

2021年04月04日

# 龙蟒业绩持续创新高，川发展入主助力成长

## 三泰控股(002312)

评级:	买入	股票代码:	002312
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	9.15/4.35
目标价格:	10	总市值(亿)	136.18
最新收盘价:	7.72	自由流通市值(亿)	102.25
		自由流通股数(百万)	1,324.44

### 事件概述

事件一：2021年4月2日，公司发布2020年年报，2020年实现营业收入51.80亿元，同比增长171.43%；归母净利润6.69亿元，同比增长690.54%；扣非净利润3.31亿元，同比大幅转正；实现经营活动现金净流量6.30亿元，同比增长938.49%；EPS0.50元；ROE18.82%。其中，龙蟒大地2020年实现扣非净利润4.34亿元，超过业绩对赌承诺的3.78亿元。

事件二：2021年3月19日，公司完成向川发矿业3.86亿股的定增发行，发行价格5.12元/股，募集资金19.69亿元，发行后川发矿业持有上市公司股权比例为21.87%，为公司第一大股东，同时公司拟更名为“川发龙蟒”。

### 分析判断：

#### ▶ 工业一铵全球绝对龙头，磷矿自给率提升增强盈利能力。

公司2020年业绩大幅增长，主要因报告期内完成剥离中邮智递与维度金融股权事宜，并实现投资收益3.4亿元，同时龙蟒大地主营产品量价齐升带动业绩快速增长。2020年龙蟒大地实现营业收入41.17亿元，扣非净利润4.34亿元，其中工业级磷酸一铵（以下简称“工业一铵”）、饲料级磷酸氢钙、肥料产品分别实现营业收入12.05、7.62、21.5亿元，分别实现毛利润3.97、1.23、1.94亿元。

2020年公司工业一铵产量为36.48万吨，同比增长52.57%，公司系全球产销量最大同时也是国内出口量最大的工业一铵生产企业，出口量占比超50%。根据百川盈孚数据显示，公司目前工业一铵产能40万吨/年，截止2021年4月2日，公司73%含量工业一铵报价4300元/吨，较1月均价3600元/吨涨幅19.44%。55%粉状一铵报价2450元/吨，较1月均价2100元/吨涨幅16.67%，预计公司一季度业绩将有乐观表现。同时根据公司年报，2020年公司已开始向国内领先的LFP正极材料生产商湖北万润销售工业一铵作为前驱体磷酸铁的重要原料。

2020年公司饲料级磷酸氢钙产量36.78万吨，为国内产量最大的饲料级磷酸氢钙生产企业，襄阳基地具有硫磷钛循环经济优势，未来随着白竹磷矿的逐步达产，该基地盈利能力将进一步增强。根据百川盈孚数据显示，目前襄阳龙蟒17%饲料级磷酸氢钙报价1800元/吨，位于历史中位数水平，磷酸氢钙主要用于生猪饲料添加剂，未来随着国内生猪存栏量以及养殖规模化提升，将进一步拉动对公司磷酸氢钙的需求。

#### ▶ 国资入主落地，未来资源发展可期。

本次定增完成后川发矿业为公司第一大股东，在董事会换届改选后，四川省国资委将成为公司实控人。公司作为川发展在矿业化工领域唯一的产业及资本运作平台，未来在矿业资源、产业配

套、运营资金等方面获得股东方大力支持。同时本次定增完成后，龙蟒集团创始人李家权持有 10.83% 的股权，为公司第三大股东，龙蟒集团发展历程中在钛、磷及生物农药领域皆为行业龙头，体现了卓越的管理能力。预计国资入主后，随着战略规划逐渐梳理完毕，将积极布局新能源、新材料等领域，未来有望实现跨越式成长。

此外，根据公司年报，截止 2020 年底，公司在建工程中重点项目除白竹磷矿 100 万吨/年开采工程外，还包含磷酸二氢钾、聚磷酸铵、磷石膏综合利用等项目，保障磷化工业务未来持续增长。

### 投资建议

考虑到公司未来新产品的持续投产，以及湖北基地磷矿自给率的提升，同时公司金融外包业务已经完成剥离，未来收入不再并表，我们调整之前的盈利预测，预计公司 2021-2023 年公司营业收入分别为 55.48/66.77/73.26 亿元（此前 2021-2022 年为 59.37/64.52 亿元），归母净利润分别为 5.86/6.97/8.18 亿元（此前 2021-2022 年预测为 5.53/6.51 亿元），EPS 分别为 0.33/0.39/0.46 元，目前股价 7.72 元，对应 PE 为 23/20/17 倍。公司业绩持续超预期兑现，川发展入主后在新能源、新材料领域将与公司产生显著协同效应，维持 10 元目标价不变，对应 21 年 PE30 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动、产品价格下跌等风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,908	5,180	5,548	6,677	7,326
YoY (%)	166.2%	171.4%	7.1%	20.3%	9.7%
归母净利润(百万元)	85	669	586	697	818
YoY (%)	138.7%	689.7%	-12.3%	18.8%	17.5%
毛利率 (%)	17.7%	17.9%	22.1%	21.9%	22.6%
每股收益 (元)	0.05	0.38	0.33	0.39	0.46
ROE	2.7%	17.5%	13.4%	14.0%	14.4%
市盈率	160.81	20.36	23.23	19.55	16.64

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

联系人：毛晓龙

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

SAC NO:

联系电话：

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,180	5,548	6,677	7,326	净利润	668	585	695	823
YoY (%)	171.4%	7.1%	20.3%	9.7%	折旧和摊销	261	131	137	123
营业成本	4,254	4,322	5,217	5,673	营运资金变动	-122	303	-689	-111
营业税金及附加	16	17	20	22	经营活动现金流	630	1,034	242	911
销售费用	90	255	267	293	资本开支	-90	-192	-242	-226
管理费用	241	222	240	249	投资	-755	-25	-36	-9
财务费用	72	49	88	114	投资活动现金流	-702	-212	-271	-220
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	340	6	7	15	债务募资	1,367	776	1,248	70
营业利润	759	677	826	980	筹资活动现金流	-430	668	1,060	-164
营业外收支	16	19	2	0	现金净流量	-505	1,490	1,031	528
利润总额	775	696	827	980					
所得税	106	111	132	157	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	668	585	695	823	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	669	586	697	818	营业收入增长率	171.4%	7.1%	20.3%	9.7%
YoY (%)	689.7%	-12.3%	18.8%	17.5%	净利润增长率	689.7%	-12.3%	18.8%	17.5%
每股收益	0.38	0.33	0.39	0.46	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	17.9%	22.1%	21.9%	22.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	12.9%	10.5%	10.4%	11.2%
货币资金	447	1,937	2,967	3,495	总资产收益率 ROA	9.1%	6.0%	6.3%	6.8%
预付款项	252	376	405	458	净资产收益率 ROE	17.5%	13.4%	14.0%	14.4%
存货	521	982	1,003	1,157	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1,360	1,637	1,583	1,715	流动比率	0.89	1.03	1.14	1.25
流动资产合计	2,579	4,932	5,959	6,825	速动比率	0.62	0.75	0.87	0.95
长期股权投资	52	52	53	54	现金比率	0.15	0.40	0.57	0.64
固定资产	2,286	2,301	2,323	2,347	资产负债率	47.7%	55.4%	54.6%	52.5%
无形资产	487	475	480	488	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	4,756	4,881	5,019	5,171	总资产周转率	0.71	0.57	0.61	0.61
资产合计	7,335	9,812	10,977	11,997	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	835	1,561	2,690	2,709	每股收益	0.38	0.33	0.39	0.46
应付账款及票据	598	932	994	1,129	每股净资产	2.17	2.48	2.82	3.23
其他流动负债	1,457	2,289	1,534	1,627	每股经营现金流	0.36	0.59	0.14	0.52
流动负债合计	2,890	4,782	5,218	5,466	每股股利	0.00	0.04	0.07	0.09
长期借款	0	50	170	220	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	608	608	608	608	PE	20.36	23.23	19.55	16.64
非流动负债合计	608	658	778	828	PB	2.64	3.12	2.73	2.39
负债合计	3,498	5,441	5,996	6,294					
股本	1,378	1,378	1,378	1,378					
少数股东权益	5	3	2	7					
股东权益合计	3,836	4,372	4,981	5,703					
负债和股东权益合计	7,335	9,812	10,977	11,997					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。