

## 拐点已现，看好公司超越行业成长性



## 核心观点

- **业绩环比大幅改善，经营拐点已现：**公司 20H1 实现收入 53.79 亿，同比下滑 6.86%；归母净利润 5.03 亿，同比下滑 20.15%。但是从 Q1 和 Q2 环比看，在 Q1 单季度归母净利润下滑 43.26% 的背景下，Q2 实现归母净利润 3.11 亿，同比增长 6.68%，环比增长 61.98%，并且达到近年历史第二高水平，仅次于景气中位偏高的 19Q1 水平，实现业绩逆势大幅提升。Q2 单季度毛利率达到 24.77%，也达到历史最高水平。当前磷肥处于底部复苏区间，从市场公开价格看，20Q2 磷酸一铵的平均价差是近几个季度最好的水平，而我们判断公司在去年原材料急跌前的高价库存已基本消化，公司产品毛利已基本和市场价格变动接轨。
- **看好公司领先行业的成长性：**当前粮食上涨的大趋势利好复合肥需求，但我们认为机会是结构性的。核心原因在于过去几年原材料高位和需求低迷给行业进行了一场压力测试，唯有真正具备成本优势的企业才能与渠道“荣辱与共”维持粘性，并支撑未来高附加值新产品的推广；经销商集中度和种植规模化的提升也使渠道资源向龙头集中。公司复合肥销量五年复合增长率为 7.8%，市占率由 15 年的 4.56% 提升至 7.47%；公司新型复合肥销量由 16 年的 33.56 万吨增长至 19 年的 65.57 万吨，三年接近翻倍，且吨毛利较常规复合肥高 200 元以上。从在手项目看，公司投资 12 亿元的磷酸铵和聚磷酸铵及磷资源综合利用项目有望今年下半年投产，通过工业级一铵和聚磷酸铵替代常规一铵提升附加值；公司还计划投资 15 亿元建设 30 万吨合成氨项目，建设期 24 个月，将完善公司产业链配套，提升成本竞争力，进一步增强渠道粘性形成正循环。

## 财务预测与投资建议

- 由于主营产品价格和销量下跌，我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.68、0.89、1.04 元（原 20-21 预测为 0.86、0.96），按照可比公司 20 年 25 倍市盈率，给予目标价为 17.00 元并维持买入评级。

## 风险提示

- 需求复苏不及预期，产品和原材料价格波动

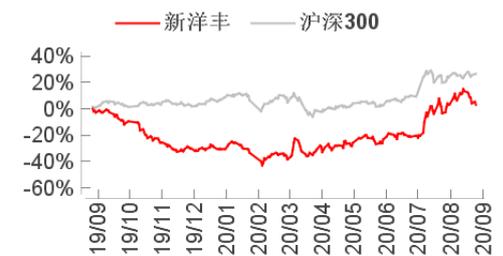
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,031	9,327	9,256	10,514	11,138
同比增长(%)	11.1%	-7.0%	-0.8%	13.6%	5.9%
营业利润(百万元)	1,044	812	1,096	1,433	1,681
同比增长(%)	20.6%	-22.2%	35.0%	30.7%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	819	651	883	1,155	1,357
同比增长(%)	20.4%	-20.5%	35.7%	30.8%	17.5%
每股收益(元)	0.63	0.50	0.68	0.89	1.04
毛利率(%)	19.4%	18.7%	20.8%	22.6%	23.9%
净利率(%)	8.2%	7.0%	9.5%	11.0%	12.2%
净资产收益率(%)	13.8%	10.2%	13.0%	15.4%	16.1%
市盈率	18.1	22.8	16.8	12.8	10.9
市净率	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月25日)	11.47元
目标价格	17元
52周最高价/最低价	12.81/6.49元
总股本/流通A股(万股)	130,453/117,355
A股市值(百万元)	14,963
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年08月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.50	6.70	36.87	0.44
相对表现	-6.44	1.01	12.52	-24.19
沪深300	-1.06	5.69	24.35	24.63



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬  
021-63325888\*2504  
wanliyong@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

联系人 杨奇  
021-63325888\*7540  
yangqi@orientsec.com.cn

## 相关报告

成本优势与结构升级驱动增长： 2019-09-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：核心假设变动分析表**

关键参数	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>核心假设</b>						
常规复合肥销量（万吨）	315	321		281	292	304
变动幅度				-10.8%	-9.0%	
新型复合肥销量（万吨）	94	125		81	98	120
变动幅度				-14%	-21%	
磷酸一铵销量（万吨）	98	91		92	91	84
变动幅度				-6.6%	0.1%	
常规复合肥价格（元/吨）	2220	2220		2050	2220	2220
变动幅度				-7.7%	0.0%	
新型复合肥价格（元/吨）	2740	2740		2700	2800	2800
变动幅度				-1.5%	2.2%	
磷酸一铵价格（元/吨）	2200	2200		1950	2100	2100
变动幅度				-11.4%	-4.5%	
氯化钾价格（元/吨）	2100	2100		1900	2000	2000
变动幅度				-10%	-5%	
硫磺价格（元/吨）	800	800		700	800	800
变动幅度				-13%	0%	
合成氨价格（元/吨）	2900	2900		3000	3100	3100
变动幅度				3%	7%	
销售费用率	5.35%	5.30%		5.50%	5.45%	5.35%
变动幅度				0.15%	0.15%	
管理和研发费用率	2.85%	2.80%		3.40%	3.25%	3.20%
变动幅度				0.55%	0.45%	
财务费用率	-0.23%	-0.30%		0.06%	0.05%	0.00%
变动幅度				0.29%	0.35%	
营业所得税率	20%	20%		18%	18%	18%
变动幅度				-2%	-2%	

资料来源：东方证券研究所

**表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

主营业务	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E

复合肥					
销售收入	8,783	9,688	7,285	8,483	9,277
变动幅度			<b>-17.1%</b>	<b>-12.4%</b>	
毛利率	22.47%	22.72%	20.43%	22.79%	23.59%
变动幅度			<b>-2.0%</b>	<b>0.1%</b>	
磷酸一铵					
销售收入	1,981	1,831	1,639	1,750	1,622
变动幅度			<b>-17.3%</b>	<b>-4.4%</b>	
毛利率	19.15%	19.15%	22.6%	22.0%	26.0%
变动幅度			<b>3.5%</b>	<b>2.8%</b>	
其他业务					
销售收入	256	154	331	281	239
变动幅度			<b>29.5%</b>	<b>82.2%</b>	
毛利率	8.00%	8.00%	20.00%	20.00%	20.00%
变动幅度			<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	
销售收入合计	11,020	11,674	9,256	10,514	11,138
变动幅度			<b>-16.0%</b>	<b>-9.9%</b>	
综合毛利率	21.54%	21.97%	20.80%	22.58%	23.86%
变动幅度			<b>-0.7%</b>	<b>0.6%</b>	

资料来源：东方证券研究所

**表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

财务指标	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,020	11,674		9,256	10,514	11,138
变动幅度				<b>-16.0%</b>	<b>-9.9%</b>	
营业利润	1,434	1,591		1,096	1,433	1,681
变动幅度				<b>-23.6%</b>	<b>-9.9%</b>	
归属母公司净利润	1,127	1,249		883	1,155	1,357
变动幅度				<b>-21.6%</b>	<b>-7.5%</b>	
每股收益（元）	0.86	0.96		0.68	0.89	1.04
变动幅度				<b>-21.6%</b>	<b>-7.5%</b>	
毛利率（%）	21.54%	21.97%		20.80%	22.58%	23.86%
变动幅度				<b>-0.7%</b>	<b>0.6%</b>	
净利率（%）	10.23%	10.70%		9.54%	10.99%	12.19%
变动幅度				<b>-0.7%</b>	<b>0.3%</b>	

资料来源：东方证券研究所

**表 4：可比公司估值（截至 2020/8/25）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
三泰控股	0.06	0.44	0.37	0.44	105.05	14.79	17.25	14.69
云天化	0.11	0.12	0.28	0.34	54.90	50.00	20.82	17.15
司尔特	0.33	0.35	0.48	0.63	19.48	18.46	13.46	10.25
兴发集团	0.29	0.38	0.46	0.59	40.62	31.62	25.71	20.07
云图控股	0.21	0.32	0.40	0.47	37.57	25.09	19.92	17.05
调整后平均					44.36	25.06	19.33	16.30

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,124	2,271	2,014	2,364	2,861	营业收入	10,031	9,327	9,256	10,514	11,138
应收票据及应收账款	575	261	368	326	394	营业成本	8,089	7,585	7,330	8,140	8,480
预付账款	356	231	279	288	320	营业税金及附加	43	38	39	43	46
存货	2,716	2,438	2,409	2,646	2,772	营业费用	551	523	509	573	596
其他	479	530	496	536	539	管理费用及研发费用	327	331	315	342	356
<b>流动资产合计</b>	<b>5,250</b>	<b>5,732</b>	<b>5,566</b>	<b>6,160</b>	<b>6,887</b>	财务费用	(24)	(21)	5	5	1
长期股权投资	12	16	16	16	16	资产减值损失	20	81	(15)	0	0
固定资产	2,805	2,818	3,271	3,700	4,071	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	53	177	510	707	740	投资净收益	10	5	8	7	7
无形资产	512	600	585	570	555	其他	10	16	16	16	16
其他	367	376	85	53	62	<b>营业利润</b>	<b>1,044</b>	<b>812</b>	<b>1,096</b>	<b>1,433</b>	<b>1,681</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,749</b>	<b>3,986</b>	<b>4,467</b>	<b>5,046</b>	<b>5,444</b>	营业外收入	3	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>8,999</b>	<b>9,718</b>	<b>10,033</b>	<b>11,206</b>	<b>12,331</b>	营业外支出	12	4	8	8	6
短期借款	9	9	9	9	9	<b>利润总额</b>	<b>1,035</b>	<b>811</b>	<b>1,092</b>	<b>1,429</b>	<b>1,678</b>
应付票据及应付账款	982	857	859	937	985	所得税	206	151	196	257	302
其他	1,521	1,616	1,523	1,712	1,760	<b>净利润</b>	<b>829</b>	<b>661</b>	<b>895</b>	<b>1,171</b>	<b>1,376</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,511</b>	<b>2,482</b>	<b>2,391</b>	<b>2,658</b>	<b>2,754</b>	少数股东损益	10	10	12	16	18
长期借款	0	404	404	404	404	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>819</b>	<b>651</b>	<b>883</b>	<b>1,155</b>	<b>1,357</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.50	0.68	0.89	1.04
其他	112	137	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>112</b>	<b>541</b>	<b>404</b>	<b>404</b>	<b>404</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,623</b>	<b>3,023</b>	<b>2,795</b>	<b>3,061</b>	<b>3,157</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	157	185	196	213	231	成长能力					
股本	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333	营业收入	11.1%	-7.0%	-0.8%	13.6%	5.9%
资本公积	525	429	449	449	449	营业利润	20.6%	-22.2%	35.0%	30.7%	17.3%
留存收益	4,250	4,643	5,260	6,150	7,161	归属于母公司净利润	20.4%	-20.5%	35.7%	30.8%	17.5%
其他	111	105	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,376</b>	<b>6,695</b>	<b>7,238</b>	<b>8,144</b>	<b>9,174</b>	毛利率	19.4%	18.7%	20.8%	22.6%	23.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,999</b>	<b>9,718</b>	<b>10,033</b>	<b>11,206</b>	<b>12,331</b>	净利率	8.2%	7.0%	9.5%	11.0%	12.2%
						ROE	13.8%	10.2%	13.0%	15.4%	16.1%
						ROIC	13.4%	9.6%	12.2%	14.6%	15.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	29.1%	31.1%	27.9%	27.3%	25.6%
净利润	829	661	895	1,171	1,376	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	177	159	230	275	320	流动比率	2.09	2.31	2.33	2.32	2.50
财务费用	(24)	(21)	5	5	1	速动比率	1.01	1.33	1.32	1.32	1.49
投资损失	(10)	(5)	(8)	(7)	(7)	营运能力					
营运资金变动	(458)	739	(235)	48	(147)	应收账款周转率	69.3	46.4	46.2	50.2	48.2
其它	(329)	(27)	84	0	0	存货周转率	3.4	2.9	3.0	3.2	3.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>1,506</b>	<b>971</b>	<b>1,493</b>	<b>1,542</b>	总资产周转率	1.1	1.0	0.9	1.0	0.9
资本支出	(190)	(371)	(982)	(880)	(705)	每股指标(元)					
长期投资	(58)	105	(54)	27	(14)	每股收益	0.63	0.50	0.68	0.89	1.04
其他	143	(84)	68	(23)	22	每股经营现金流	0.14	1.13	0.73	1.12	1.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(105)</b>	<b>(351)</b>	<b>(968)</b>	<b>(876)</b>	<b>(696)</b>	每股净资产	4.77	4.99	5.40	6.08	6.85
债权融资	(13)	416	(7)	3	(2)	估值比率					
股权融资	(75)	(96)	19	0	0	市盈率	18.1	22.8	16.8	12.8	10.9
其他	(256)	(263)	(272)	(270)	(347)	市净率	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(344)</b>	<b>57</b>	<b>(260)</b>	<b>(267)</b>	<b>(349)</b>	EV/EBITDA	9.7	12.3	8.7	6.8	5.8
汇率变动影响	4	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.4	14.7	10.6	8.1	6.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(259)</b>	<b>1,214</b>	<b>(257)</b>	<b>350</b>	<b>497</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

