景气度提升，公司联碱产品价格上涨，毛利增加；3)受黄磷生产管控、限电政策等影响，黄磷市场供应偏紧，公司黄磷产品价格上涨。同时，公司各项管理效能大幅提升，对业绩增长及战略目标实现起到促进作用。
- 分产品看：**1)复合肥，2022年公司复合肥收入93.31亿元，同比增长49.86%，销量330.38万吨，同比增长14.96%，毛利率下降4.41个百分点。2)联碱，2022年实现收入14.4亿元，同比增长25.90%，销量69.20万吨，同比降低10.01%，毛利率提升8.45个百分点。3)盐，2022年实现收入3.45亿元，同比增长1.65%，总销量40.66万吨，同比降低10.23%，毛利率同比下降1.26个百分点。4)磷化工产品，2022年实现收入19亿元，同比增长23.84%，销量6.88万吨，同比降低3.16%，毛利率同比提升1.72个百分点。5)磷酸一铵，2022年实现收入约13.81亿元，同比增长16.88%，销量32.14万吨，同比降低18.04%。毛利率降低5.72个百分点。
- 主要产品价格上涨。**根据卓创资讯，2022年复合肥市场均价3725.08元/吨，同比增长30.92%；2022年纯碱均价2684.15元/吨，同比增长21.71%；2022年氯化铵均价1114.19元/吨，同比增长32.12%；2022年磷酸一铵市场均价3476.39元/吨，同比增长18.28%；2022年黄磷市场均价33218.75元/吨，同比增长23.58%。
- 磷酸铁产能逐渐放量，新能源打开成长新空间。**新能源材料业务是公司复合肥上游“磷矿—湿法磷酸—磷酸铁/磷肥”产业链的延伸和拓展。2022年12月，公司一期5万吨磷酸铁已实现试生产，宜城基地5万吨磷酸铁项目预计2023年动工建设；公司磷酸铁规划产能45万吨（湖北松滋35万吨，湖北宜城10万吨），配套不同纯度的磷酸，并利用副产低浓度磷酸及渣酸联动生产复合肥140万吨（湖北松滋60万吨，湖北宜城80万吨）。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为15.17、17.90、20.91亿元，对应EPS分别为1.26元、1.48元、1.73元。参考同行业公司，我们给予公司2023年PE11-14倍（对应PB为1.52-1.93倍），对应合理价值区间13.86-17.64元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**宏观政策及经济运行周期变化；新项目投产进度不及预期；复合肥需求下滑、磷化工及纯碱价格下跌。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	14898	20502	22205	24900	27279
(+/-)YoY(%)	62.7%	37.6%	8.3%	12.1%	9.6%
净利润(百万元)	1232	1492	1517	1790	2091
(+/-)YoY(%)	147.1%	21.1%	1.7%	18.0%	16.8%
全面摊薄EPS(元)	1.02	1.24	1.26	1.48	1.73
毛利率(%)	18.5%	15.2%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率(%)	27.5%	19.4%	16.4%	16.2%	15.9%

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

盈利假设:**产能假设:**

- 1) 复合肥: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 60%、66.5%、70%;
- 2) 联碱: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 100%;
- 3) 磷酸一铵: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-2025 年产能利用率为 100%。

销量假设:

- 1) 复合肥: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 100%;
- 2) 磷化工: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 100%;
- 3) 联碱: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 51%;
- 4) 磷酸一铵: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 70%;
- 5) 盐: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 30%;

价格假设:

- 1) 复合肥: 根据 2022 年价格情况, 假设 2023-25 年价格为 2600 元/吨;
- 2) 磷化工: 根据 2022 年价格情况, 假设 2023-25 年价格为 26000 元/吨;
- 3) 联碱: 根据 2022 年价格情况, 假设 2023-25 年价格为 1800 元/吨;
- 4) 磷酸一铵: 根据 2022 年价格及目前市场价格情况, 假设 2023-25 年价格为 3200 元/吨;
- 5) 盐: 根据 2022 年价格情况, 假设 2023-25 年价格为 850 元/吨;

毛利率假设:

- 1) 复合肥: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 16%;
- 2) 磷化工: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 40%;
- 3) 联碱: 根据 2021-22 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 20%;
- 4) 磷酸一铵: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 13%;
- 5) 盐: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 20%;
- 6) 其他化工产品: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 4%;

表 1 云图控股分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	20501.77	22205.43	24899.83	27279.00
总成本 (百万元)	17380.44	18757.47	20913.40	22750.94
总毛利 (百万元)	15.22%	15.53%	16.01%	16.60%
总毛利率	3121.33	3447.96	3986.42	4528.06
复合肥				
收入 (百万元)	9331.12	10186.80	11411.40	12012.00
成本 (百万元)	7836.01	8556.91	9585.58	10090.08
毛利率	16.02%	16.00%	16.00%	16.00%
毛利 (百万元)	1495.11	1629.89	1825.82	1921.92
磷化工				
收入 (百万元)	1900.34	2780.25	3560.25	4600.25
成本 (百万元)	1108.00	1668.15	2136.15	2760.15
毛利率	41.69%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	792.33	1112.10	1424.10	1840.10
联碱				
收入 (百万元)	1440.37	1193.40	1193.40	1193.40
成本 (百万元)	1095.70	954.72	954.72	954.72
毛利率	24%	20%	20%	20%
毛利 (百万元)	344.67	238.68	238.68	238.68
磷酸一铵				
收入 (百万元)	1380.74	963.20	963.20	963.20
成本 (百万元)	1198.12	837.98	837.98	837.98
毛利率	13%	13%	13%	13%
毛利 (百万元)	182.62	125.22	125.22	125.22
盐				
收入 (百万元)	345.33	367.50	385.87	385.88
成本 (百万元)	277.31	294.00	308.70	308.70
毛利率	20%	20%	20%	20%
毛利 (百万元)	68.02	73.50	77.17	77.18
其他化工产品				
收入 (百万元)	6103.89	6714.27	7385.70	8124.27
成本 (百万元)	5865.31	6445.70	7090.27	7799.30
毛利率	4%	4%	4%	4%
毛利 (百万元)	238.58	268.57	295.43	324.97

资料来源: WIND, 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000902.SZ	新洋丰	10.93	1.00	1.16	1.32	10.93	9.42	8.26
000683.SZ	远兴能源	7.88	0.73	1.09	1.35	10.79	7.23	5.86
平均						10.86	8.33	7.06

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 04 月 21 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

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	20502	22205	24900	27279
每股收益	1.24	1.26	1.48	1.73	营业成本	17380	18757	20913	22751
每股净资产	7.60	9.13	10.93	13.03	毛利率%	15.2%	15.5%	16.0%	16.6%
每股经营现金流	0.85	2.69	2.59	3.26	营业税金及附加	91	131	139	153
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	303	355	393	434
P/E	8.53	8.39	7.11	6.09	营业费用率%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
P/B	1.39	1.15	0.96	0.81	管理费用	597	777	896	982
P/S	0.62	0.57	0.51	0.47	管理费用率%	2.9%	3.5%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	4.89	4.41	3.75	2.89	EBIT	1911	1862	2196	2569
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	139	176	198	239
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
毛利率	15.2%	15.5%	16.0%	16.6%	资产减值损失	-21	-13	-9	-11
净利润率	7.3%	6.8%	7.2%	7.7%	投资收益	11	56	38	75
净资产收益率	19.4%	16.4%	16.2%	15.9%	营业利润	1782	1843	2149	2521
资产回报率	8.0%	7.2%	7.5%	7.6%	营业外收支	-26	-20	-20	-22
投资回报率	12.4%	10.8%	10.9%	10.9%	利润总额	1757	1822	2129	2499
盈利增长 (%)					EBITDA	2648	2606	2958	3413
营业收入增长率	37.6%	8.3%	12.1%	9.6%	所得税	265	302	337	405
EBIT 增长率	12.7%	-2.5%	17.9%	17.0%	有效所得税率%	15.1%	16.6%	15.8%	16.2%
净利润增长率	21.1%	1.7%	18.0%	16.8%	少数股东损益	0	3	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1492	1517	1790	2091
资产负债率	58.5%	55.9%	53.7%	52.1%					
流动比率	1.07	1.20	1.32	1.48	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.51	0.59	0.68	0.83	货币资金	3614	4277	5373	7364
现金比率	0.40	0.46	0.56	0.71	应收账款及应收票据	596	625	712	774
经营效率指标					存货	3315	3892	4167	4630
应收账款周转天数	10.61	10.27	10.44	10.36	其它流动资产	2104	2255	2468	2604
存货周转天数	69.62	75.84	72.73	74.28	流动资产合计	9629	11049	12721	15372
总资产周转率	1.10	1.05	1.04	0.99	长期股权投资	30	45	52	63
固定资产周转率	4.37	4.43	4.73	5.00	固定资产	4691	5013	5262	5456
					在建工程	1817	2243	2922	3474
					无形资产	1188	1358	1632	1855
					非流动资产合计	9076	10050	11288	12303
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	18705	21099	24009	27675
净利润	1492	1517	1790	2091	短期借款	2868	2000	2000	2000
少数股东损益	0	3	2	3	应付票据及应付账款	2271	2712	2878	3210
非现金支出	774	766	780	864	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	162	159	204	211	其它流动负债	3896	4491	4740	5189
营运资金变动	-1565	275	-159	122	流动负债合计	9035	9203	9618	10400
经营活动现金流	863	2720	2617	3292	长期借款	1703	2371	3039	3793
资产	-1751	-1664	-1963	-1815	其它长期负债	208	216	225	232
投资	8	-21	-11	-16	非流动负债合计	1910	2587	3264	4025
其他	323	16	-2	35	负债总计	10945	11790	12882	14424
投资活动现金流	-1420	-1669	-1976	-1796	实收资本	1208	1208	1208	1208
债权募资	1219	-192	677	761	归属于母公司所有者权益	7680	9227	11042	13163
股权募资	1988	0	0	0	少数股东权益	79	83	84	88
其他	-890	-195	-222	-265	负债和所有者权益合计	18705	21099	24009	27675
融资活动现金流	2317	-387	455	496					
现金净流量	1763	663	1096	1991					

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;	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。
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。	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。