

国内硫精矿龙头，受益于硫铁矿、硫酸价格上涨

证券研究报告

投资评级：增持(首次)

基本数据

2022-03-09

收盘价(元)	6.57
流通股本(亿股)	3.78
每股净资产(元)	4.67
总股本(亿股)	6.68

最近 12 月市场表现



分析师 路辛之

SAC 证书编号: S0160520090001
 luxz@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ▶ **硫磺价格跟随油气价格大幅上涨并带动硫酸价格上涨。**硫磺主要来自于天然气处理厂和炼厂的硫磺回收装置，其价格与天然气和原油价格相关。硫磺下游 90% 为硫酸，而硫酸下游主要为硫酸法钛白粉、磷化工（磷肥、磷酸氢钙）、氟化工（氢氟酸）、己内酰胺等。受益于油气价格上涨以及下游磷肥景气度较高，硫磺价格已从 2019 年底 500 元/吨上涨至目前 3000 元/吨，同期硫酸价格则从 150 元/吨上涨至 625 元/吨。
- ▶ **硫铁矿路线是硫磺制酸的替代路线，硫铁矿价格持续上涨。**硫酸生产工艺分为硫磺制酸、冶炼副产酸和硫铁矿制酸。硫磺制酸是主要制酸工艺，国内占比约 46%，其余为冶炼酸 35%、矿石酸 17%。随着硫磺价格大幅上涨，冶炼酸和矿石酸性价比凸显。由于冶炼副产酸产能较难扩张，我们认为新建硫酸将更倾向于硫铁矿制酸，带动硫铁矿价格中枢上移。2020 年云浮硫铁矿价格约 480 元/吨，2021 年 10 月上涨至 1200 元/吨，21Q4 略有回调，目前已回升至 950 元/吨。
- ▶ **公司是国内硫精矿龙头，有望受益于硫铁矿和硫酸涨价。**公司全资子公司云浮云硫矿业拥有原矿 300 万吨、硫精矿（精制硫铁矿，品位 48%）120 万吨、-3mm 矿（品位 35%）50 万吨、硫酸 52 万吨、磷肥 20 万吨、铁粉 24 万吨的产能。根据 2020 年年报数据，公司硫精矿产量 108 万吨、销售均价 331 元/吨（不含税，下同）、成本 257 元/吨；-3mm 矿产量 21 万吨、销售均价 228 元/吨、成本 100 元/吨。由于公司硫精矿品位高，市场售价大幅高于普通硫铁矿。按产能计，硫铁矿价格上涨 100 元/吨将给公司带来 1.7 亿元毛利增厚。
- ▶ **我们预测公司 2021/22/23 年归母净利润 2.60/5.23/5.38 亿元，EPS 0.39/0.78/0.80 元，对应现价 PE 16.92/8.40/8.16 倍。**作为国内硫精矿-硫酸龙头，公司在目前硫磺高价下有望受益。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**硫磺、硫酸、硫精矿价格大幅波动；硫酸下游需求不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3502	3190	3403	3890	3950
收入增长率(%)	10.54	-8.90	6.66	14.33	1.54
归母净利润(百万元)	83	63	260	523	538
净利润增长率(%)	-6.16	-24.43	313.61	101.40	2.94
EPS(元/股)	0.12	0.09	0.39	0.78	0.80
PE	40.50	48.14	16.92	8.40	8.16
ROE(%)	2.96	2.19	8.31	14.34	12.86
PB	1.20	1.05	1.41	1.20	1.05

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3502	3190	3403	3890	3950	成长性					
减:营业成本	3240	3053	2762	2890	2930	营业收入增长率	11%	-9%	7%	14%	2%
营业税费	28	35	37	43	43	营业利润增长率	-50%	8%	406%	92%	3%
销售费用	20	21	17	19	20	净利润增长率	-6%	-24%	314%	101%	3%
管理费用	168	151	160	163	166	EBITDA 增长率	0%	-14%	68%	81%	2%
研发费用	35	36	37	43	43	EBIT 增长率	3%	-49%	401%	88%	2%
财务费用	11	51	35	35	30	NOPLAT 增长率	43%	-49%	348%	88%	2%
资产减值损失	-109	2	0	0	0	投资资本增长率	1%	7%	9%	13%	12%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	2%	3%	10%	17%	15%
投资和汇兑收益	2	5	5	6	6	利润率					
营业利润	69	74	376	722	743	毛利率	7%	4%	19%	26%	26%
加:营业外净收支	-2	1	0	0	0	营业利润率	2%	2%	11%	19%	19%
利润总额	67	75	376	722	743	净利率	2%	2%	8%	14%	14%
减:所得税	11	12	94	181	186	EBITDA/营业收入	8%	8%	12%	20%	20%
净利润	83	63	260	523	538	EBIT/营业收入	4%	2%	11%	19%	19%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	1125	1154	1138	1597	2105	固定资产周转天数	142	155	148	132	133
交易性金融资产	0	200	237	237	237	流动营业资本周转天数	-8	17	49	46	46
应收帐款	33	35	7	9	9	流动资产周转天数	198	274	269	287	331
应收票据	1	23	37	43	43	应收帐款周转天数	3	4	1	1	1
预付帐款	14	18	41	43	44	存货周转天数	66	83	80	80	80
存货	589	695	605	633	642	总资产周转天数	456	558	539	525	568
其他流动资产	33	93	93	93	93	投资资本周转天数	355	418	427	422	466
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	3%	2%	8%	14%	13%
长期股权投资	20	20	20	20	20	ROA	2%	1%	5%	9%	9%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	4%	2%	7%	12%	11%
固定资产	1363	1356	1384	1411	1438	费用率					
在建工程	81	120	120	120	120	销售费用率	1%	1%	1%	1%	1%
无形资产	909	879	879	879	879	管理费用率	5%	5%	5%	4%	4%
其他非流动资产	71	88	88	88	88	财务费用率	0%	2%	1%	1%	1%
资产总额	4375	4881	5024	5597	6148	三费/营业收入	6%	7%	6%	6%	5%
短期债务	591	711	711	711	711	偿债能力					
应付帐款	576	676	492	515	522	资产负债率	37%	41%	38%	34%	31%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	58%	71%	60%	52%	45%
其他流动负债	0	14	14	14	14	流动比率	1.31	1.33	1.55	1.83	2.12
长期借款	17	85	130	110	90	速动比率	0.90	0.93	1.15	1.42	1.71
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	5.63	1.11	—	—	—
负债总额	1601	2024	1885	1916	1910	分红指标					
少数股东权益	-32	-7	15	34	54	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	668	668	668	668	668	分红比率					
留存收益	752	805	1065	1587	2125	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	2774	2857	3139	3680	4238	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.12	0.09	0.39	0.78	0.80
净利润	56	63	282	542	558	BVPS(元)	4.20	4.28	4.67	5.45	6.26
加:折旧和摊销	147	174	33	33	33	PE(X)	40.50	48.14	16.92	8.40	8.16
资产减值准备	109	-3	0	0	0	PB(X)	1.20	1.05	1.41	1.20	1.05
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	29	72	0	0	0	P/S	0.96	0.95	1.29	1.13	1.11
投资收益	-2	-5	-5	-6	-6	EV/EBITDA	9.86	10.58	9.70	4.73	3.95
少数股东损益	0	0	23	19	20	CAGR(%)					
营运资金的变动	-247	-44	-279	-35	-3	PEG	—	—	0.05	0.08	2.77
经营活动产生现金流量	110	265	31	534	581	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-123	-384	-92	-54	-54	REP					
融资活动产生现金流量	-75	147	45	-20	-20						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。