

评级： 买入

翟绪丽  
 首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110522010001  
 zhaixuli@sczq.com.cn  
 电话: 010-81152683

甄理  
 化工行业研究助理  
 zhenli@sczq.com.cn  
 电话: 010-81152643

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	9.01
一年内最高/最低价 (元)	18.50/8.97
市盈率 (当前)	18.37
市净率 (当前)	1.84
总股本 (亿股)	18.92
总市值 (亿元)	170.48

资料来源: 聚源数据

核心观点

- **事件:** 川发龙蟒发布 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 100.23 亿元, 同比增长 50.72%, 实现归母净利润 10.64 亿元, 同比增长 34.65%; 2023 年一季度, 公司实现营业收入 19.95 亿元, 同比减少 14.34%, 实现归母净利润 1.50 亿元, 同比减少 47.56%。
- **2022 年磷化工景气持续, 公司业绩再创新高。** 2022 年公司主营产品工业级磷酸一铵以及磷酸氢钙景气延续, 2022 年上半年, 公司磷酸一铵和磷酸氢钙价格持续上行, 下半年价格有所回落。根据百川盈孚数据, 全年均价分别为 6607 元/吨、3107 元/吨, 分别同比+39.34%、+27.88%。2023 年一季度, 公司磷酸一铵和磷酸氢钙均价分别为 6434 元/吨、2702 元/吨, 分别同比+7.88%、-8.99%, 分别环比+2.91%、-8.46%。2023 年一季度, 原料端磷矿石维持高位, 叠加产品周期下行, 销售量下滑, 公司利润同比减少。公司是工业级磷酸一铵龙头企业, 工铵在农业领域应用持续增长, 同时其作为磷酸铁的重要原料, 也将受益于磷酸铁锂电池的发展。
- **布局上游矿产资源, 磷矿自给率有望提升。** 2022 年公司积极布局上游矿产资源, 公司完成天瑞矿业 100% 股权收购, 同时位于湖北的白竹磷矿已投入生产, 两处磷矿的产能分别为 250 万吨/年和 100 万吨/年, 2022 年产量分别为 146 万吨和 56 万吨, 目前天瑞矿业和白竹磷矿仍处于产能爬坡期, 有望在 2024 年达产。60 万吨/年绵竹板棚子磷矿也在积极推动复工复产, 未来公司磷矿产能合计将达到 410 万吨/年。随着磷矿自给率的提升, 公司成本优势将更加突出。此外, 2022 年公司收购了重钢矿业 49% 的股权, 为多元化产业协同打下基础。
- **新能源材料项目稳步推进, 今明年两年有望分别投产。** 公司总计规划有 50 万吨/年磷酸铁和 40 万吨/年磷酸铁锂, 德阿项目首期 2 万吨磷酸铁锂, 预计今年投产; 攀枝花项目首期 5 万吨磷酸铁项目预计 2024 年投产。公司在工铵领域深耕多年, 具有规模和品质优势, 随着磷矿石产量提升, 成本有望持续优化。
- **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.54/14.11/22.35 亿元, EPS 分别为 0.50/0.75/1.18 元, 对应 PE 分别为 18/12/8 倍。考虑公司是工铵龙头, 磷矿石自给率不断提升, 并向新材料领域积极拓展, 未来成长空间广阔, 首次推荐, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 磷化工产品价格下跌, 新项目投产不及预期。

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	100.23	96.91	125.83	213.14
营收增速 (%)	50.8%	-3.3%	29.8%	69.4%
净利润 (亿元)	10.65	9.54	14.11	22.35
净利润增速 (%)	4.7%	-10.4%	48.0%	58.3%
EPS (元/股)	0.56	0.50	0.75	1.18
PE	16.04	17.90	12.09	7.64

资料来源: Wind, 首創證券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,648	8,979	12,314	18,171	经营活动现金流	1,332	-148	1,858	1,883
现金	2,037	4,591	7,980	11,221	净利润	1,064	953	1,411	2,235
应收账款	287	510	466	814	折旧摊销	457	539	493	464
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	103	14	22	32
预付账款	660	682	740	1,340	投资损失	-19	-67	-67	-67
存货	1,197	1,724	1,689	3,110	营运资金变动	-337	-1,727	8	-974
其他	467	1,472	1,439	1,686	其它	64	139	-10	192
非流动资产	10,689	9,437	9,182	8,960	投资活动现金流	-2,573	-118	-237	-242
长期投资	1,703	1,703	1,703	1,703	资本支出	-2,646	714	-233	-238
固定资产	4,208	3,840	3,513	3,222	长期投资	-1,662	0	0	0
无形资产	1,213	614	681	745	其他	1,735	-832	-4	-4
其他	2,903	2,904	2,909	2,914	筹资活动现金流	2,077	2,821	1,767	1,600
资产总计	15,337	18,416	21,496	27,131	短期借款	2,116	2,053	2,053	2,053
流动负债	3,922	4,531	4,864	6,947	长期借款	1,587	1,525	1,525	1,525
短期借款	634	1,162	1,691	2,219	其他	40	1,001	-26	-165
应付账款	1,036	1,228	1,294	2,290	现金净增加额	836	2,555	3,388	3,241
其他	225	225	225	225					
非流动负债	2,320	3,845	5,369	6,894	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	1,525	3,049	4,574	6,099	成长能力				
其他	795	796	795	795	营业收入	50.8%	-3.3%	29.8%	69.4%
负债合计	6,242	8,376	10,233	13,841	营业利润	13.7%	-10.1%	46.5%	57.0%
少数股东权益	11	11	12	13	归属母公司净利润	4.7%	-10.4%	48.0%	58.3%
归属母公司股东权益	9,084	10,029	11,251	13,277	获利能力				
负债和股东权益	15,337	18,416	21,496	27,131	毛利率	20.9%	22.0%	23.8%	23.0%
					净利率	10.6%	9.8%	11.2%	10.5%
					ROE	11.7%	9.5%	12.5%	16.8%
					ROIC	17.2%	11.3%	12.9%	16.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	10,023	9,691	12,583	21,314	资产负债率	40.7%	45.2%	49.1%	54.2%
营业成本	7,931	7,557	9,584	16,405	净负债比率	38.3%	55.2%	67.4%	72.6%
营业税金及附加	64	48	55	101	流动比率	1.2	2.0	2.5	2.6
营业费用	100	107	138	234	速动比率	0.9	1.6	2.2	2.2
研发费用	100	291	390	682	营运能力				
管理费用	470	485	629	1,066	总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.8
财务费用	29	14	22	32	应收账款周转率	39.1	24.3	25.8	33.3
资产减值损失	-13	-13	-13	-13	应付账款周转率	9.2	6.7	7.6	9.2
公允价值变动收益	47	47	47	47	每股指标(元)				
投资净收益	19	19	19	19	每股收益	0.56	0.50	0.75	1.18
营业利润	1,371	1,233	1,806	2,836	每股经营现金	0.70	-0.08	0.98	1.00
营业外收入	8	8	8	8	每股净资产	4.80	5.30	5.95	7.02
营业外支出	48	48	48	48	估值比率				
利润总额	1,331	1,193	1,766	2,796	P/E	16.04	17.90	12.09	7.64
所得税	266	239	354	560	P/B	1.88	1.70	1.52	1.29
净利润	1,065	954	1,412	2,236					
少数股东损益	0	0	1	1					
归属母公司净利润	1,065	954	1,411	2,235					
EBITDA	1,817	1,745	2,281	3,292					
EPS (元)	0.56	0.50	0.75	1.18					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 3 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1 年化工实业工作经验，2022 年 6 月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上  增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间  中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间  减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现  中性 行业与整体市场表现基本持平  看淡 行业弱于整体市场表现