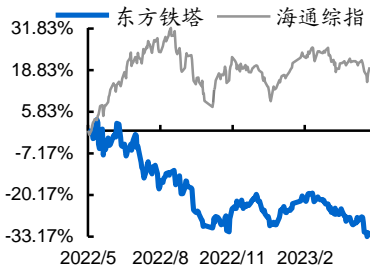


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

2022 年扣非后净利润同比增长 119.54%，老挝钾肥项目全面推进

股票数据

05月05日收盘价(元)	8.01
52周股价波动(元)	7.72-12.48
总股本/流通A股(百万股)	1244/1130
总市值/流通市值(百万元)	9965/9053

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.9	-10.4	-12.0
相对涨幅(%)	-2.1	-8.0	-9.4

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 2022 年扣非后净利润 8.08 亿元，同比增长 119.54%。**公司 2022 年实现营业收入 36.16 亿元，同比增长 29.99%，实现扣非后净利润 8.08 亿元，同比增长 119.54%。业绩增长主要由于 2022 年公司钾肥产品受益于下游市场需求拉动，市场价格上涨，钾肥业务大幅增长，同时钢结构产品稳步发展，整体盈利水平较 2021 年有较大幅度提升。2022 年第四季度实现营业收入 8.67 亿元，环比增长 6.21%，同比增长 14.11%，实现扣非后净利润 1.13 亿元，环比下降 49.07%，同比增长 167.52%。
- 钾肥业务增长强劲，钢结构业务毛利率同比下滑。**分产品来看，1) 钢结构，2022 年实现收入 5.76 亿元，同比下降 21.91%，毛利率 4.07%，同比下降 10.85pct，收入占比 15.92%，同比降低 10.58pct；2) 角钢塔，2022 年实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 16.24%，毛利率 4.01%，同比下降 9.69pct，收入占比 19.07%，同比下降 2.25pct；3) 钢管塔，2022 年实现收入 3.74 亿元，同比增长 27.65%，毛利率 6.17%，同比下降 13.67pct，收入占比 10.35%，同比下降 0.19pct；4) 氯化钾，2022 年实现收入 18.35 亿元，同比增长 78.24%，毛利率 65.42%，同比增长 22.46pct，收入占比 50.75%，同比增长 13.74pct。
- 钾肥扩产项目持续推进，预计 2023 年实现产能 100 万吨/年。**2022 年，公司实现氯化钾产量约 50.56 万吨，销量 47.39 万吨。公司“老挝甘肃省钾镁盐矿 150 万吨氯化钾一期工程（50 万吨）”项目建设全面推进，预计 2023 年上半年实现年产 100 万吨氯化钾达产达标。根据卓创及百川资讯，2022 年国内氯化钾均价 4517.4 元/吨，同比增长 38.83%。东南亚氯化钾均价 752.99 美元/吨，同比增长 93.79%。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计东方铁塔 23-25 年净利润分别为 10.38、13.29 和 13.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、1.07 和 1.07 元/股。结合可比公司估值，同时考虑到公司产能扩张，给予一定的估值溢价，给予公司 2023 年 14-16 倍 PE（对应 PB 为 1.52-1.74 倍），对应合理价值区间为 11.62-13.28 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**钾肥价格下跌，下游需求不及预期，新项目进度不及预期。

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	2782	3616	4181	4822	4823
(+/-)YoY(%)	4.9%	30.0%	15.6%	15.3%	0.0%
净利润(百万元)	404	825	1038	1329	1328
(+/-)YoY(%)	30.8%	104.1%	25.9%	28.1%	-0.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.66	0.83	1.07	1.07
毛利率(%)	25.7%	36.0%	35.8%	38.8%	38.9%
净资产收益率(%)	5.1%	9.7%	10.9%	12.3%	10.9%

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:

价格假设:

1) 钾肥: 根据 2022 年价格及近期市场价格, 假设 2023-25 价格为 3200 元/吨;

毛利率假设:

1) 钾肥: 根据 2022 年氯化钾产品单吨成本, 假设 2023-25 年毛利率为 58.15%;

2) 钢结构业务: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 5%;

3) 其他主营业务: 根据 2021-22 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 71.17%、77.86%、80.05%。

表 1 东方铁塔分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	3616	4181	4822	4823
总成本 (百万元)	2683	2683	2949	2949
总毛利率 (%)	25.81%	35.84%	38.84%	38.85%
总毛利 (百万元)	933	1499	1873	1874
钾肥				
收入 (百万元)	1835	2400	3040	3040
成本 (百万元)	635	1004	1272	1272
毛利率	65.42%	58.15%	58.15%	58.15%
毛利 (百万元)	1201	1396	1768	1768
钢结构业务				
收入 (百万元)	1760	1760	1760	1760
成本 (百万元)	1674	1672	1672	1672
毛利率	4.92%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	86.64	88.02	88.02	88.02
其他主营业务				
收入 (百万元)	20.53	21.14	21.78	22.43
成本 (百万元)	6.01	6.10	4.82	4.48
毛利率	70.73%	71.17%	77.86%	80.05%
毛利 (百万元)	14.52	15.05	16.96	17.96

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)	PB (倍)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000792.SZ	盐湖股份	20.15	4.08	2.86	2.32	2.41	7.05	8.69	8.36
000893.SZ	亚钾国际	24.27	2.16	2.18	2.78	3.44	11.13	8.73	7.06
	平均值		3.12				9.09	8.71	7.71

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价, 每股收益为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3616	4181	4822	4823
每股收益	0.66	0.83	1.07	1.07	营业成本	2314	2683	2949	2949
每股净资产	6.80	7.63	8.70	9.77	毛利率%	36.0%	35.8%	38.8%	38.9%
每股经营现金流	0.26	0.65	1.09	1.36	营业税金及附加	48	75	96	83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.8%	2.0%	1.7%
价值评估 (倍)					营业费用	21	42	53	43
P/E	12.09	9.60	7.50	7.50	营业费用率%	0.6%	1.0%	1.1%	0.9%
P/B	1.18	1.05	0.92	0.82	管理费用	116	158	149	162
P/S	2.76	2.38	2.07	2.07	管理费用率%	3.2%	3.8%	3.1%	3.4%
EV/EBITDA	7.62	6.41	4.48	3.66	EBIT	1029	1142	1474	1466
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	14	39	27	21
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.9%	0.6%	0.4%
毛利率	36.0%	35.8%	38.8%	38.9%	资产减值损失	-1	-1	-2	-2
净利润率	22.8%	24.8%	27.6%	27.5%	投资收益	66	111	108	108
净资产收益率	9.7%	10.9%	12.3%	10.9%	营业利润	1078	1218	1558	1557
资产回报率	6.3%	8.3%	9.5%	8.7%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	7.4%	9.6%	11.0%	9.8%	利润总额	1076	1218	1558	1557
盈利增长 (%)					EBITDA	1321	1409	1774	1806
营业收入增长率	30.0%	15.6%	15.3%	0.0%	所得税	254	183	234	234
EBIT 增长率	118.5%	11.0%	29.1%	-0.6%	有效所得税率%	23.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	104.1%	25.9%	28.1%	-0.1%	少数股东损益	-3	-3	-5	-5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	825	1038	1329	1328
资产负债率	35.0%	24.1%	22.6%	20.8%					
流动比率	1.70	3.40	4.05	4.85	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.29	2.27	2.89	3.76	货币资金	2457	1528	2626	3958
现金比率	0.87	1.19	1.82	2.71	应收账款及应收票据	669	807	924	916
经营效率指标					存货	1068	1232	1461	1392
应收账款周转天数	53.73	62.89	60.40	59.01	其它流动资产	636	814	821	815
存货周转天数	168.49	167.67	180.76	172.31	流动资产合计	4830	4382	5830	7081
总资产周转率	0.28	0.33	0.34	0.31	长期股权投资	166	184	205	226
固定资产周转率	1.69	2.14	2.67	2.89	固定资产	2139	1957	1806	1668
					在建工程	777	917	1114	1374
					无形资产	3553	3509	3468	3418
					非流动资产合计	8206	8138	8164	8257
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总计	13036	12519	13995	15338
净利润	825	1038	1329	1328	短期借款	1603	0	0	0
少数股东损益	-3	-3	-5	-5	应付票据及应付账款	565	604	663	682
非现金支出	317	269	302	343	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-91	-61	-70	-70	其它流动负债	672	683	776	776
营运资金变动	-724	-429	-200	101	流动负债合计	2839	1287	1439	1459
经营活动现金流	323	814	1357	1698	长期借款	464	464	464	464
资产	-228	-184	-308	-415	其它长期负债	1264	1264	1264	1264
投资	-154	-17	-22	-21	非流动负债合计	1729	1729	1729	1729
其他	39	111	108	108	负债总计	4568	3016	3168	3187
投资活动现金流	-343	-91	-222	-328	实收资本	1244	1244	1244	1244
债权募资	600	-1603	0	0	归属于母公司所有者权益	8457	9494	10824	12152
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	12	9	3	-1
其他	-312	-49	-37	-37	负债和所有者权益合计	13036	12519	13995	15338
融资活动现金流	288	-1652	-37	-37					
现金净流量	294	-928	1097	1332					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 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, 皇马科技, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 万润股份, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 东材科技, 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

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。