

分析师：顾敏豪
 登记编码：S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

钾肥行业景气带动业绩大增，新项目保障未来增长

——东方铁塔(002545)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

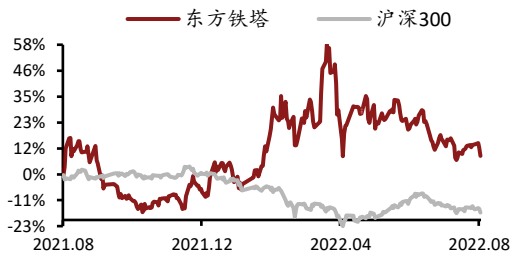
市场数据(2022-08-24)

收盘价(元)	9.76
一年内最高/最低(元)	14.52/7.67
沪深 300 指数	4,082.42
市净率(倍)	1.50
流通市值(亿元)	108.30

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	6.51
每股经营现金流(元)	0.38
毛利率(%)	39.40
净资产收益率_摊薄(%)	5.99
资产负债率(%)	36.61
总股本/流通股(万股)	124,406.21/110,965.09
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

- 《东方铁塔(002545)年报点评：钾肥行业景气上行推动业绩增长，新项目扩产提供增量》2022-05-29
- 《东方铁塔(002545)公司点评报告：点评报告》2011-01-20

联系人：马蕊琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2022 年 08 月 25 日

事件：公司公布 2022 中报，2022 年上半年公司实现营业收入 19.33 亿元，同比增长 47.61%，实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 139.20%，实现扣非后的净利润 4.72 亿元，同比增长 158.59%，基本每股收益 0.39 元。2022 年第二季度，公司实现营业收入 9.73 亿元，同比增长 19.93%，实现净利润 2.84 亿元，同比增长 82.41%，环比增长 41.06%。

- 钾肥行业景气持续提升，业绩大幅增长。公司业务结构包括钢结构和钾肥两大主业。2022 年上半年，在农产品价格上涨推动需求增长，行业供给受限等因素带动下，全球钾肥价格不断上涨，行业景气持续提升，推动了公司钾肥业务的快速增长。上半年公司实现营业收入 19.33 亿元，同比增长 47.61%，其中制造业收入 8.75 亿元，同比增长 19.09%，化肥业务实现收入 9.96 亿元，同比增长 94.73%。公司钾肥业务产销两旺，上半年实现氯化钾产量约 24 万吨，销售量约 25 万吨，基本实现满产满销。公司钾肥收入的提升主要来自于价格的上涨。根据公司销售数据测算，上半年公司钾肥销售单价约 3983 元/吨，同比上涨 118.1%。目前老挝开元颗粒钾的品牌效应已经在东南亚展现，客户需求不断扩大，特别是泰国、越南、新西兰等市场颗粒钾供不应求；而粉钾也在中国、印尼等区域站稳了市场，受到了更多客户的青睐。

从盈利能力上看，公司上半年综合毛利率 39.40%，同比提升 13.20 个百分点。其中化肥业务在产品价格提升的推动下，上半年实现毛利率 67.94%，同比大幅提升 31.54 个百分点，推动了上半年盈利能力的提升。制造业业务毛利率 7.95%，同比下降 13.1 个百分点。上半年钢材等原材料价格高位运行，导致了公司钢结构等业务毛利率的下降。此外公司期间费用率小幅大降 5.25 个百分点至 5.47%，其中销售费用率下降 0.96 个百分点，管理费用率下降 1.13 个百分点，财务费用率下降 1.7 个百分点，财务费用率下降 1.46 个百分点。公司收入和盈利能力的提升共同推动了上半年业绩的增长。

- 下半年钾肥行业景气有望延续。近年来，全球钾肥供应总体处于收缩态势。2021 年钾肥主要生产国之一的白俄罗斯受到欧盟制裁导致出口受限。2022 年以来，受俄乌冲突影响，俄罗斯钾肥供应亦受到较大冲击，进一步加剧了钾肥供应的紧张态势。俄、白两国钾肥产量及出口量占全球供应的 40% 以上。根据加拿大 Nutrien 预测，2022 年

出货量将下降至 6000 万吨至 6500 万吨，供应紧张的状态讲延续至 2023 年。此外，在原油价格上涨等因素影响下，全球粮食价格亦高位运行，有望拉动钾肥等农化产品的需求。尽管下半年以来，受美联储加息等因素影响，钾肥价格有所回落，但考虑到全球钾肥供应的进展态势将继续维持，预计下半年钾肥价格讲整体保存在较高位置，行业景气有望延续，为公司业绩带来保障。

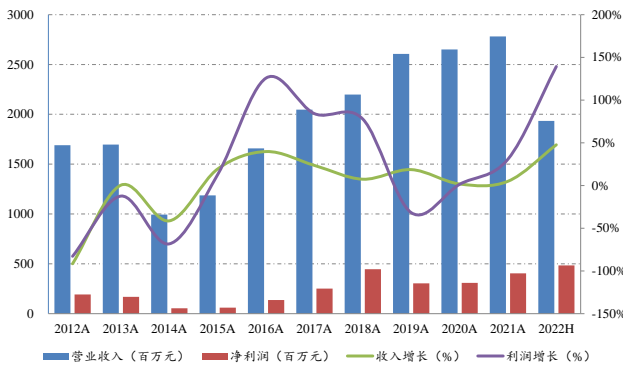
- **公司钾肥资源丰富，扩产项目有序推进。**公司钾肥项目位于老挝，是我国首个投产的海外钾肥项目。老挝钾肥资源丰富，其中部呵叻高原是全球最大的钾盐矿产之一，公司在老挝拥有面积约 141 平方公里的钾盐矿开采权，氯化钾总储量超 4 亿吨。公司目前钾盐产能 50 万吨，2021 年底“老挝甘蒙省钾镁盐矿 150 万吨氯化钾一期项目工程（50 万吨）”项目全面启动，预计于 2022 年底投产。随着新项目产能的释放，公司钾肥业务具有较大的业绩弹性。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022、2023 年 EPS 为 0.72 和 0.95 元，以 8 月 24 日收盘价 9.76 元计算，PE 分别为 13.53 倍和 10.25 倍。未来钾肥行业景气有望延续，公司业绩弹性较大，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：产品价格下跌、新项目进度不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万 元）	2651	2782	3860	5035	5785
增长比率（%）	1.74%	4.92%	38.76%	30.44%	14.90%
净利润（百万元）	309	404	897	1185	1386
增长比率（%）	1.37%	30.77%	122.16%	32.00%	17.02%
每股收益(元)	0.25	0.32	0.72	0.95	1.11
市盈率(倍)	30.93	28.09	13.53	10.25	8.76

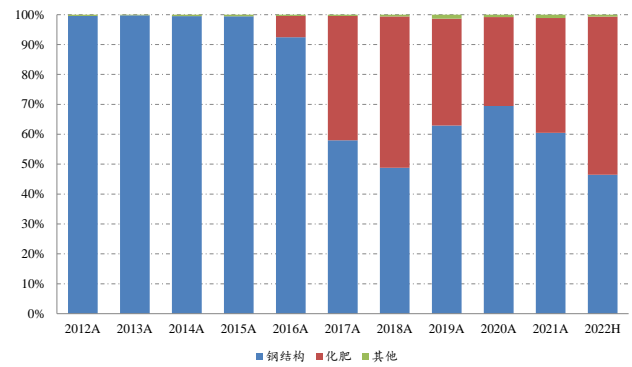
资料来源：中原证券

图 1：公司历年业绩增长



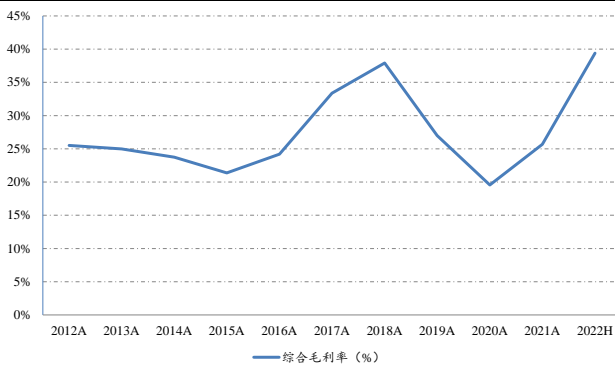
资料来源：中原证券、wind

图 2：公司收入结构



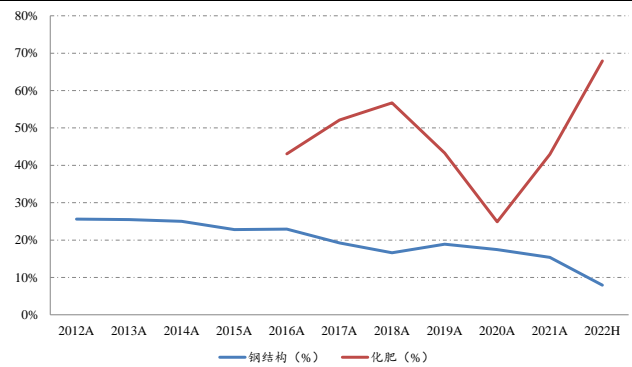
资料来源：中原证券、wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

图 4：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3834	4088	4241	5840	7525
现金	1097	1411	1076	1901	3106
应收票据及应收账款	522	547	719	938	1078
其他应收款	147	140	190	248	285
预付账款	34	49	60	79	90
存货	750	1168	1375	1803	2063
其他流动资产	1285	773	821	871	903
非流动资产	7935	7620	7532	7422	7313
长期投资	119	143	159	176	194
固定资产	2333	2134	2074	1980	2184
无形资产	3632	3616	3586	3556	3529
其他非流动资产	1852	1727	1714	1710	1405
资产总计	11769	11708	11774	13263	14838
流动负债	2289	1974	1140	1441	1626
短期借款	1385	1012	0	0	0
应付票据及应付账款	482	425	550	721	825
其他流动负债	421	537	590	720	801
非流动负债	1642	1770	1770	1770	1770
长期借款	202	441	441	441	441
其他非流动负债	1440	1329	1329	1329	1329
负债合计	3931	3745	2910	3211	3396
少数股东权益	16	24	27	30	34
股本	1244	1244	1244	1244	1244
资本公积	4613	4611	4611	4611	4611
留存收益	1773	2052	2950	4134	5520
归属母公司股东权益	7822	7939	8837	10021	11407
负债和股东权益	11769	11708	11774	13263	14838

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	227	408	665	750	1130
净利润	309	402	900	1188	1390
折旧摊销	286	259	96	92	105
财务费用	70	62	40	21	21
投资损失	-85	-62	-58	-76	-87
营运资金变动	-305	-165	-311	-472	-296
其他经营现金流	-48	-88	-2	-3	-3
投资活动现金流	30	286	52	96	95
资本支出	-127	-176	10	38	26
长期投资	119	54	-16	-17	-18
其他投资现金流	38	408	58	76	87
筹资活动现金流	229	-291	-1052	-21	-21
短期借款	527	-373	-1012	0	0
长期借款	-116	239	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-182	-155	-40	-21	-21
现金净增加额	477	399	-336	826	1204

资料来源: 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2651	2782	3860	5035	5785
营业成本	2133	2068	2510	3290	3765
营业税金及附加	44	45	64	83	95
营业费用	24	26	37	48	55
管理费用	95	108	135	176	202
研发费用	57	66	92	120	138
财务费用	94	67	28	4	-9
资产减值损失	-6	6	0	0	0
其他收益	2	3	5	6	7
公允价值变动收益	49	32	0	0	0
投资净收益	93	62	58	76	87
资产处置收益	-1	-1	2	3	3
营业利润	337	503	1059	1398	1636
营业外收入	23	3	0	0	0
营业外支出	1	6	0	0	0
利润总额	358	500	1059	1398	1636
所得税	49	98	159	210	245
净利润	309	402	900	1188	1390
少数股东损益	0	-2	3	4	4
归属母公司净利润	309	404	897	1185	1386
EBITDA	582	730	1181	1490	1728
EPS (元)	0.25	0.32	0.72	0.95	1.11

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	1.74%	4.92%	38.76%	30.44%	14.90%
营业利润 (%)	-11.10%	49.19%	110.56%	32.00%	17.02%
归属母公司净利润 (%)	1.37%	30.77%	122.16%	32.00%	17.02%
获利能力					
毛利率 (%)	19.55%	25.67%	34.97%	34.66%	34.92%
净利率 (%)	11.66%	14.44%	23.32%	23.60%	24.03%
ROE (%)	3.95%	5.09%	10.16%	11.82%	12.15%
ROIC	2.68%	3.97%	9.79%	11.21%	11.50%
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.40%	31.98%	24.72%	24.21%	22.89%
净负债比率 (%)	50.15%	47.03%	32.83%	31.95%	29.68%
流动比率	1.68	2.07	3.72	4.05	4.63
速动比率	1.24	1.41	2.36	2.64	3.20
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.24	0.33	0.38	0.39
应收账款周转率	5.19	5.65	5.62	5.62	5.62
应付账款周转率	5.86	7.23	6.64	6.64	6.64
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.32	0.72	0.95	1.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	0.33	0.53	0.60	0.91
每股净资产 (最新摊薄)	6.29	6.38	7.10	8.06	9.17
估值比率					
P/E	30.93	28.09	13.53	10.25	8.76
P/B	1.22	1.43	1.37	1.21	1.06
EV/EBITDA	17.44	15.74	9.84	7.24	5.55

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。