

投资评级 优于大市 维持

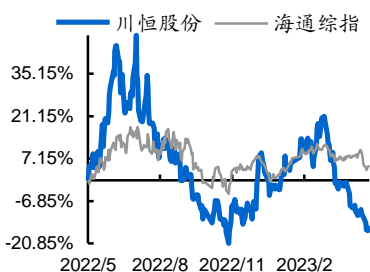
2023Q1 扣非后净利润同比增长 53.43%，磷酸铁逐渐放量

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 05月05日收盘价(元) | 21.63 |
| 52周股价波动(元) | 20.64-39.85 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 502/493 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 10854/10733 |

相关研究

《2022H1 扣非后净利润 3.71 亿元,同比增长 311.65%, 新能源项目建设加快推进》
 2022.08.03

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | -14.6 | -29.3 | -20.1 |
| 相对涨幅 (%) | -15.3 | -28.3 | -16.5 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

投资要点:

- 2023Q1 实现扣非后净利润 1.57 亿元, 同比增长 53.43%。**公司 2022 年实现营业收入 34.47 亿元, 同比增长 36.26%, 归母净利润 7.58 亿元, 同比增长 106.05%, 扣非后净利润 7.71 亿元, 同比增长 124.51%。业绩大幅增长主要由于公司提升了磷化工产品主要原材料自给率, 磷化工行业高景气, 主要产品价格同比上涨, 毛利率上升; 同时公司新增磷酸产品的销售, 为业绩增长提供助力。公司 2023Q1 实现营业收入 9.98 亿元, 同比增长 64.07%, 归母净利润 1.58 亿元, 同比增长 52.11%, 扣非后净利润 1.57 亿元, 同比增长 53.43%, 业绩增长主要由于磷酸收入增长, 磷酸铁贡献收入。2022 年公司拟向全体股东每 10 股派息 7 元 (含税), 现金分红总额约 3.87 亿元, 占比可分配利润 51.12%。
- 受益于磷化工高景气, 公司主要产品价格 2022 年大幅增长。**根据卓创资讯, 磷矿石 (28%湖北宜化) 2022 年均价 890 元/吨, 同比增长 80.92%; 磷酸二氢钙 2022 年均价 4573 元/吨, 同比增长 35.80%; 73%工业级磷酸一铵 2022 年均价 6636 元/吨, 同比增长 21.18%。
- 积极布局磷矿资源, 拟新建磷矿 250 万吨/年。**公司子公司福麟矿业已持有小坝磷矿、新桥磷矿、鸡公岭磷矿三处采矿权, 生产规模分别为 80 万吨/年、100 万吨/年、250 万吨/年, 保障公司正常生产同时部分外销。公司通过定向增发募集资金拟新建“鸡公岭磷矿新建 250 万吨/年采矿工程项目”, 建设周期 4 年, 完全达产后预计实现净利润 2.12-2.14 亿元; 同时, 公司持有天一矿业 49% 股权, 旗下老虎洞磷矿预计 2023 年年底完成建设, 2024 年开始逐步投产。2022 年, 福麟矿业磷矿石开采总量 251.20 万吨, 外销 66.58 万吨。
- 磷酸铁放量在即, 新项目带来业绩增量。**公司于 2021 年 9 月与国轩控股达成战略合作, 共同规划建设不低于 50 万吨/年产能的电池用磷酸铁生产线。2022 年, 公司“10 万吨/年电池用磷酸铁项目”逐步投产; 募投项目“10 万吨/年食品级净化磷酸项目”为磷酸铁产线提供充足磷源; 在建“100kt/a 磷酸铁二期项目”、“100kt/a 电池用磷酸铁项目 (一期)”、“2kt/a 电池用磷酸铁项目”等项目逐步推进, 预计未来带来新业绩增量。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计 2023-2025 年公司净利润分别为 11.62、15.62 和 18.12 亿元, 对应 EPS 分别为 2.32、3.11、3.61 元。参考同行业可比公司估值, 给予公司 23 年 13-15 倍 PE (对应 PB 为 2.73-3.15 倍), 对应合理价值区间 30.16-34.80 元, 维持“优于大市”评级。

- 风险提示:** 项目投产进度不及预期, 产品价格大幅波动, 下游需求不及预期

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2530 | 3447 | 5418 | 7372 | 9018 |
| (+/-)YoY(%) | 42.4% | 36.3% | 57.2% | 36.1% | 22.3% |
| 净利润 (百万元) | 368 | 758 | 1162 | 1562 | 1812 |
| (+/-)YoY(%) | 157.9% | 106.0% | 53.4% | 34.4% | 16.0% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.73 | 1.51 | 2.32 | 3.11 | 3.61 |
| 毛利率(%) | 28.4% | 44.9% | 39.9% | 39.1% | 37.9% |
| 净资产收益率(%) | 10.3% | 17.3% | 21.0% | 22.0% | 20.3% |

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:**产能假设:**

- 1) 磷酸二氢钙: 根据 2022 年产能利用率及新增产能投产情况, 假设 2023-25 年产能利用率分别为 78%、95%、98%;
- 2) 磷酸一铵: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 103%、105%、105%;

销量假设:

- 1) 磷酸二氢钙: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率分别为 98%、100%、100%;
- 2) 磷酸一铵: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 100%;
- 3) 磷矿石: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 26.50%;
- 4) 磷酸铁: 假设 2023-25 年产销率为 100%;

价格假设:

- 1) 磷酸二氢钙: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格为 4200 元/吨;
- 2) 磷酸一铵: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 4617 元/吨;
- 3) 磷矿石: 根据 2022 年价格及近期市场价格情况, 假设 2023-25 年价格分别为 900 元/吨;
- 4) 磷酸铁: 根据目前市场价格情况, 假设 2023-25 年价格为 13000 元/吨、15000 元/吨、15000 元/吨;

毛利率假设:

- 1) 磷酸二氢钙: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率为 45%;
- 2) 磷酸一铵: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率为 35%;
- 3) 磷矿石: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率为 65%;
- 4) 磷酸铁: 假设 2023-25 年毛利率为 33%、35%、35%;
- 5) 其他: 根据 2022 年毛利率情况, 假设 2023-25 年毛利率为 30%。

表 1 川恒股份分业务盈利预测

| 项目 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| 总收入 (百万元) | 3447 | 5418 | 7372 | 9018 |
| 总成本 (百万元) | 1898 | 3258 | 4492 | 5597 |
| 总毛利率 (%) | 45% | 40% | 39% | 38% |
| 总毛利 (百万元) | 1549 | 2160 | 2880 | 3421 |
| 磷酸二氢钙 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1570 | 1637 | 2035 | 2099 |
| 成本 (百万元) | 802 | 901 | 1119 | 1155 |
| 毛利率 | 49% | 45% | 45% | 45% |
| 毛利 (百万元) | 768 | 737 | 916 | 945 |
| 磷酸一铵 | | | | |
| 收入 (百万元) | 768 | 808 | 824 | 824 |
| 成本 (百万元) | 466 | 525 | 536 | 536 |
| 毛利率 | 39% | 35% | 35% | 35% |
| 毛利 (百万元) | 302 | 283 | 288 | 288 |
| 磷矿石 (资产, 外售) | | | | |
| 收入 (百万元) | 438 | 599 | 599 | 599 |
| 成本 (百万元) | 150 | 210 | 210 | 210 |
| 毛利率 | 66% | 65% | 65% | 65% |
| 毛利 (百万元) | 288 | 389 | 389 | 389 |
| 磷酸铁 | | | | |
| 收入 (百万元) | | 1300 | 2250 | 3000 |
| 成本 (百万元) | | 871 | 1463 | 1950 |
| 毛利率 | | 33% | 35% | 35% |
| 毛利 (百万元) | | 429 | 788 | 1050 |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (百万元) | 671 | 1073 | 1664 | 2495 |
| 成本 (百万元) | 481 | 751 | 1165 | 1747 |
| 毛利率 | 28% | 30% | 30% | 30% |
| 毛利 (百万元) | 190 | 322 | 499 | 749 |

资料来源: WIND, 公司年报, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

| 股票代码 | 公司名称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 002312.SZ | 川发龙蟒 | 9.02 | 0.56 | 0.58 | 0.74 | 16 | 16 | 12 |
| 300207.SZ | 欣旺达 | 16.21 | 0.57 | 0.68 | 1.20 | 28 | 24 | 14 |
| 000902.SZ | 新洋丰 | 11.56 | 1.00 | 1.16 | 1.32 | 12 | 10 | 9 |
| 均值 | | | | | | 19 | 16 | 11 |

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

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 3447 | 5418 | 7372 | 9018 |
| 每股收益 | 1.51 | 2.32 | 3.11 | 3.61 | 营业成本 | 1898 | 3258 | 4492 | 5597 |
| 每股净资产 | 8.73 | 11.04 | 14.15 | 17.77 | 毛利率% | 44.9% | 39.9% | 39.1% | 37.9% |
| 每股经营现金流 | 1.08 | 2.33 | 3.98 | 5.09 | 营业税金及附加 | 91 | 83 | 118 | 153 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 2.6% | 1.5% | 1.6% | 1.7% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 58 | 89 | 129 | 160 |
| P/E | 14.85 | 9.68 | 7.20 | 6.21 | 营业费用率% | 1.7% | 1.6% | 1.8% | 1.8% |
| P/B | 2.57 | 2.03 | 1.58 | 1.26 | 管理费用 | 223 | 315 | 431 | 541 |
| P/S | 3.26 | 2.08 | 1.53 | 1.25 | 管理费用率% | 6.5% | 5.8% | 5.9% | 6.0% |
| EV/EBITDA | 11.69 | 7.33 | 5.66 | 4.58 | EBIT | 1078 | 1555 | 2036 | 2337 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 82 | 182 | 192 | 188 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 2.4% | 3.4% | 2.6% | 2.1% |
| 毛利率 | 44.9% | 39.9% | 39.1% | 37.9% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 22.0% | 21.5% | 21.2% | 20.1% | 投资收益 | -33 | 8 | 4 | 0 |
| 净资产收益率 | 17.3% | 21.0% | 22.0% | 20.3% | 营业利润 | 969 | 1404 | 1880 | 2183 |
| 资产回报率 | 7.5% | 10.0% | 11.3% | 11.1% | 营业外收支 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 10.6% | 13.3% | 15.3% | 15.2% | 利润总额 | 945 | 1404 | 1880 | 2183 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1289 | 1854 | 2375 | 2754 |
| 营业收入增长率 | 36.3% | 57.2% | 36.1% | 22.3% | 所得税 | 156 | 208 | 270 | 317 |
| EBIT 增长率 | 128.7% | 44.2% | 30.9% | 14.8% | 有效所得税率% | 16.5% | 14.8% | 14.4% | 14.5% |
| 净利润增长率 | 106.0% | 53.4% | 34.4% | 16.0% | 少数股东损益 | 31 | 35 | 48 | 54 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 758 | 1162 | 1562 | 1812 |
| 资产负债率 | 51.1% | 46.7% | 43.7% | 41.0% | | | | | |
| 流动比率 | 1.22 | 1.53 | 1.61 | 1.76 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.87 | 1.09 | 1.07 | 1.14 | 货币资金 | 1521 | 1441 | 1461 | 2168 |
| 现金比率 | 0.61 | 0.64 | 0.54 | 0.66 | 应收账款及应收票据 | 415 | 689 | 1001 | 1152 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 792 | 872 | 1315 | 1824 |
| 应收账款周转天数 | 21.89 | 19.82 | 21.44 | 21.05 | 其它流动资产 | 292 | 417 | 566 | 628 |
| 存货周转天数 | 152.32 | 97.74 | 106.89 | 118.98 | 流动资产合计 | 3020 | 3420 | 4344 | 5772 |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.47 | 0.53 | 0.55 | 长期股权投资 | 1319 | 1519 | 1769 | 2049 |
| 固定资产周转率 | 1.21 | 1.70 | 2.08 | 2.35 | 固定资产 | 2847 | 3191 | 3540 | 3844 |
| | | | | | 在建工程 | 1216 | 1289 | 1453 | 1570 |
| | | | | | 无形资产 | 1398 | 1802 | 2343 | 2738 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 7119 | 8144 | 9456 | 10560 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 10138 | 11565 | 13800 | 16332 |
| 净利润 | 758 | 1162 | 1562 | 1812 | 短期借款 | 710 | 500 | 200 | 0 |
| 少数股东损益 | 31 | 35 | 48 | 54 | 应付票据及应付账款 | 744 | 741 | 1203 | 1656 |
| 非现金支出 | 211 | 299 | 339 | 417 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 140 | 182 | 196 | 195 | 其它流动负债 | 1024 | 996 | 1289 | 1633 |
| 营运资金变动 | -596 | -511 | -149 | 75 | 流动负债合计 | 2478 | 2238 | 2692 | 3288 |
| 经营活动现金流 | 544 | 1167 | 1996 | 2553 | 长期借款 | 1536 | 2036 | 2236 | 2336 |
| 资产 | -1803 | -1129 | -1405 | -1244 | 其它长期负债 | 1163 | 1133 | 1103 | 1073 |
| 投资 | 95 | -200 | -250 | -280 | 非流动负债合计 | 2699 | 3169 | 3339 | 3409 |
| 其他 | 18 | 8 | 4 | 0 | 负债总计 | 5177 | 5406 | 6031 | 6697 |
| 投资活动现金流 | -1690 | -1321 | -1652 | -1524 | 实收资本 | 502 | 502 | 502 | 502 |
| 债权募资 | 1273 | 260 | -130 | -130 | 归属于母公司所有者权益 | 4378 | 5541 | 7103 | 8915 |
| 股权募资 | 364 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 583 | 618 | 666 | 720 |
| 其他 | -216 | -185 | -194 | -192 | 负债和所有者权益合计 | 10138 | 11565 | 13800 | 16332 |
| 融资活动现金流 | 1421 | 75 | -324 | -322 | | | | | |
| 现金净流量 | 287 | -79 | 20 | 707 | | | | | |

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,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,赛轮轮胎

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; 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。 | 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。 |
| | 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。