

公司转型磷化工，业绩持续改善



——三泰控股深度报告（002312）

核心观点

❖ 三泰控股由电子计算机转向磷化工业务，资产优势显现

公司去年并表了龙蟒大地，成功转型磷化工业务，并于去年实现扭亏为盈。公司主要产品包括工业级磷酸一铵、磷酸氢钙、复合肥，其中工业级磷酸一铵主要用于高端水溶肥、磷酸氢钙主要用于饲料，是公司毛利最大的来源，也是国内该产品最大的生产商，毛利率在业内处于领先地位。

❖ 公司具备环保、资源壁垒

公司利用环保、资源壁垒打造循环经济优势，形成“硫磷钛”循环生产技术，将磷矿石的废渣制成水泥缓凝剂、石膏粉、石膏墙板等建筑材料，并为周围钛白粉厂处理钛渣、废水，并利用其废酸洗磷矿石等。综合来看，公司利用环保及资源优势节省了原材料及环保成本、提高了自身的毛利率。

❖ 原材料价格处于历史低位、需求向好

公司的主要原材料为磷矿石和硫磺等，德阳基地距离磷矿石产地400公里、襄阳基地自有磷矿石，今年上半年磷矿石和硫磺价格仍处于历史底部区域。

公司产品主要用于高端水溶肥和饲料。高端水溶肥因政策推动长期向好，饲料将受益生猪存栏恢复，从而带来需求及价格提升。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司成功转型具有资源和环保优势的磷化工企业，近期原材料成本处于历史低位，需求持续向好。预计2020-2022年营业收入分别为50、59、68亿元，实现EPS分别为0.26、0.32、0.39元/股，对应PE分别为21、17、14倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**饲料需求恢复缓慢、环保政策变化、化肥行业政策变化、原材料价格大幅上涨。

盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1908.40	5000.00	5900.00	6800.00
+/-%	166.20%	162.00%	18.00%	15.25%
归属母公司净利润(百万)	78.59	354.86	439.60	536.44
+/-	134.96%	351.51%	23.88%	22.03%
EPS(元/股)	0.06	0.26	0.32	0.39
PE	94.51	20.93	16.90	13.85

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于2020年7月31日

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	化工
报告时间	2020/7/31
前收盘价	5.39元
公司评级	增持评级

📌 分析师

白竣天

证书编号：S1100518070003

baijuntian@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、公司概况	4
1.公司简介	4
2.业务简介	4
2.1 肥料级磷酸一铵	6
2.2 工业级磷酸一铵	7
2.3 磷酸氢钙	8
2.4 复合肥	10
二、财务情况	11
三、投资机会	14
1.整合龙蟒大地磷化工业务	14
2.技术、资源和环保壁垒	16
3.原材料价格处于7年来低位	17
四、估值评级	20

图表目录

图 1:	龙蟒大地图片	4
图 2:	公司磷化工产业链	5
图 3:	分产品收入情况	5
图 4:	分产品毛利率情况	6
图 5:	肥料级磷酸一铵的营业收入和毛利率	7
图 6:	磷酸一铵国内现货价	7
图 7:	工业级磷酸一铵的营业收入和毛利率	8
图 8:	磷酸氢钙主要生产工艺流程	9
图 9:	磷酸氢钙的营业收入和毛利率	9
图 10:	磷酸氢钙的现货平均价	10
图 11:	复合肥的营业收入和毛利率	11
图 12:	公司净利润由负转正	11
图 13:	三费占营业收入的比重	12
图 14:	资产负债率	12
图 15:	资产减值损失	12
图 16:	应收账款周转率	12
图 17:	研发人员和支出占比	13
图 18:	2018 年分产品毛利构成	13
图 19:	2018 年公司磷化工原材料成本占比	14
图 20:	龙蟒大地的营业收入和利润	14
表格 1:	磷酸一铵简介	6
表格 2:	低浓度和高浓度磷肥	10
表格 3:	龙蟒大地的两个基地	15
表格 4:	龙蟒大地前五名客户的销售情况	15
表格 5:	磷石膏的主要应用产品	16
表格 6:	主要产品的原材料	17
表格 7:	三泰控股可比公司	20

一、公司概况

1. 公司简介

成都三泰控股集团股份有限公司（简称“三泰控股”，以下简称“公司”），1997年于成都成立，2009年登陆深圳中小板，2019年3月以36.75亿元现金收购龙蟒大地，并成功于2019年9月并表。

三泰控股的主营业务从智能快递柜全面转向了磷化工行业。2020年5月，公司公告中邮智递向除丰巢网络以外的股东定向减资，减资完成后中邮智递成为丰巢网络的全资子公司，三泰控股获得7.56亿元。三泰控股的主营业务从智能快递柜全面转向了磷化工行业。公司的主营产品为工业级磷酸一铵和饲料级磷酸氢钙，也是国内这些产品的最大生产企业。

图 1：龙蟒大地图片



资料来源：龙蟒大地网站，川财证券研究所

2009年，公司在深交所上市（股票代码002312.SZ）。公司现有总股本13.78亿股，流通A股13.24亿股，限售A股0.54亿股。公司第一大股东为补建，也是公司实际控制人，持股比例达25.54%。

2. 业务简介

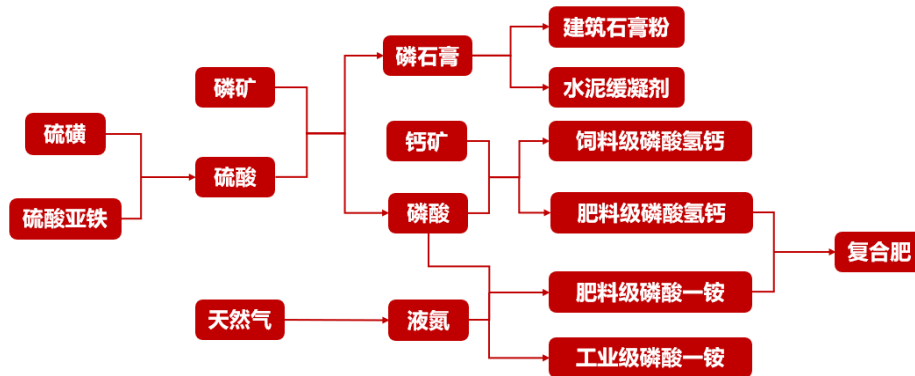
磷化工属于资源类行业，主要是指以磷矿石为原料，生产含磷化学产品。我国

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

磷化工行业产品品种约有 100 个，是世界上最大的磷化工生产国、消费国和出口国。

磷化工产业的主要原材料是磷矿、硫酸等，主要产品包括磷酸一铵、磷酸二铵、食品级或电子级磷酸、磷系农药等。

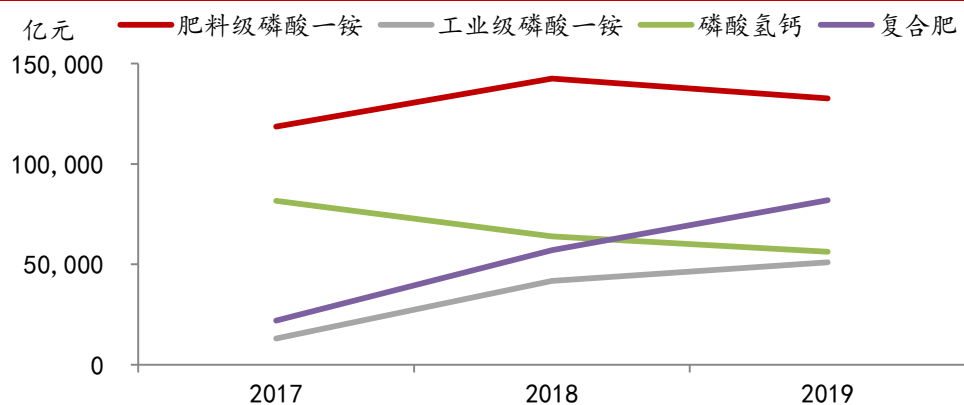
图 2：公司磷化工产业链



资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

公司的主要产品为工业级磷酸一铵、肥料级磷酸一铵、磷酸氢钙、复合肥等。

图 3：分产品收入情况



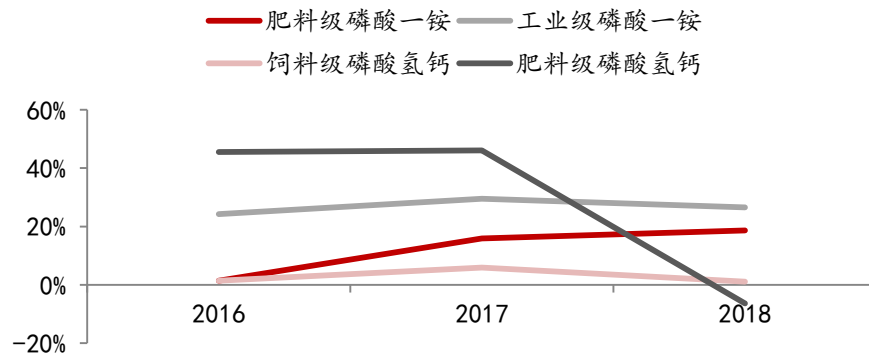
资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所。2019 全年营业收入根据 2019 年 1-3 月营业收入折算

因 2019 年公司并表时间较短、毛利率变化大，故采用龙蟒大地的产品毛利率分析。公司的工业级磷酸一铵技术壁垒高、市占率国内第一，可以维持较高的毛利率，产能和产量也在扩大；肥料级磷酸一铵的毛利率在国内也维持较高水平；公司磷酸氢钙综合毛利率接近 20%，肥料级磷酸氢钙是饲料级磷酸氢钙

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

的副产品，因而毛利率较高；公司饲料级磷酸氢钙的产能和产量较大，市占率在国内外居首。

图 4：分产品毛利率情况



资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

2.1 肥料级磷酸一铵

表格1：磷酸一铵简介

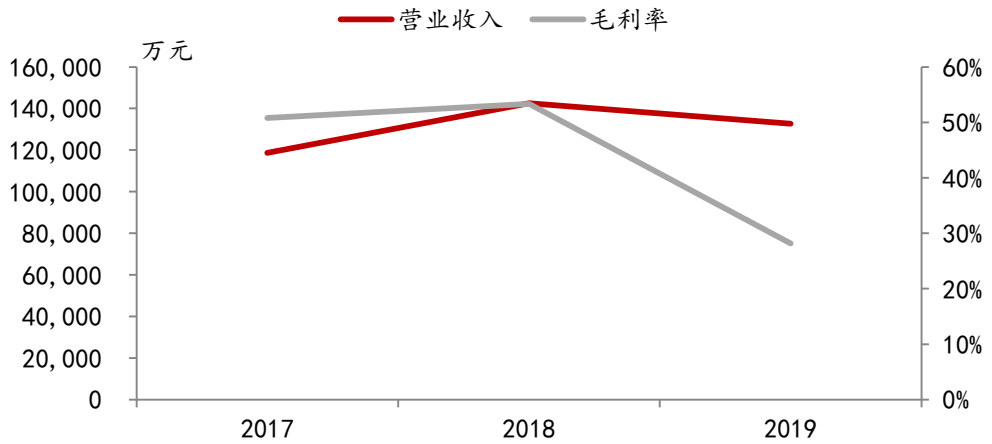
名称	简介
磷酸一铵	又称为磷酸二氢铵，英文简称“MAP”，是一种白色的晶体，呈白色粉状或颗粒状物，具有一定的吸湿性及良好的热稳定性。
肥料级磷酸一铵	成分含量低于工业级磷酸一铵，用作肥料。
工业级磷酸一铵	用作高端水溶肥，也是一种很好的阻燃、灭火剂。
食品级磷酸一铵	在食品工业中用作膨松剂、面团调节剂、酵母养料、酿造发酵助剂和营养强化剂等。

资料来源：百度百科，川财证券研究所

受化肥行业政策和国际竞争的影响，我国磷肥产能和产量持续减少，行业集中度持续提升。2019年肥料级磷酸一铵整体行情低迷，价格延续下跌趋势，但公司整体成本和费用管控均处于行业前列，随着过剩产能出清未来有望受益。

2019年肥料级磷酸一铵价格持续下降，公司该产品的毛利率也出现下降。今年上半年，国内磷酸一铵的价格已经由底部开始回升。公司共有肥料级磷酸一铵产能60万吨/年，产量根据市场情况进行调整。

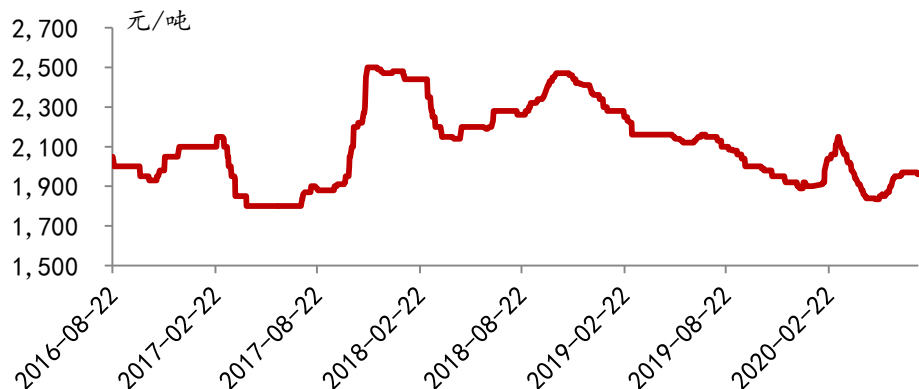
图 5：肥料级磷酸一铵的营业收入和毛利率



资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所。2019 全年营业收入根据 2019 年 1-3 月营业收入折算

国内磷酸一铵的价格已经有上半年的底部开始回升。

图 6：磷酸一铵国内现货价



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司生产的肥料级磷酸一铵用于生产复合肥、大量元素水溶肥料的粉状磷酸一铵。公司产品主要有 55%、58%、64%、66%、68% 五种养分含量规格。其中，55%、58% 总养分的磷酸一铵主要用于生产高溶度复合肥，64%、66%、68% 总养分的磷酸一铵主要用于生产大量元素水溶肥料。

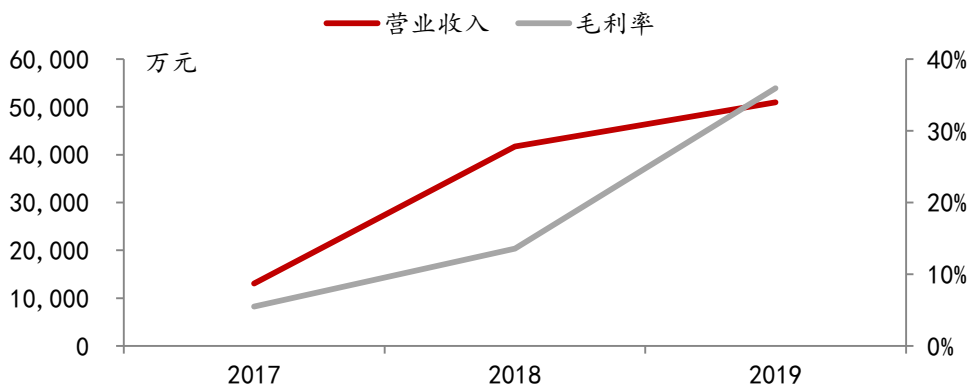
2.2 工业级磷酸一铵

工业级磷酸一铵是公司的主力产品，用作高端水溶肥，同时也是一种很好的阻

燃、灭火剂。公司主要生产 98%和 99%两种规格的工业级磷酸一铵，主要用于高端水溶肥，其次用于灭火剂。

2017-2019 年，公司工业级磷酸一铵的毛利率持续提升，并且 19 年毛利率超过了 30%，公司产量也有了 87%的提升，营业收入和毛利增速明显。

图 7：工业级磷酸一铵的营业收入和毛利率



资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所。2019 全年营业收入根据 2019 年 1-3 月营业收入折算

公司共有工业级磷酸一铵产能 40 万吨，产量由 2018 年的 12.78 万吨增至 2019 年的 23.91 万吨。2019 年公司工业级磷酸一铵产量占全行业总产量的 10.86%，为国内产量最大的工业级磷酸一铵生产企业，同时也是国内工业级磷酸一铵出口量最大的企业，出口量占比接近国内出口总额的一半。

销售模式：

公司的磷酸一铵及磷酸氢钙直接卖给大型肥料、饲料企业等；复合肥是以经销为主，通过经销商销售给农户。

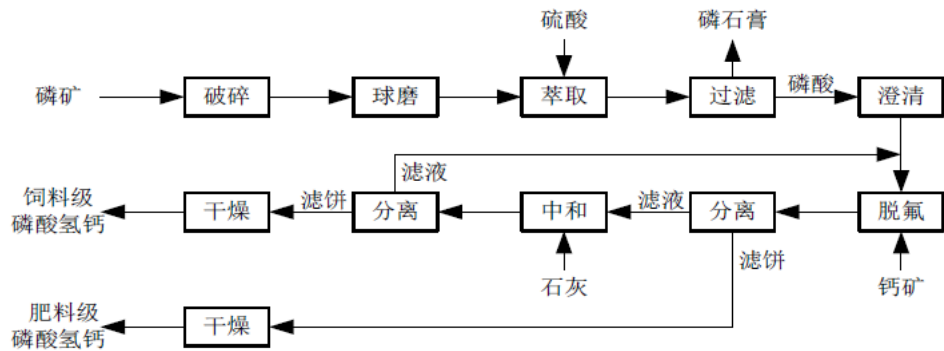
2.3 磷酸氢钙

磷酸氢钙（简称“DCP”），是一种在畜禽饲料中添加的用于补充畜禽钙和磷两类矿物质营养元素的饲料添加剂，是我国畜禽养殖领域主要采用的一种“钙+磷”类添加剂，在饲料中的添加量一般为 1%-3%。主要功效是为畜禽配合饲料提供磷、钙等矿物质营养。

饲料级磷酸氢钙的磷钙比与动物骨骼中磷钙比最为接近，并且能够全部溶于动

物胃酸中，因此是目前国内外公认的最好的饲料矿物添加剂之一。

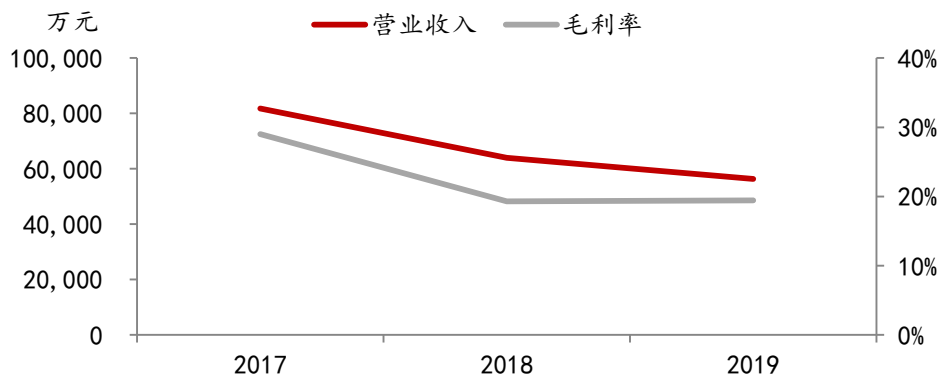
图 8：磷酸氢钙主要生产工艺流程



资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

2019 年，饲料级磷酸氢钙主要受非洲猪瘟影响，需求和价格出现下降，但原材料硫磺价格也出现大幅下降，产品毛利率维持平稳。预计 2020 年随着生猪存栏的回升，饲料级磷酸氢钙的需求也将回升。

图 9：磷酸氢钙的营业收入和毛利率

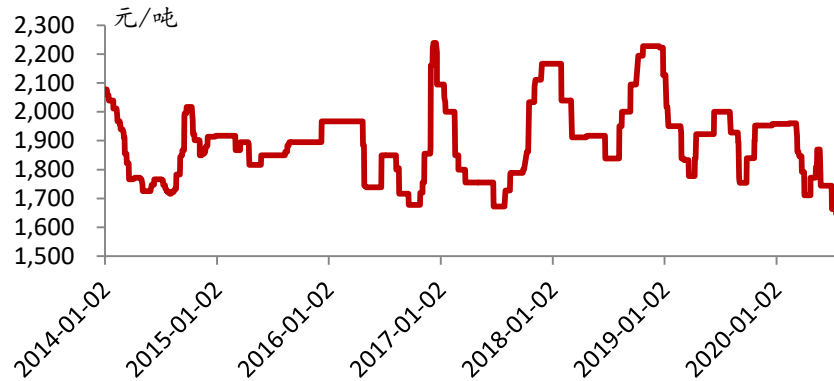


资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所。2019 全年营业收入根据 2019 年 1-3 月营业收入折算

公司在四川和湖北共拥有饲料磷酸氢钙产能 55 万吨/年，2019 年公司生产饲料级磷酸氢钙 35.87 万吨，占全行业总产量的 14%。

近 7 年来磷酸氢钙的价格在 1700 元/吨-2200 元/吨间震荡，近期价格处于 1700 元/吨的低点。

图 10：磷酸氢钙的现货平均价



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司主要生产有效五氧化二磷含量为 17%、18% 的饲料级磷酸氢钙和 25%、28% 及 30% 的肥料级磷酸氢钙。

2.4 复合肥

复合肥是指含有两种或两种以上营养元素的化肥，磷肥是其中一种。按照磷含量的高低可以分类低浓度磷肥和高浓度磷肥。

磷肥绝大部分用于农业消费，其中 90% 以上用在种植领域。玉米、蔬菜、小麦和水稻是我国磷肥施用的主要作物，其消费份额分别占磷肥总消费量的 22%、16%、15% 和 14%。

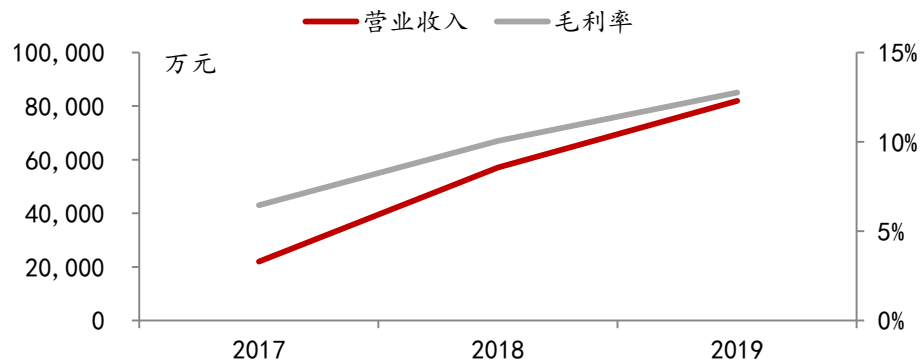
表格2：低浓度和高浓度磷肥

低浓度磷肥	低浓度磷肥是较早应用的磷肥，主要包括过磷酸钙（SSP）和钙镁磷肥（FCMP）。
高浓度磷肥	高浓度磷肥的五氧化二磷含量在20%以上，主要应用于谷物、大豆和油菜等，包括磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、重钙（TSP）和硝酸磷肥（NP）等。

资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

公司复合肥的产量和毛利率都在提升，但毛利率在四种主要产品里最低仅为 10% 左右。公司的复合肥产品按照养分含量可分为高溶度复合肥和中低溶度复合肥。公司共有复合肥产能 100 万吨/年。

图 11：复合肥的营业收入和毛利率

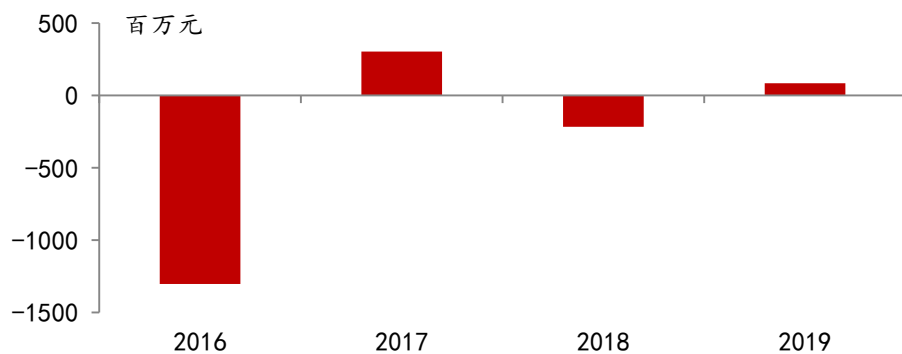


资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所。2019 全年营业收入根据 2019 年 1-3 月营业收入折算

二、财务情况

2019 年公司实现扭亏为盈。龙蟒大地于 2019 年第四季度并表，使得 2019 年利润增加 1.03 亿元，公司整体实现扭亏为盈。

图 12：公司净利润由负转正

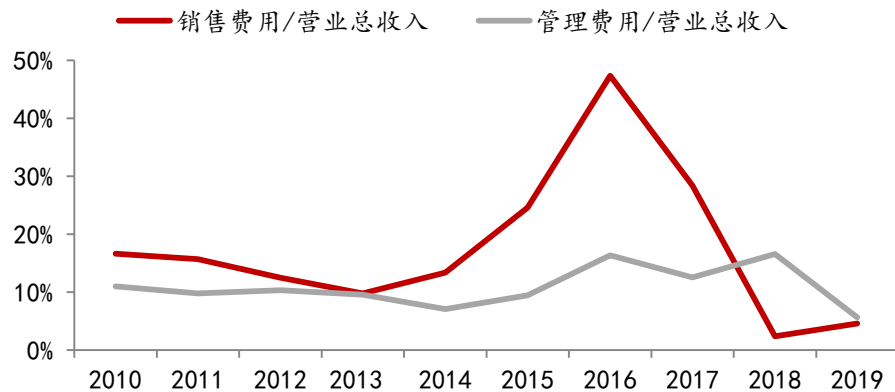


资料来源：Wind，川财证券研究所

受益磷化工业绩增长，公司中报业绩大幅改善。2020 年一季度，公司实现营业收入 12.09 亿元，同比增长为 541.5%，归母净利润为 855.10 万元。2020 年 7 月，公司发布中期业绩预告，工业级磷酸一铵产品销量较去年同期增长 81%，预计公司磷化工业务可实现净利润 20,500 万元，较去年同期净利润 13,000 万元增长 57.69%。

公司管理费用占营业收入的比重比较稳定。2019年，龙蟒大地并表叠加速递易出表，公司管理费用占比下降、销售费用占比略有增长。

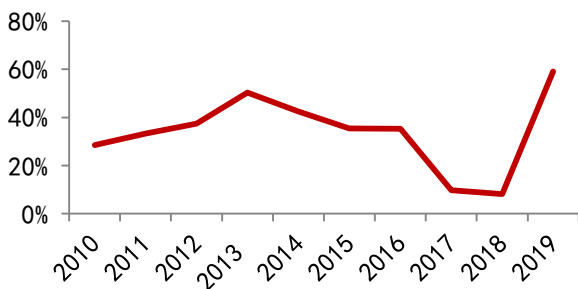
图 13：三费占营业收入的比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

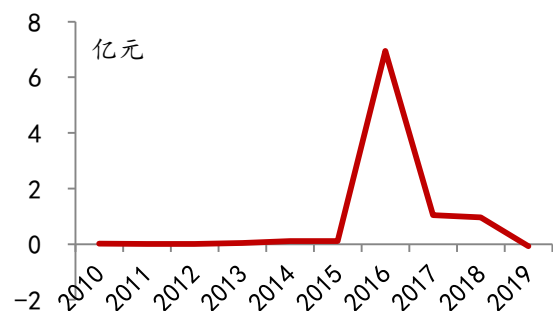
公司转型前资产负债率较低，龙蟒大地磷化工资产并表后资产负债率上升到53%左右。

图 14：资产负债率



资料来源：Wind，川财证券研究所

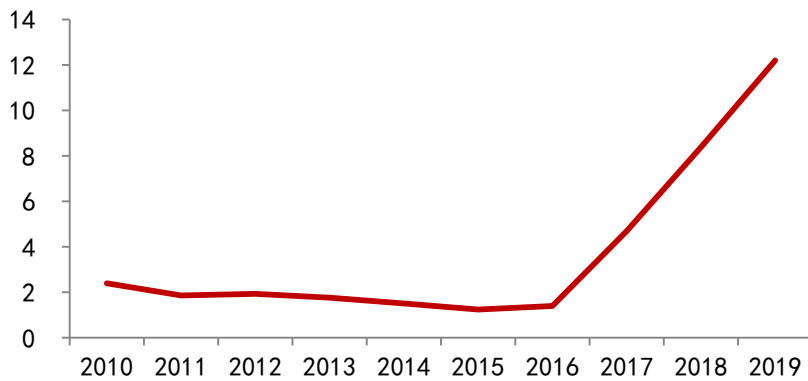
图 15：资产减值损失



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：应收账款周转率

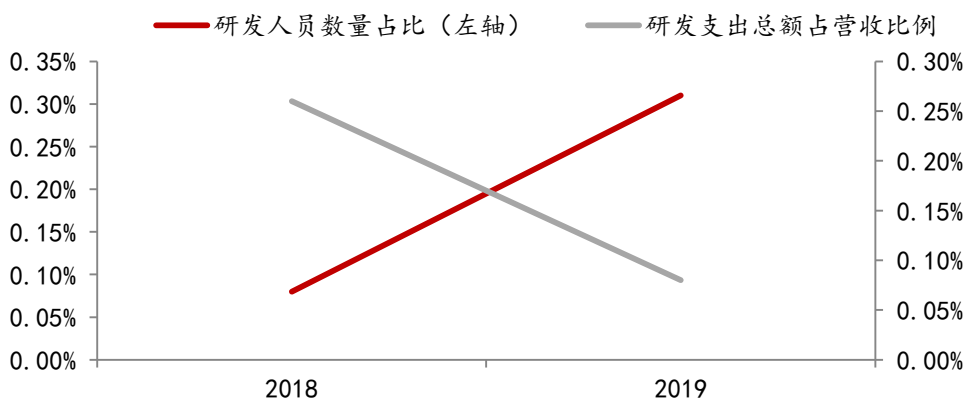
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源: Wind, 川财证券研究所

龙蟒大地并表后, 公司研发人员数量占比提升, 但研发支出总额占营业收入的比重下降。

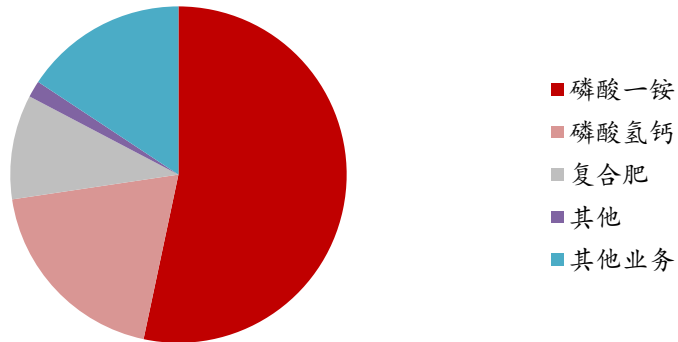
图 17: 研发人员和支出占比



资料来源: 公司年报, 重大资产购买报告书, 川财证券研究所

公司磷化工业务的毛利主要由磷酸一铵、磷酸氢钙和复合肥构成。其中磷酸一铵占比最大, 磷酸氢钙和复合肥其次。

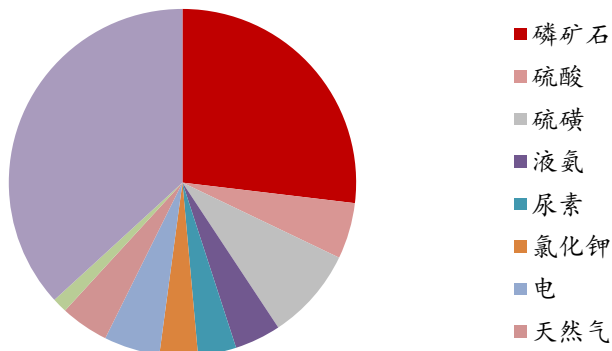
图 18: 2018 年分产品毛利构成



资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

从原材料成本来看，公司磷矿石成本占比最大接近30%、其次是硫酸和硫磺占比14%。

图 19：2018 年公司磷化工原材料成本占比



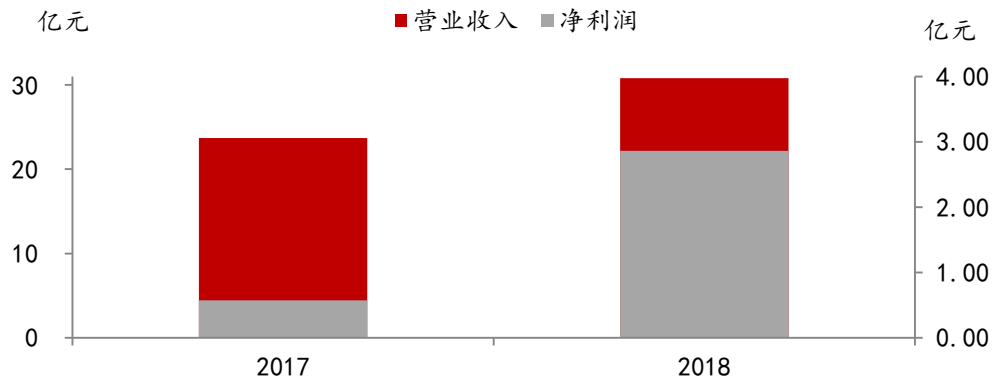
资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

三、投资机会

1. 整合龙蟒大地磷化工业务

2019年9月10日，公司完成龙蟒大地的并表。根据业绩承诺，2019-2021年，龙蟒大地的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于3亿元、3.78亿元和4.5亿元，增速分别为4.90%、26.00%和19.05%。

图 20：龙蟒大地的营业收入和利润



资料来源: 公司重大资产购买报告书, 川财证券研究所

龙蟒大地公司的主营业务为复合肥和磷酸产品的生产、销售, 主要产品为复合肥、磷酸盐、磷酸氢钙系列产品, 共有两个生产基地, 德阳基地与襄阳基地。

表格3: 龙蟒大地的两个基地

德阳基地	德阳基地有磷复肥一体化产业链, 主要产品有磷酸一铵和复合肥。基地内有龙蟒大地农业有限公司、四川龙蟒磷化工有限公司、四川磷石膏开发有限公司、四川龙蟒物流有限公司、四川农技小院科技有限公司。
襄阳基地	襄阳基地位于湖北省襄阳市南漳县, 主要从事磷酸氢钙的生产销售和磷矿石开采业务。南漳龙蟒磷制品有限责任公司和湖北龙蟒磷制品有限公司均在此基地。

资料来源: 公司重大资产购买报告书, 川财证券研究所

公司德阳基地享受税收优惠: 目前根据中国政府网消息, 国家发改委、税务总局、国家财政部在 2020 年 4 月联合发布一则新的公告, 从 2021 年 1 月 1 日到 2030 年 12 月 31 日, 对设在西部地区的鼓励类产业减按 15% 的税率来征收企业所得税, 龙蟒大地主要的工厂位于四川省绵竹市新市镇新市工业开发园区, 处于减税的地区范围。

表格4: 龙蟒大地前五名客户的销售情况

客户名称	占营业收入比例
金正大生态工程集团股份有限公司	5.47%
龙蟒佰利联集团股份有限公司	5.01%
中化化肥有限公司	3.37%
烟台恒盛贸易有限公司	2.60%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

吉林云天化农业发展有限公司

2.23%

资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

2. 技术、资源和环保壁垒

公司磷矿的资源壁垒：

磷矿资源的稀缺性和不可替代性决定了上游磷矿石价格的变动都将对整个下游市场产生极大的影响，尤其黄磷产品、磷肥、无机磷酸盐等。

随着长江大保护政策以及国土资源部《自然保护区内矿业权清理工作方案》的出台，各磷矿主产地均颁布政策措施，小型矿山逐步出清，行业资源集中度提高。

公司德阳基地距离磷矿较近，襄阳基地自有磷矿资源。位于四川绵竹市，距离马边地区 400 公里以内，马边为四川省集中磷矿开采区，磷矿资源储量丰富；标的公司襄阳基地拥有自身的磷矿资源，能稳定提供磷矿石

公司环保处理的壁垒：

公司不仅能处理自己的废料还能为周围钛白粉厂处理相关废料。公司自有渣场，并且当地已经不审批新的渣场，公司利用硫磷钛循环经济，使用钛业的废酸废水洗矿等。

公司钛渣处理收入每吨接近 200 元，废酸处理收入每吨超过 200 元，废水处理收入每吨也接近 200 元。

公司每生产 1 吨磷铵产品，大约产生 2.5 吨磷石膏。四川龙蟒工业石膏开发有限公司通过改扩建，拟达到年产水泥缓凝剂 90 万吨、建筑石膏粉 175 万吨、石膏墙板 1200 万平方米、石膏砌块 800 万平方米、抹灰石膏 20 万吨、石膏腻子 20 万吨的生产能力。

表格5：磷石膏的主要应用产品

水泥缓凝剂	主要用于水泥中做为缓凝和增强材料。国家逐步限制开采天然磷石膏，化学石膏的市场发展前景较好。
建筑石膏	是以半水石膏为主要成份，是建材中各种石膏制品的基础材料，用来生产粉刷石膏、石膏腻子、粘结和嵌缝石膏、模具石膏、石膏砂浆、各种石膏墙板、纸面石膏板、石膏砌块、天花板、装饰吸音板等产品。化学石膏是国家推广的新型墙体材料。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

石膏砂浆 是利用石膏自身的胶结性能加入其他改性材料开发生产的一种新型室内装饰材料，与传统使用的滑石粉、大白粉等传统材料相比，具有经济、实用、施工简便、强度高、粘结牢固、不反碱、无污染等特点，是国家认证的绿色环保建材产品。

资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

公司在磷酸盐行业具备技术壁垒：饲料级磷酸氢钙生产技术、磷铵梯级生产技术、氯化钾低温转化联产磷酸氢钙技术、复分解法硫酸钾生产技术、黄腐酸活化技术等

磷酸盐行业对生产工艺与技术的要求较高，体现在中低品位磷矿利用、磷酸净化和磷酸盐生产等多个方面，在生产过程中的某些细微差别，都可能造成产品在质量和成本上的较大差异。磷酸盐的生产技术与成本控制的瓶颈主要在于磷酸的生产、浓缩和净化环节，在小批量生产中成功的磷酸技术工艺，要在大批量连续生产中保持稳定的产品合格率，通常还需要长期的生产实践获得技术诀窍和生产经验。行业内工业磷铵生产企业多数采用热法磷酸或湿法净化磷酸与氨中和工艺，存在工艺流程复杂、能耗较高的特点。公司采用湿法磷酸氨中和再净化工艺，流程简单、能耗较低，同时对磷矿质量要求不高，结合自身研发的结晶控制工艺，实现了工业磷铵质量与成本最佳平衡。

3. 原材料价格处于 7 年来低位

磷化工产品的主要原材料为磷矿石、硫磺、硫酸、液氨、尿素、氯化钾等。

表格6：主要产品的原材料

磷酸一铵	主要原材料是磷酸和液氨，磷酸主要是以硫酸和磷矿石反应生成，硫酸是用硫铁矿或硫磺制成，液氨由煤炭或天然气制成
磷酸氢钙	主要原材料是磷酸和钙矿石
复合肥	原材料主要是氮肥、磷肥和钾肥等基础肥料。尿素、氯化钾、硫酸钾、磷酸一铵以及其他单质肥的价格均会影响到复合肥的生产成本

资料来源：公司重大资产购买报告书，川财证券研究所

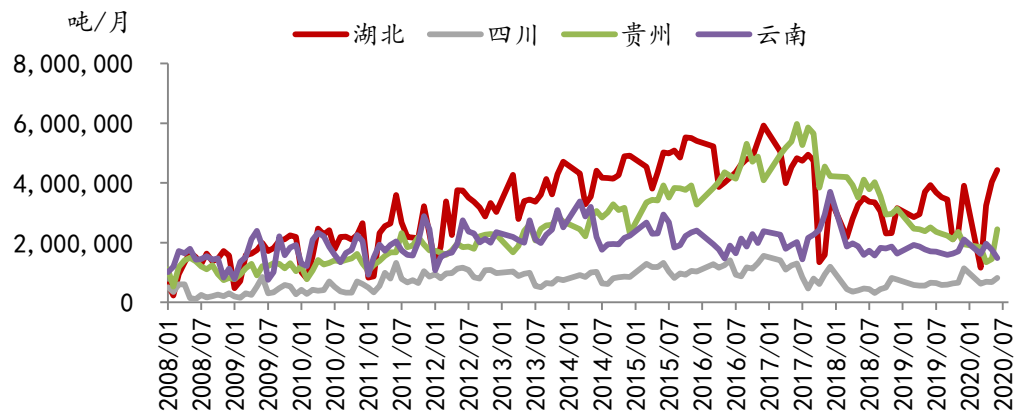
在生产复合肥的过程中，根据氯离子含量不同，可以划分为氯基和硫基复合肥。氯基复合肥是以尿素、氯化钾和磷酸一铵为主要原料生产而成，氯离子含量大于 3%，主要用于小麦、水稻和油菜等大田作物；硫基复合肥是以尿素、硫酸钾和磷酸一铵为主要原料生产而成，氯离子含量小于 3%，主要用于水果、蔬

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

菜、烟草、甘蔗等高附加值作物。

上半年，湖北磷矿石产量的快速回升抑制了磷矿石的价格。贵州省受到环保政策的影响最大，磷矿石产量由 2017 年产量高点 597 万吨/月持续下降到 2019 年 12 月的 195 万吨/月，今年上半年也仅有小幅回升-；湖北省 18-19 年间下降近 200 万吨/月，今年上半年产量快速回升到 440 万吨/月的较高水平；云南和四川的磷矿石产量仍然维持 18-19 年的平均水平。

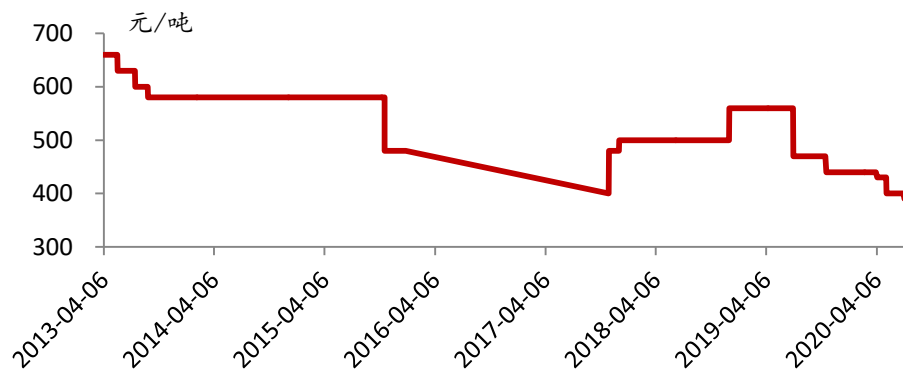
图 21：主要省份磷矿石产量



资料来源：Wind，川财证券研究所

磷矿石价格由 2019 年高点后持续下行，近期湖北柳树沟车板价跌落到 400 元/吨。

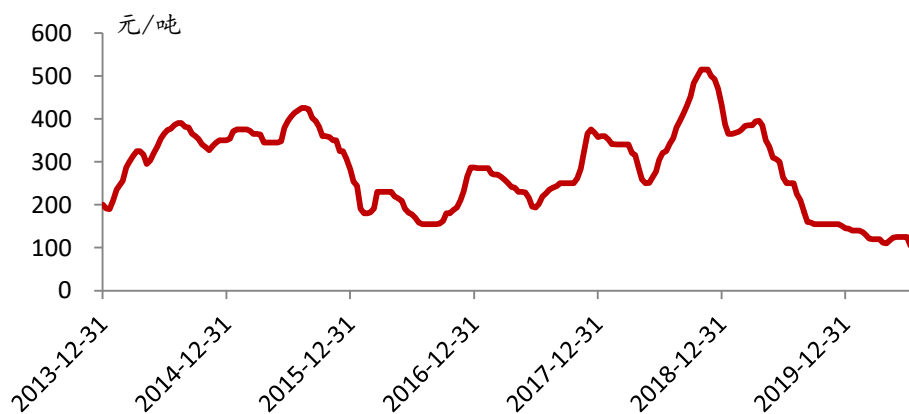
图 22：磷矿石（30%）湖北车板价



资料来源：Wind，川财证券研究所

硫酸价格处于近7年来最低点，近1年来仅为150元/吨左右，2014-2018年连续5年的平均价为300元/吨，折价超50%。

图 23：硫酸（98%）市场价



资料来源：Wind，川财证券研究所

四、估值评级

公司成功转型具有资源和环保优势的磷化工企业，近期原材料成本处于历史低位，需求持续向好。预计 2020-2022 年营业收入分别为 50、59、68 亿元，实现 EPS 分别为 0.26、0.32、0.39 元/股，对应 PE 分别为 21、17、14 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格7：三泰控股可比公司

代码	简称	收盘价 20200729 (人民币: 元)	总市值 20200729 (人民币:亿 元)	ROE-2019 年报(%)	PE20200729 (TTM)(倍)	EPS (TTM) (元/股)
002312.SZ	三泰控股	5.42	74.69	2.63	57.94	0.09
000902.SZ	新洋丰	11.57	150.93	10.23	29.92	0.39
600096.SH	云天化	5.22	74.69	3.47	147.14	0.04
600470.SH	*ST 六化	3.11	16.22	-20.06	-6.73	-0.46
002538.SZ	司尔特	5.46	39.21	6.48	15.32	0.36
002539.SZ	云图控股	7.64	77.17	6.75	33.29	0.23
002895.SZ	川恒股份	13.21	53.85	9.25	26.07	0.51
均值				7.23	50.35	0.30

资料来源：Wind，川财证券研究所

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
利润表 (人民币, 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	716.90	1908.40	5000.00	5900.00	6800.00	经营性现金净流量	-44.16	65.13	-98.86	994.21	38.84
减: 营业成本	649.40	1570.74	4150.00	4850.00	5550.00	投资性现金净流量	208.05	41.75	149.93	149.93	149.93
营业税金及附加	8.71	13.44	35.22	41.56	47.90	筹资性现金净流量	-111.45	113.53	738.76	-874.14	81.23
营业费用	16.54	87.53	229.33	270.61	311.89	现金流量净额	52.47	219.18	789.82	270.00	270.00
管理费用	118.93	107.70	282.16	332.95	383.74						
财务费用	-28.43	-26.84	36.69	22.75	-3.88						
资产减值损失	96.17	-7.32	0.00	0.00	0.00						
加: 投资收益	-112.64	-167.61	2.50	0.00	0.00	财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
公允价值变动损益	-0.05	-74.90	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
其他经营损益	-1.87	-25.12	0.00	0.00	0.00	毛利率	9.41%	17.69%	17.00%	17.80%	18.38%
营业利润	-259.00	-104.48	269.10	382.13	510.35	销售净利率	-31.17%	4.09%	7.05%	7.40%	7.83%
加: 其他非经营损益	-33.97	199.91	199.91	199.91	199.91	ROE	-6.89%	2.48%	10.06%	11.08%	11.91%
利润总额	-292.97	95.43	469.00	582.03	710.25	ROA	-9.32%	0.87%	5.70%	7.30%	7.51%
减: 所得税	-69.50	17.38	116.63	145.51	177.56	ROIC	-7.68%	-1.16%	6.25%	6.14%	8.39%
净利润	-223.47	78.04	352.38	436.53	532.69	成长能力					
减: 少数股东损益	1.32	-0.55	-2.48	-3.08	-3.75	销售收入增长率	-11.0%	166.2%	162.0%	18.00%	15.25%
归属母公司股东净利润	-224.78	78.59	354.86	439.60	536.44	净利润增长率	-181.7%	134.9%	351.5%	23.88%	22.03%
资产负债表 (人民币, 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本结构					
货币资金	1442.55	710.18	1500.00	1770.00	2040.00	资产负债率	5.42%	59.60%	63.09%	55.20%	54.87%
应收和预付款项	136.84	601.74	1338.29	944.24	1680.79	流动比率	11.34	0.71	0.94	1.13	1.31
存货	0.00	686.26	1126.89	992.10	1432.72	速动比率	8.44	0.42	0.63	0.77	0.90
其他流动资产	540.67	453.78	453.78	453.78	453.78	经营效率					
长期股权投资	652.54	486.17	488.67	488.67	488.67	总资产周转率	0.21	0.26	0.56	0.71	0.72
投资性房地产	139.87	132.30	117.23	102.17	87.11	存货周转率	2.01	2.29	3.68	4.89	3.87
固定资产和在建工程	184.34	2408.87	2154.34	1899.81	1645.28	业绩和估值					
无形资产和开发支出	11.74	1727.81	1671.72	1615.64	1559.55	EPS	-0.163	0.057	0.258	0.319	0.389
其他非流动资产	340.94	23.11	18.57	14.03	14.03	BPS	2.367	2.302	2.560	2.879	3.268
资产总计	3449.51	7230.22	8869.50	8280.43	9401.93	PE	-33.04	94.51	20.93	16.90	13.85
短期借款	0.00	771.49	1546.93	695.54	772.89	PB	2.28	2.34	2.11	1.87	1.65
应付和预收款项	67.02	1345.76	1857.22	1683.02	2194.48						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他负债	120.00	2191.90	2191.90	2191.90	2191.90						
负债合计	187.02	4309.15	5596.05	4570.46	5159.27						
股本	1378.09	1378.09	1378.09	1378.09	1378.09						
资本公积	2839.96	2647.49	2647.49	2647.49	2647.49						
留存收益	-955.57	-852.59	-497.73	-58.13	478.31						
归属母公司股东权益	3262.49	3172.99	3527.85	3967.46	4503.90						
少数股东权益	0.00	5.42	2.93	-0.14	-3.90						
股东权益合计	3262.49	3178.41	3530.79	3967.31	4500.00						
负债和股东权益合计	3449.51	7487.56	9126.84	8537.77	9659.27						

风险提示

原材料价格大幅上涨

磷矿石和硫酸等原材料价格大幅上涨将提高公司采购成本

环保政策变化

公司具备环保及循环经济优势，在环保政策要求下市占率持续提升

化肥行业政策变化

工业级磷酸氢钙主要用于高端水溶肥，符合化肥市场的政策方向

饲料需求恢复缓慢

公司磷酸氢钙主要用于饲料，若生猪存栏恢复缓慢，将影响公司磷酸氢钙的恢复进度

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004