

三泰控股 (002312): 转型磷化工, 龙蟒大地Q4业绩贡献超预期

2020年03月03日

强烈推荐/首次

三泰控股 公司报告

公司2019年实现归母净利润0.75~1.10亿元:(1)龙蟒大地19Q4并表,增加公司利润约1.1~1.2亿元;(2)非经常性损益增加公司本期净利润约1.24~1.34亿元;(3)公司持有中邮智递科技34%股权,按权益法初步核算分摊报表亏损预计约1.77亿元。

龙蟒大地为磷化工行业龙头。龙蟒大地主要从事磷酸一铵、磷酸氢钙等磷酸盐产品以及各种复合肥产品的生产、销售,采用“肥盐结合”梯级开发模式,并嫁接复合肥生产装置,主要生产肥料级磷酸一铵、工业级磷酸一铵、饲料级磷酸氢钙、肥料级磷酸氢钙等磷酸盐产品和各种复合肥产品,是国内领先的精细磷酸盐企业。公司近年来产品结构不断提升,高毛利的工业级磷酸一铵(毛利率近30%)产能不断增加,2019年工业级磷酸一铵已超过20万吨、国内市占率第一,2020年产能将进一步释放提高至40万吨。目前公司合计拥有磷酸一铵产能100万吨(肥料级60万吨、工业级40万吨),磷酸氢钙76万吨(肥料级21万吨、饲料级55万吨),复合肥70万吨(中溶度10万吨、高溶度60万吨)。龙蟒大地业绩承诺2019、2020和2021年度实现扣非归母净利润分别不低于3.0亿元、3.78亿元和4.5亿元,龙蟒19Q4并表即增加公司利润1.1~1.2亿元,年化4.4~4.8亿元显著超出利润承诺。

龙蟒大地一体化优势显著。(1)磷矿配套:虽然红星磷矿(产能30万吨)目前已接近枯竭,预计还可采两年,但湖北龙蟒已经取得襄阳市保康县白竹磷矿采矿许可证、规划产能100万吨/年,目前白竹磷矿处于建设状态,预计投产后将大幅提升公司产品成本竞争力、增厚利润,此外目前绵竹地区年180万吨磷矿需求也均为外购,未来自有矿山恢复开采,将进一步降低成本;(2)中间产品配套:公司目前硫酸配套产能90万吨(龙蟒磷化工60万吨,南漳龙蟒30万吨),磷酸配套130万吨(龙蟒磷化工120万吨,南漳龙蟒10万吨),盐酸配套12万吨,合成氨配套10万吨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	805.54	716.90	1,944.25	5,427.48	5,969.87
增长率(%)	-22.50%	-11.00%	171.20%	179.16%	9.99%
归母净利润(百万元)	302.40	-218.79	89.88	428.75	530.24
增长率(%)	-123.19%	-172.35%	-141.08%	377.00%	23.67%
净资产收益率(%)	8.89%	-6.71%	1.69%	7.53%	9.02%
每股收益(元)	0.220	-0.159	0.065	0.311	0.385
PE	39.88	-43.60	79.57	16.68	13.49
PB	3.55	2.92	1.34	1.26	1.22

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司上市以来传统业务为金融自助设备、BPO业务、金融安防业务;2012年开始切入我啦啦公司主营的速递易业务;由于行业发展以及市场环境等多方面的因素,2016年,公司对传统业务中的金融自助设备及金融安防业务进行了剥离;2017年,公司对我啦啦公司股权结构进行了优化,实施了重大资产重组,引入了中邮资本、驿宝网络和亚东北辰三大战略投资者。2019年公司收购龙蟒大地,全面转型磷化工业务,公司目前主营业务为磷化工及金融服务外包。

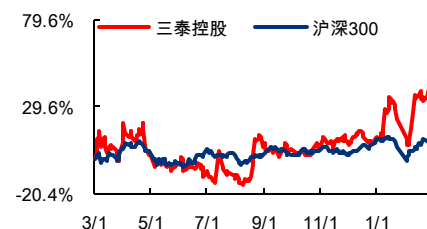
未来3-6个月重大事项提示:

2019-03-31发布2019年年报

交易数据

52周股价区间(元)	5.77-3.23
总市值(亿元)	74.14
流通市值(亿元)	72.56
总股本/流通A股(万股)	137,809/134,863
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.29

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

分析师: 张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120002

分析师: 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

受疫情影响磷肥/磷酸盐阶段性紧缺, 预计价格上行。据百川盈孚磷酸一铵价格指数自 2 月中旬至今已累计上涨 3% 至 1839 元/吨, 磷酸二铵累计上涨 2.3% 至 2264 元/吨, 价格上涨主要源于疫情影响下供应急剧减量以及运输受限: 湖北是磷化工生产大省, 磷肥产能占全国产能的 40% 左右 (磷酸一铵占比 48%, 二铵占比 30%), 产量超全国产量的 50%; 受到疫情影响, 湖北磷化工企业 2 月开工率仅 20% 左右, 大大低于往年的 60%-70%; 目前产品价格和盈利均处于底部, 在部分产能难以盈利、企业涨价意愿强+经销商低库存+春耕刚性需求推迟但不会缺席下, 预计旺季价格将继续上涨。长江经济带环境保护将从紧从严, 同时湖北为磷化工大省, 疫情成为催化剂倒逼整治; 贵州瓮福与开磷的整合拉开行业整合序幕, 预计行业集中度将迎来长周期提升趋势, 利于行业整体议价能力的提升。

中邮速递业务收入连续两年恢复增长。2012 年公司切入我来讲公司主营的速递业务, 近年来速递业务在激烈的市场竞争中取得了快速的发展, 始终处于市场领先地位。2016 年公司剥离了传统业务中的金融自助设备及金融安防业务, 仅剩金融外包 BPO 业务; 2017 年公司对来讲公司股权结构进行了优化, 实施了重大资产重组, 引入了中邮资本、驿宝网络 (菜鸟供应链全资子公司) 和亚东北辰 (复星集团全资子公司) 三大战略投资者, 将中国邮政、菜鸟供应链、复星集团的优势资源与中邮速递业务充分整合。国家邮政局预计 2020 年快递业务量将达到 700 亿, 业务收入接近 8000 亿元; 调整快递末端配送方式的迫切需求成为智能快递柜建立并发展的驱动力, 智能快递柜凭借其极大的可行性和可实施性成为快递末端配送方式改革的首选, 而近期新冠疫情影响下国家邮政局表示要积极推广智能快递箱等模式, 可能成为智能快递行业拐点。2017、2018 和 2019H1, 中邮智递分别实现收入 2.21 (YOY+3.5%)、2.83 (YOY+28.1%) 和 1.60 亿元 (YOY+19.4%), 重组后收入恢复高速增长。

公司盈利预测及投资评级:我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 0.90、4.30 和 5.33 亿元, 对应 EPS 分别为 0.07、0.31 和 0.39 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 79、17 和 13 倍。看好公司全面转型磷化工业务, 公司近期推出股权激励计划亦彰显长期发展信心, 给予公司 2020 年 25 倍 PE, 对应目标价 7.78 元/股, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示:产品价格大幅波动; 环保限产风险。

1. 龙蟒大地经营情况汇总

1.1 龙蟒大地核心产品汇总

表 1: 一张表看懂龙蟒大地及其各子公司产品产能产销

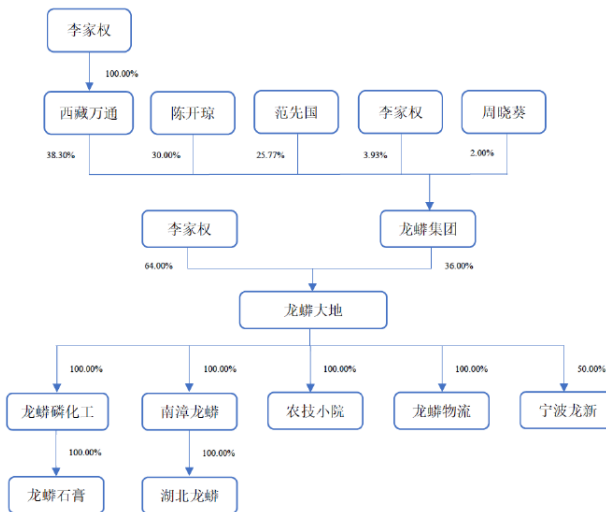
产品	万吨	2017	2018	2019Q1	备注
磷酸一铵	工业级				
	产能	7	20	20	龙蟒磷化工: 2019 年工业磷铵产能已超过 20 万吨、国内市占率第一, 2020 年产能将进一步释放提高至 40 万吨。
	产量	4.71	12.78	3.83	目前最大产量可达年 30 万吨
	开工率	67.29%	63.90%	76.70%	根据公司的规划, 鉴于工业磷铵毛利更高, 将会优先生产工业磷铵
	销量	4.36	12.64	3.65	
肥料级	产能	73	60	60	龙蟒磷化工
	产量	69.87	81.59	17.02	肥料磷铵的年产量为 80 万吨减去当期工业磷铵产量
	开工率	95.71%	135.98%	113.50%	
	销量	70.03	69.18	15.96	
	产销率	100.23%	84.78%	93.72%	
磷酸氢钙	饲料级				
	产能	55	55	55	龙蟒磷化工 25+南漳龙蟒 30 万吨, 后续均无 DCP 扩建计划
	产量	44.28	29.68	8.22	
	开工率	80.51%	53.96%	59.78%	龙蟒磷化工饲料级开工率后续应较 2019 年有较大提升空间
销量	44.95	30.25	6.77		

	产销率	101.51%	101.92%	82.36%		
肥料级	产能	21	21	21	龙蟒磷化工 5+南漳龙蟒 16 万吨, 后续均无 DCP 扩建计划	
	产量	16.12	15.21	3.26		
	开工率	76.76%	72.43%	62.10%	龙蟒磷化工 2018 年 7 月开始已停止生产肥料级 DCP	
	销量	16.65	14.1	2.75		
	产销率	103.29%	92.70%	84.36%		
复合肥	高浓度	产能	16	36	40	龙蟒大地: 1 套 20 万吨的高塔复合肥生产线已于 2019 年 1 月正式开车投产, 产能可按 60 万吨计; 二期 20 万吨硫基喷浆项目在建、预计投产在即 (重组报告中预计 2019 年 9 月投产); 预计至 2020~2021 年, 高浓度达 80 万吨, 高浓度+中低浓度合计 90 万吨。
		产量	7.03	22.95	9.83	
		开工率	43.94%	63.75%	65.53%	
		销量	8.78	23.12	8.28	
		产销率	124.89%	100.74%	84.22%	
	中低浓度	产能	15	15	10	龙蟒大地: 2019 年由于低中浓度复合肥价值较低, 盈利少, 公司复合肥产品结构将逐步从现在的低、中、高浓度复合肥过渡到中、高浓度复合肥以及水溶肥产品
		产量	3.76	4.84	1.41	
		开工率	25.07%	32.27%	56.40%	
		销量	5	7.41	2.09	
		产销率	132.98%	153.10%	148.90%	
水溶肥	产能	2	2	2	龙蟒大地	
磷矿石	产能	30	30	30	红星磷矿: 近三年年开采量为 17 万吨 (核定产能 30 万吨/年), 2020 年红星磷矿可采磷矿 12 万吨就会枯竭, 将于 2020 年闭坑; 白竹磷矿若投产可年产磷矿石约 100 万吨, 南漳自用 70 万吨左右; 绵竹磷矿 100 万吨未来有望恢复开采	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

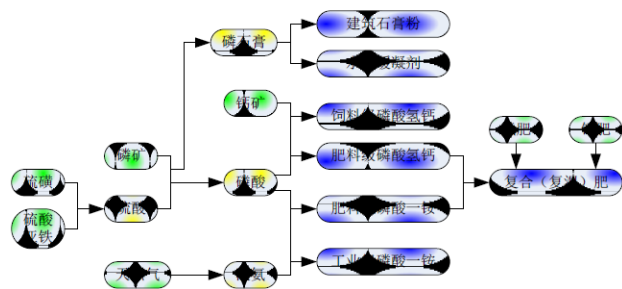
1.2 龙蟒大地股权、产品链上下游、历史年度收入及构成简况

图 1: 重组前的龙蟒大地的股权结构及参控股子公司



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

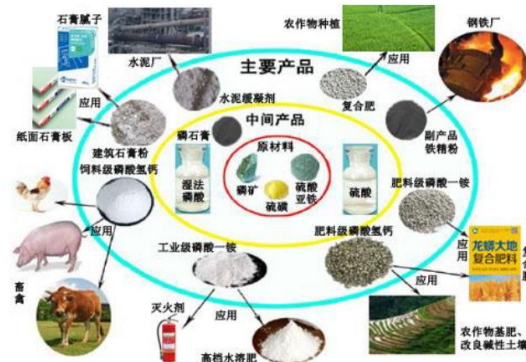
图 2: 龙蟒大地产品链



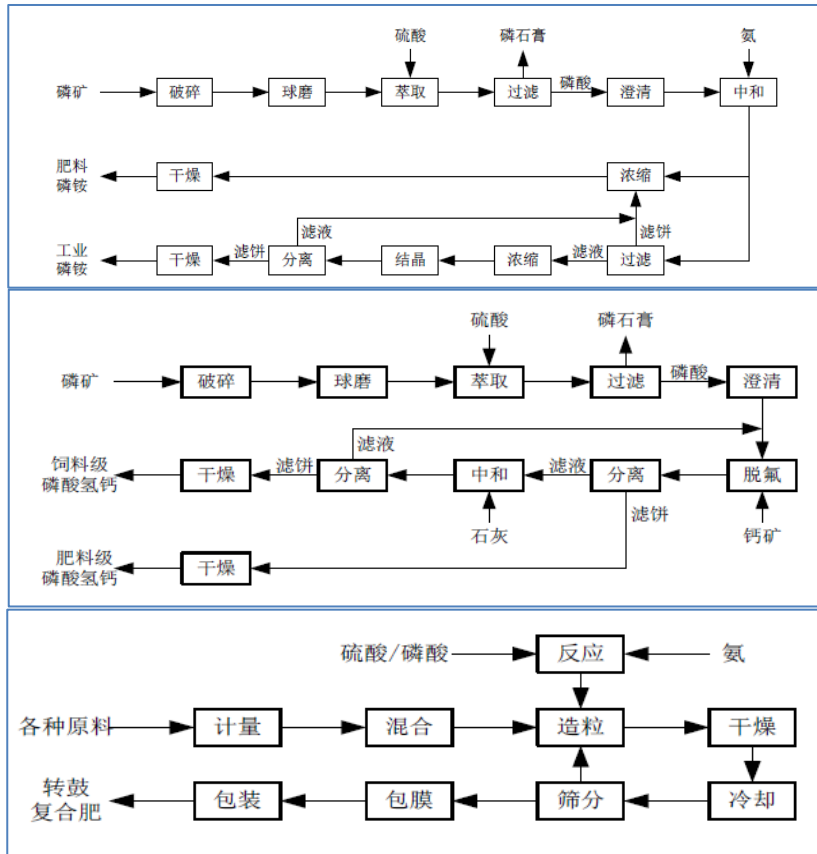
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 龙蟒大地核心产品生产工艺流程

图 3: 主营产品下游应用



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注 1: 在传统生产工艺中, 普通湿法磷酸只能生产肥料级磷铵, 工业级磷铵必须采用热法磷酸或净化湿法磷酸生产, 但由于热法磷酸和净化湿法磷酸存在投资大、能耗高、成本高等缺点, 造成工业磷铵成本高昂。标的公司在用普通湿法磷酸生产肥料磷铵的过程中, 优化工艺控制, 利用多种净化除杂工序, 将普通肥料磷铵进行梯级开发, 生产工业级、水溶级、肥料级等多种档次的磷铵, 达到资源利用最大化, 经济效益最大化。

图 5: 龙蟒大地主要产品的客户情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2: 龙蟒大地主营业务产品收入构成

项目		2019 年 1-3 月		2018 年度		2017 年度	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
磷酸一铵	肥料级磷酸一铵	33,163	41%	142,501	46%	118,672	50%
	工业级磷酸一铵	12,743	16%	41,724	14%	13,021	5%
	小计	45,906	56%	184,225	60%	131,692	56%
磷酸氢钙	饲料级磷酸氢钙	12,979	16%	58,739	19%	76,036	32%
	肥料级磷酸氢钙	1,102	1%	5,272	2%	5,687	2%
	小计	14,081	17%	64,011	21%	81,723	34%
复合肥	高浓度复合肥	18,003	22%	49,079	16%	17,331	7%
	中低浓度复合肥	2,502	3%	7,995	3%	4,648	2%
	小计	20,504	25%	57,074	19%	21,979	9%
其他		1,351	2%	2,618	1%	1,697	1%
合计		81,843	100%	307,928	100%	237,091	100%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 3: 龙蟒大地主要产品的平均销售价格变动情况

产品	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度
肥料级磷酸一铵	2,078.44	2,059.86	1,694.59
工业级磷酸一铵	3,487.10	3,300.98	2,986.39
饲料级磷酸氢钙	1,916.26	1,941.79	1,691.57
肥料级磷酸氢钙	400.18	373.93	341.56

产品	2019年1-3月	2018年度	2017年度
高浓度复合肥	2,175.35	2,122.78	1,973.96
中低浓度复合肥	1,195.43	1,078.94	929.55

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 龙蟒大地及各子公司产品产销及未来产能规划情况梳理

1.3.1 龙蟒大地

截至2018年12月31日, 龙蟒大地拥有5套转鼓喷浆复合肥生产线, 合计产能为50万吨; 1套20万吨的高塔复合肥生产线已于2019年1月正式开车投产; 正在建设的二期20万吨硫磺喷浆项目也已基本进入尾声, 预计2019年9月可以正式投入生产, 故到2019年年底公司的复合肥的年产量可达90万吨, 公司转鼓喷浆复合肥装置具有成本低、质量稳定、产品外观好等优点, 是目前国内喷浆复合肥单机产能最大装置。

表4: 龙蟒大地主要产品(复合肥+水溶肥)产销历史变动(预测来自于公司重组报告书草案二次修订稿, 仅供参考)

产品	项目/吨	历史年度			预测年度					
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
水溶肥	产能	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
	销量	74	638	1,778	4,000	4,800	5,280	5,808	6,389	6,389
复合肥	产能	200,000	300,000	500,000	700,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
中低浓度复合肥	销量	18,340	49,681	71,476	10,975	50,000	52,500	55,125	57,881	57,881
高浓度复合肥	销量	26,082	87,554	231,973	350,000	385,000	423,500	444,675	466,909	466,909

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3.2 龙蟒磷化工

龙蟒磷化工目前拥有80万吨磷酸盐生产线(安评80万吨磷酸一铵、实际可达100万吨)、60万吨硫酸配套生产线、10万吨合成氨生产线、30万吨磷酸氢钙生产线(安全许可证证载许可范围: 硫酸(60万吨/年)、磷酸(120万吨/年))。2013年6月26日, 龙蟒磷化工取得磷矿石采矿权证, 生产规模扩大至60万吨/年, 有效期至2028年12月26日; 此前矿区范围因与九顶山自然保护区规划范围部分重叠, 被绵竹市人民政府纳入整体关闭或避让退出名单, 目前龙蟒磷化工磷矿已停止采矿和勘查活动, 待大熊猫国家公园法定范围划定和公布后, 再按政策规定依法进行处置。

根据2018年12月的《湖北龙蟒磷化工有限公司100万吨/年磷矿选矿项目环境影响报告书(征求意见稿)》, 原矿主要来源于保康白竹磷矿区I号矿段北部块段磷矿低品位磷矿石, 该矿山开采规模为100万t/年, 选矿项目规划年处理原矿(品位20%)100万t, 主产品为磷精矿(品位28%), 同时会产生少量磷中矿副产品。磷精矿产量约57.5万t/年, 磷中矿产量约2.5万t/年。

表5: 龙蟒磷化工主要产品(MAP+DCP)产销历史变动及未来预测(预测来自于公司重组报告书草案二次修订稿, 仅供参考)

产品	项目/吨	历史年度			预测年度					
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
磷酸盐	产能	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000
工业级MAP	销量	17,733	43,825	126,785	190,178	228,214	251,035	263,587	271,495	271,495
肥料级MAP	销量	571,412	716,184	722,759	609,822	571,786	548,965	536,413	528,505	528,505
磷酸氢钙	产能	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000

饲料级 DCP	销量	181,189	146,252	18,415	27,126	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
肥料级 DCP	销量	65,971	34,207	7,255	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注 2：肥料级 DCP 为饲料级 DCP 生产过程中的副产物，由于肥料级 DCP 毛利较低，公司 2018 年 7 月已停止生产肥料级 DCP。公司目前拥有 30 万吨的磷酸氢钙生产线，公司将该生产线改为盐酸法磷酸氢钙生产线，技改之前磷酸氢钙的主要原材料为磷酸，技改之后原材料将使用盐酸，盐酸为复合肥生产过程中的废渣，可实现盐酸废渣的循环利用，从而达到节约成本的目的，该技改预计 2019 年 9 月完成（据重组报告书），投入金额约为 300 万元，故在 2019 年预测少量的饲料级磷酸氢钙产量，以后年度逐年增长，直至达到技改前平均产量（据重组报告书，后续平均年产量 5 万吨，大幅低于产能 30 万吨，也不及历史年度 2016 年 18 万吨、2017 年 15 万吨的产量，预计实际年产量有改动空间）；饲料级 DCP 毛利率预计相较于历史年度大幅上升，其主要原因为改为盐酸法磷酸氢钙生产线后将不再使用硫酸，而改为复合肥生产过程中的废料盐酸，每吨可节约 300 元。

注 3：企业会优先生产工业级磷铵，预计后续肥料级磷铵销量将会呈现下降趋势。工业磷铵的尾渣为含氮磷的肥料，生产一吨工业级 MAP 大约会产生 0.35 吨尾渣，可以作为生产复合肥的原材料，主要出售给大地公司。

注 4：龙蟒磷化工（绵竹地区）磷矿石消耗量测算：以 55%磷酸一铵（44%P2O5,11%N）为例，单吨磷酸一铵消耗品位 20%的原矿约 44%/20%=2.2 吨，则总需求约 80~100*2.2=180~220 万吨/年。

注 5：龙蟒磷化工的磷酸盐生产线从 2009 年开始建设，其建设规模是按照 100 万吨设计，在 2011 年完成了首批 50 万吨的建设并投入生产，在以后年度逐年扩建，在 2016 年年底扩建基本完成，可达到 100 万吨的生产能力；2018 年该公司一共生产了 93 万吨磷酸一铵，安评手续为 80 万吨。

1.3.3 龙蟒石膏

龙蟒磷化工每生产 1 吨磷铵产品，大约产生 2.5 吨磷石膏，按每年生产 80 万吨磷铵产品计算，将产生 200 万吨的磷石膏，光靠购买服务的方式，难以持久，所以若要保证磷铵产量，必须加快推进磷石膏的综合利用，故龙蟒石膏将依托现有生产装置（年产 20 万吨建筑石膏粉、40 万吨水泥缓凝剂），通过改扩建，拟达到年产水泥缓凝剂 90 万吨、建筑石膏粉 110 万吨、石膏砂浆（石膏腻子）30 万吨、石膏墙板 450 万 m²的能力，可处理磷石膏 240 万吨，实现磷石膏产消平衡。

表 6：龙蟒石膏主要产品（磷酸氢钙）产销历史变动及未来预测（预测来自于公司重组报告书草案二次修订稿，仅供参考）

产品	项目 /吨	历史年度			预测年度					
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
水泥缓凝剂	产能	200,000	250,000	400,000	400,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
	销量	154,625	247,909	378,296	400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000
建筑石膏粉	产能	50,000	100,000	100,000	500,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000
	销量	48,581	93,181	68,840	74,500	298,000	387,400	464,880	488,124	488,124
石膏砂浆	产能	-	-	-	100,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
	销量	-	-	-	30,000	120,000	156,000	187,200	196,560	196,560
轻质石膏墙板	产能	-	-	-	-	-	1,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000
	销量	-	-	-	-	-	700,000	1,050,000	1,800,000	1,800,000
磷石膏消耗量					540,000	1,356,052	1,591,468	1,770,341	1,887,213	1,887,213

资料来源：公司公告，东兴证券研究所；注：其中石膏粉产销量不一致是因为部分石膏粉要加工成石膏砂浆和石膏墙板，故计划产量与计划销量不一致。

表 7：龙蟒石膏产能扩建时间计划（来自于公司重组报告书草案二次修订稿）

序号	实施单位	项目装置名称	开工时间	竣工时间
1	四川龙蟒工业石膏开发有限公司	200 万吨/年新鲜磷石膏原料预处理升级改造	2019 年 3 月	2019 年 12 月

序号	实施单位	项目装置名称	开工时间	竣工时间
2		90万吨/年水泥缓凝剂生产线升级改造	2019年4月	2019年12月
3		新建30万吨/年建筑石膏粉线	2019年4月	2019年10月
4		配套新建10万吨/年石膏砂浆生产线	2019年6月	2019年10月
5		新建30万吨/年建筑石膏粉线	2019年9月	2020年3月
6		20万吨/年建筑石膏粉线升级改造	2019年11月	2020年6月
8		新建20万吨/年石膏砂浆生产线	2020年3月	2020年8月
7		新建30万吨/年建筑石膏粉线	2020年5月	2020年12月
9		延伸配套建设450万M ² 轻质石膏墙板生产线	2021年1月	2021年8月
合计				

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3.4 南漳龙蟒

南漳龙蟒目前拥有一条30万吨的磷酸氢钙生产线, 目前产品主要在河南、河北、湖北、安徽、江浙沪、京津等地方销售; 主要竞争对手是湖北楚襄、宜城大为以及部分云南和四川的企业, 如云南胜威、禄丰天宝、四川盘龙等, 公司产品质量好、品牌度较高, 定价基本比竞争对手高30-50元/吨。近三年来生产情况较为稳定, 其饲料级DCP的年产能为30万吨, 肥料级DCP是生产饲料级DCP中的副产物, 一般情况下饲料级与肥料级的比例为2:1, 企业目前无产能扩建计划, 经营进入稳定期。

表 8: 南漳龙蟒主要产品 (磷酸氢钙) 产销历史变动及未来预测 (预测来自于公司重组报告书草案二次修订稿, 仅供参考)

产品	项目/吨	历史年度			预测年度					
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
饲料级 DCP	产能	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
	销量	282,611	305,129	290,582	292,774	292,774	292,774	292,774	292,774	292,774
肥料级 DCP	产能	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
	销量	148,335	135,800	134,788	139,641	139,641	139,641	139,641	139,641	139,641

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注 6: 生产饲料级 DCP 的主要原材料为磷矿石, 生产一吨饲料级 DCP 大约消耗 2.5 吨磷矿石, 可算出每年需消耗磷矿 73 万吨, 公司现拥有一座红星磷矿, 近三年年开采量为 17 万吨 (核定产能 30 万吨/年), 开采成本为 126.25 元/吨。红星磷矿仅能再开采两年, 将于 2020 年闭坑, 根据红星磷矿的矿权评估报告, 2020 年红星磷矿可采磷矿 12 万吨就会枯竭, 按照 126.25 元/吨开采成本计算, 开采成本约为 1500 万, 2017 年和 2018 年外购磷矿石的平均价为 244.56 元/吨, 开采成本约为外购成本的二分之一; 白竹磷矿 (白竹磷矿的采矿权证将于 2020 年 9 月 8 日到期; 根据 2015 年 12 月 3 日湖北省国土资源厅与湖北龙蟒签署的《湖北省采矿权出让合同》, 白竹磷矿采矿权有效期为 30 年, 目前白竹磷矿尚在采矿权有效期内; 湖北龙蟒已就采矿权续期事项与国土资源部门进行交流沟通, 预计后续办理采矿权延期登记手续) 投产产磷矿石约 100 万吨, 自用 70 万吨左右, 一吨节省 80 元成本测算 (按运费约 244.56-126.25-80=40 元/吨计算), 对成本的影响数约为 5600 万元。

注 7: 南漳龙蟒磷矿石消耗量测算: 以磷酸氢钙 (CaHPO₄·2H₂O) 为例, 单吨磷酸氢钙消耗品位 16.5% 的原矿约 71/172/16.5%=2.5 吨, 则总需求约 30*2.5=75 万吨/年。

1.3.5 农技小院

农技小院成立于 2016 年 11 月, 主营业务为农业技术推广服务, 农资产品销售, 主要产品有肥料级 MAP、工业级 MAP、水溶肥、复合肥; 同时销售其他农资产品。农技小院的营业成本为产品购买成本, 其主要产品复合肥和磷肥均来自关联公司, 供货稳定, 其供应价格也是参照市场价格。

表 9: 农技小院主要产品 (磷酸氢钙) 产销历史变动及未来预测 (预测来自于公司重组报告书草案二次修订稿, 仅供参考)

产品	项目/吨	历史年度		预测年度					
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
肥料级 MAP	销量	564	2220	3500	3850	4235	4447	4669	4669
工业级 MAP	销量	130	149	150	158	165	174	182	182
肥料级 DCP	销量	222	-	1000	1100	1210	1271	1334	1334
低中浓度复合肥	销量	501	3231	4500	4950	5445	5717	6003	6003
高浓度复合肥	销量	633	4892	6115	6727	7399	7769	8158	8158

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 磷化工行业判断: 短期供需矛盾受疫情影响突出, 长期趋于健康有序发展

受疫情影响磷肥阶段性货源紧缺, 预计价格上行。据百川盈孚磷酸一铵价格指数自 2 月中旬至今已累计上涨 3% 至 1839 元/吨, 磷酸二铵累计上涨 2.3% 至 2264 元/吨, 价格上涨主要源于疫情影响下供应急剧减量以及运输受限; 目前产品价格和盈利均处于底部, 在部分产能难以盈利、企业涨价意愿强+经销商低库存+春耕需求下, 我们预计磷肥价格将继续上涨。

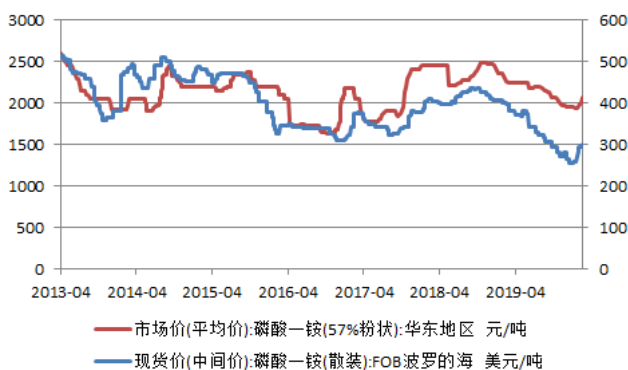
供应方面,湖北是磷化工生产大省, 磷肥产能占全国产能的 40% 左右 (磷酸一铵占比 48%, 二铵占比 30%), 产量超全国产量的 50%。受到疫情影响, 湖北磷化工企业开工率仅为产能的 20% 左右, 相比往年的 60%-70%; 一铵方面: 湖北大厂, 洋丰、祥云、鄂中、科海、丰利继续停车, 具体开工时间未定; 二铵方面: 东圣、祥云、大峪口持续停车, 产量也将大幅削减; 同时其他地区磷化工企业由于环保政策的实施, 以及不同程度收到疫情对汽运及铁路的限制影响, 也倒逼减产。

需求方面,预计春耕需求收到运输以及复工限制有所延后, 但判断需求较为刚性、恐下滑程度有限, 三月份后短期供需矛盾可能集中爆发。同时建议关注磷酸盐产品如磷酸氢钙/二氢钙等饲料添加剂, 其需求预计更为刚性。

长期来看,“三磷”整治下促进落后产能淘汰、集中度提高, 行业发展区域有序。2019 年 5 月 2 日, 生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》, 重点整治“三磷”的污染问题。长江经济带环境保护将从紧从严, 同时湖北为磷化工大省, 疫情成为催化剂倒逼整治; 贵州瓮福与开磷的整合拉开行业整合序幕, 预计行业集中度将迎来长周期提升趋势, 利于行业整体议价能力的提升。

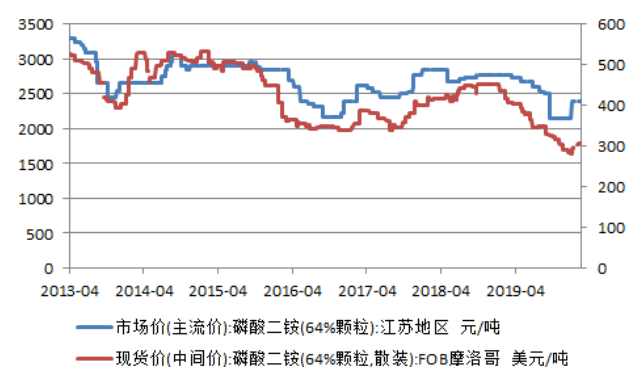
海外方面,OCP 今年以来连续两个月提价。美国美盛为原全球最大磷肥龙头, 由于 OCP 低成本产能的释放, 且美盛成本竞争随着其矿石及磷石膏的处理成本提高而减弱, 近年来减产严重, 并于 2019 年 12 月 Bartow 工厂提产, 预计未来海外磷肥的产能和产量净增长速度可能不及预期。

图 6: 磷酸一铵价格变动



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 磷酸二铵价格变动



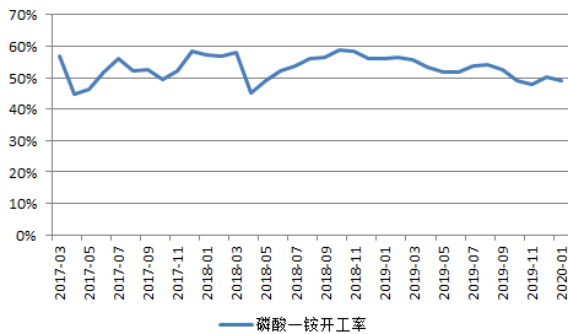
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 磷酸一铵行业库存

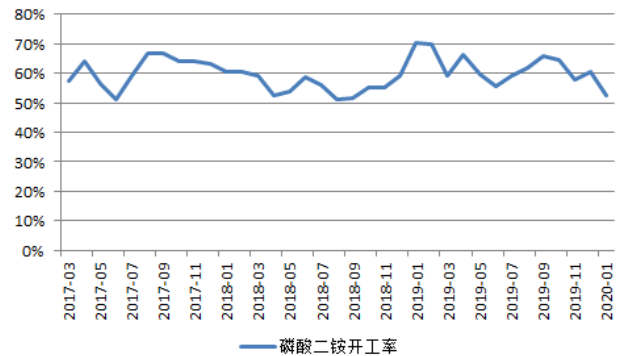

资料来源: 百川盈孚, 东兴证券研究所

图 9: 磷酸二铵行业库存


资料来源: 百川盈孚, 东兴证券研究所

图 10: 磷酸一铵开工率变化


资料来源: 百川盈孚, 东兴证券研究所

图 11: 磷酸二铵开工率变化


资料来源: 百川盈孚, 东兴证券研究所

表 10: 国内磷酸一铵产能分布

省份	产能, 万吨/年	占比
湖北	1013	48%
四川	255	12%
贵州	205	10%
云南	184	9%
安徽	122	6%
重庆	97	5%
河南	83	4%
江苏	54	3%
山东	42	2%
河北	25	1%
甘肃	24	1%

资料来源: 百川盈孚, 东兴证券研究所

表 11：国内磷酸二铵产能分布

省份	产能，万吨/年	占比
湖北	575	30%
云南	565	29%
贵州	390	20%
广东	60	3%
内蒙	60	3%
四川	60	3%
甘肃	42	2%
安徽	40	2%
福建	40	2%
重庆	35	2%
山东	30	2%
陕西	20	1%
宁夏	15	1%

资料来源：百川盈孚、东兴证券研究所

表 12：国内磷酸一铵减量限产及停车情况

厂家	产品	产能，万吨/年	日减少量，吨	备注
四川龙蟒	一铵	100	2600	减量限产
四川宏达	一铵	50	1000	减量限产
湖北新洋丰	一铵	200	5100	一条生产线
湖北祥云	一铵	120	3600	2月停车
湖北鄂中	一铵	70	2000	2月停车
湖北大峪口	一铵	15	0	2月停车
云南鸿泰博	一铵	15	450	1月底停车
云南中正	一铵	15	450	2月中旬停车
安徽司尔特	一铵	92	900	2月中旬停车
湖北世龙	一铵	45	1300	2月停车
湖北科海	一铵	15	450	2月1日停车

资料来源：百川盈孚、东兴证券研究所

表 13：国内磷酸二铵减量限产及停车情况

厂家	产品	产能，万吨/年	日减少量，吨	备注
中化重庆涪陵化工	二铵	20	400	10月31日停车搬迁，计划一年左右
广东湛化	二铵	60	1000	11月1日停车，开车时间不确定
湖北大峪口	二铵	45	400	12月中下旬检修，2月初再次停车
湖北六国	二铵	30	1000	12月31日起检修
云南三环中化	二铵	120	1700	1月初检修半个月

云天化天安化工	二铵	120	1700	1月初开始检修, 20天
湖北祥云	二铵	30	1000	2月初停车, 计划2月17日复工
湖北东圣	二铵	60	1800	2月初停车, 复工时间待定
湖北黄麦岭	二铵	35	减量生产	2月17日开火, 减负荷生产

资料来源: 百川盈孚、东兴证券研究所

3. 风险提示

产品价格大幅波动; 环保限产风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2216	2152	2098	2384	2562	营业收入	806	717	1944	5427	5970
货币资金	714	1467	1248	1085	1194	营业成本	688	649	1618	4374	4775
应收账款	85	86	233	652	717	营业税金及附	8	9	10	27	30
其他应收款	213	58	58	58	58	营业费用	229	17	29	68	60
预付款项	1	1	2	4	5	管理费用	101	121	81	168	155
存货	0	0	16	44	48	财务费用	30	-28	32	106	177
其他流动资产	1202	541	541	541	541	资产减值损失	104	96	0	0	0
非流动资产合计	1552	1398	2814	4240	5488	公允价值变动	-2	0	0	0	0
长期股权投资	766	653	476	326	201	投资净收益	734	-113	-177	-150	-125
固定资产	191	184	161	138	1428	营业利润	410	-248	11	548	663
无形资产	17	12	120	217	303	营业外收入	19	2	136	6	6
其他非流动资产	2	70	70	70	70	营业外支出	117	36	36	36	36
资产总计	3768	3551	4912	6624	8050	利润总额	312	-282	111	518	633
流动负债合计	242	284	1553	2907	4144	所得税	9	-64	20	88	101
短期借款	0	0	1243	2523	3749	净利润	302	-217	91	430	532
应付账款	31	17	42	113	124	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	1	1	2	5	5	归属母公司净	302	-219	90	429	530
一年内到期的非流动	0	120	120	120	120	EBITDA	482	-283	191	687	1077
非流动负债合计	125	5	5	5	5	EPS (元)	0.220	-0.159	0.065	0.311	0.385
长期借款	120	0	0	0	0	主要财务比					
应付债券	0	0	0	0	0	率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	368	288	1558	2912	4149	成长能力					
少数股东权益	-1	0	1	3	4	营业收入增长	-22.5%	-11.0%	171.2%	179.2%	10.0%
实收资本 (或股本)	1405	1378	1378	1378	1378	营业利润增长	-133.0%	-160.5%	-104.5%	4798.8%	20.9%
资本公积	2733	2840	2840	2840	2840	归属于母公司	-123.2%	-172.4%	-141.1%	377.0%	23.7%
未分配利润	-799	-1018	1125	1824	2434	获利能力					
归属母公司股东权益	3401	3262	5334	5691	5878	毛利率(%)	14.6%	9.4%	16.8%	19.4%	20.0%
负债和所有者权益	3768	3551	6893	8605	10031	净利率(%)	37.5%	-30.3%	4.7%	7.9%	8.9%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润	8.0%	-6.1%	1.3%	5.0%	5.3%
	2017	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	8.9%	-6.7%	1.7%	7.6%	9.0%
经营活动现金流	-71	-44	79	377	1047	偿债能力					
净利润	302	-217	91	430	532	资产负债率	10%	8%	23%	34%	41%
折旧摊销	141	28	48	64	267	流动比率	9.149.14	7.59	1.35	0.82	0.62
财务费用	32	-26	37	113	188	速动比率	9.149.14	7.59	1.34	0.80	0.61
应付账款的变化	173	-1	-147	-418	-65	营运能力					
预收账款的变化	-1	-1	1	3	0	总资产周转率	0.19	0.20	0.46	0.94	0.81
投资活动现金流	740	208	-1504	-1634	-1634	应收账款周转	2.35	4.19	6.08	6.13	4.36
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	应付账款周转	6.60	13.54	27.56	28.20	20.16
长期股权投资减少	-720	113	177	150	125	每股指标(元)					
投资收益	734	-113	-177	-150	-125	每股收益(最	0.22	-0.16	0.07	0.31	0.38
筹资活动现金流	-599	-111	1206	1095	695	每股净现金流	0.05	0.04	-0.16	-0.12	0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产	2.42	2.37	3.87	4.13	4.27
长期借款增加	-485	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	27	-27	0	0	0	P/E	39.88	-43.60	79.57	16.68	13.49
资本公积增加	-15	107	0	0	0	P/B	3.55	2.92	1.34	1.26	1.22
现金净增加额	70	52	-219	-163	108	EV/EBITDA	23.79	-28.96	37.89	12.60	9.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师, 周期组组长。清华大学化学工程学士, 美国俄亥俄州立大学化学工程博士, CFA 持证人, 3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人, 著有国内外专利 5 项, 国际一流学术期刊署名论文 10 余篇, 累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士, 3 年化工实业经验, 2015 年起从事化工行业研究工作, 2017 年加入东兴证券研究所。

刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士, 北京航空航天大学学士, CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部, 6 年化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526