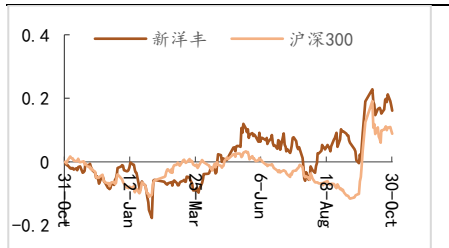


评级： 买入

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

甄理
行业分析师
SAC 执证编号：S0110524070001
zhenli@sczq.com.cn
电话：021-58820301

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）	13.16
一年内最高/最低价（元）	14.80/8.90
市盈率（当前）	27.92
市净率（当前）	1.61
总股本（亿股）	12.55
总市值（亿元）	165.12

资料来源：聚源数据

核心观点

● 事件：

公司发布 2024 三季度报告，公司 2024 前三季度实现营业收入 123.67 亿元，同比增加 4.05%；实现归母净利润 11.13 亿元，同比增长 12.37%；2024 年 Q3 实现营业收入 39.48 亿元，同比增长 2.92%，环比减少 22.34%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比增长 24.88%，环比减少 4.69%。

● 复合肥展现刚需属性，三季度利润同比显著提升。

2024 年前 9 个月国内复合肥产量为 1876.49 万吨，同比减少 0.27%，复合肥产量基本保持平稳，刚需属性较强。截至 2024.10.18，国内复合肥库存为 11 万吨，周环比增加 2 万吨，库存维持在相对较低水平。复合肥价格方面，2024 年三季度复合肥（湖北洋丰，(45%S(15-15-15))) 均价为 2925.38 元/吨，环比增长 1.39%，同比增长 4.81%，价格同环比保持增长。随着单质肥的价格回归常态，复合肥的采购需求有望提升。虽然复合肥受到季节性的影响，采购会有一定波动，但是整体需求较为稳定。在此背景下，公司作为行业龙头具备成本和渠道优势，业绩有望保持稳步提升。

● 费率维持合理水平，毛利率、净利率有所修复。

2024 年前 9 个月公司销售、管理、财务费率分别为 2.88%、1.20%、0.21%，分别同比-0.03pct、+0.15pct、+0.05pct，整体维持在较低水平。复合肥价格平稳，单质肥价格波动趋稳，盈利能力有所提升，2024 年前三季度毛利率、净利率分别为 16.10%、9.04%，分别同比+1.41pct、+0.63pct。

● 水溶肥等项目有望贡献增量，磷矿资源未来可期。

根据公司公告，公司 15 万吨/年水溶肥和 30 万吨/年渣酸肥项目在 2023 年底已经开始试生产，项目投产后将巩固公司复合肥龙头优势。同时公司目前磷矿石产能为 90 万吨/年，保康竹园沟矿在稳步推进，投产后磷矿产能将增加 180 万吨/年，远期磷矿自给率有望持续提升。

● 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.98/15.75/17.34 亿元，EPS 分别为 1.11/1.25/1.38 元，对应 PE 分别为 12/10/10 倍。考虑公司作为国内复合肥龙头企业，单质肥稳价有利于复合肥放量，同时资本开支力度加大，盈利能力持续增强，维持“买入”评级。

● 风险提示：复合肥产品价格下跌，新项目投产不及预期。

盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	151.00	167.30	184.40	193.20
营收增速（%）	-5.4%	10.8%	10.2%	4.8%
归母净利润（亿元）	12.06	13.98	15.75	17.34
归母净利润增速（%）	-7.9%	15.8%	12.7%	10.1%
EPS(元/股)	0.94	1.11	1.25	1.38
PE	13.99	11.82	10.49	9.53

资料来源：Wind，首创证券

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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,334	7,913	10,177	12,357	经营活动现金流	2,131	1,411	2,338	2,637
现金	1,178	1,755	3,539	5,678	净利润	1,207	1,398	1,575	1,733
应收账款	206	313	345	338	折旧摊销	551	656	643	626
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	49	24	28	18
预付账款	334	520	553	523	投资损失	-13	-13	-14	-14
存货	2,701	3,473	3,775	3,792	营运资金变动	298	-705	64	247
其他	1,915	1,852	1,965	2,026	其它	44	31	17	0
非流动资产	10,551	10,326	10,059	9,711	投资活动现金流	-1,532	-432	-376	-279
长期投资	10	11	12	12	资本支出	-1,663	-433	-374	-278
固定资产	6,875	6,461	6,077	5,722	长期投资	14	-1	-1	0
无形资产	1,342	1,533	1,647	1,654	其他	117	2	-1	-1
其他	432	429	431	431	筹资活动现金流	-685	-403	-178	-219
资产总计	16,885	18,239	20,236	22,068	短期借款	199	169	169	169
流动负债	5,005	5,356	5,963	6,280	长期借款	170	168	168	168
短期借款	0	1	2	3	其他	-610	-136	133	122
应付账款	2,098	2,048	2,297	2,410	现金净增加额	-85	576	1,784	2,139
其他	202	202	202	202					
非流动负债	1,868	2,036	2,204	2,372	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	368	536	704	872	成长能力				
其他	501	501	501	501	营业收入	-5.4%	10.8%	10.2%	4.8%
负债合计	6,873	7,392	8,167	8,652	营业利润	-14.6%	18.1%	12.6%	10.1%
少数股东权益	429	451	475	503	归属母公司净利润	-7.9%	15.8%	12.7%	10.1%
归属母公司股东权益	9,583	10,396	11,594	12,913	获利能力				
负债和股东权益	16,885	18,239	20,236	22,068	毛利率	14.9%	15.0%	15.3%	15.7%
					净利率	8.0%	8.5%	8.7%	9.1%
					ROE	12.1%	12.9%	13.0%	12.9%
					ROIC	13.3%	14.3%	14.4%	14.1%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	15,100	16,730	18,440	19,320	资产负债率	40.7%	40.5%	40.4%	39.2%
营业成本	12,851	14,226	15,626	16,283	净负债比率	18.7%	18.8%	18.3%	17.7%
营业税金及附加	64	67	77	78	流动比率	1.3	1.5	1.7	2.0
营业费用	328	335	369	386	速动比率	0.7	0.8	1.1	1.4
研发费用	164	182	201	210	营运能力				
管理费用	248	251	277	290	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
财务费用	22	24	28	18	应收账款周转率	58.9	64.5	56.1	56.6
资产减值损失	-51	-18	-23	-24	应付账款周转率	6.5	6.9	7.2	6.9
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	13	13	14	14	每股收益	0.94	1.11	1.25	1.38
营业利润	1,422	1,679	1,892	2,083	每股经营现金	1.70	1.13	1.86	2.10
营业外收入	8	8	7	7	每股净资产	7.64	8.29	9.24	10.29
营业外支出	8	8	8	8	估值比率				
利润总额	1,422	1,679	1,891	2,082	P/E	13.99	11.82	10.49	9.53
所得税	220	259	292	321	P/B	1.76	1.59	1.42	1.28
净利润	1,202	1,420	1,599	1,761					
少数股东损益	-4	22	24	27					
归属母公司净利润	1,206	1,398	1,575	1,734					
EBITDA	1,995	2,358	2,563	2,726					
EPS (元)	0.94	1.11	1.25	1.38					

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

1. 投资建议的比较标准

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

2. 投资建议的评级标准

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

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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