

## 公司研究

## 磷铵上涨自产磷矿创收促进业绩增长，增资子公司加快产能建设

## ——川恒股份（002895.SZ）公告点评

## 买入（维持）

当前价：26.26元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

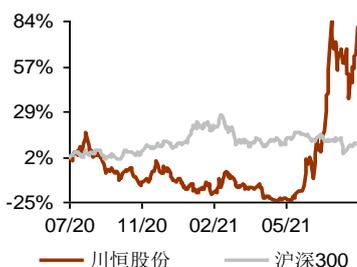
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.88
总市值(亿元)	128.26
一年最低/最高(元)	9.60/28.08
近3月换手率	243.59%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	30.98	38.23	26.44
绝对	28.47	28.47	28.47

资料来源：Wind

## 相关研报

磷化工领域差异化龙头，进军新能源材料焕发新活力——川恒股份（002895.SZ）投资价值分析报告（2021-07-22）

## 要点

**事件 1:** 8月26日晚，公司发布2021年半年度报告。2021年上半年，公司实现营收10.06亿元，同比+25.0%；实现归母净利润1.05亿元，同比+26.4%；实现扣非后归母净利润9,014万元，同比+12.9%。其中2021Q2公司实现营收6.18亿元，同比+33.7%，环比+59.7%；实现归母净利润7,055万元，同比+22.5%，环比+106.8%。

**事件 2:** 8月26日晚，公司发布公告参股子公司天一矿业向全体股东提出增资申请，增资总金额为5.94亿元。若全体股东同意增资，则公司拟以自有资金按当前持股比例（49%）认购2.91亿元增资款，四川蜀裕矿业投资有限公司（持有天一矿业51%股份）认购3.03亿元增资款。增资完成后，公司对天一矿业持股比例保持不变。

**事件 3:** 8月26日晚，公司发布公告控股子公司广西鹏越生态科技有限公司（简称“广西鹏越”）向全体股东提出增资申请，增资总金额为5.3亿元。其中公司拟以募集资金按持股比例90%认缴出资4.77亿元，广西南国铜业有限责任公司（持有广西鹏越10%股份）认缴出资5,300万元。

## 点评：

**磷铵一铵价格上涨，自产磷矿创收，带动公司业绩增长。** 受益于磷酸一铵价格上涨，公司磷酸一铵业务营收同比增长25.1%。根据iFinD数据，2021H1国内普通肥料级磷酸一铵价格同比增长约36.2%。公司现拥有磷酸一铵产能17万吨/年，主要用于干式灭火剂的消防级磷酸一铵产品。磷矿石业务方面，2019年8月和2021年2月公司相继收购了母公司川恒集团所拥有的的小坝磷矿、新桥磷矿和鸡公岭磷矿的采矿权及相关资产，并于报告期内首次实现自产磷矿的对外销售，2021H1公司自产磷矿石销售业务实现营收9,235万元，毛利率高达51.4%。根据iFinD数据，2021H1期间国内磷矿石价格涨幅约为33.6%，而磷矿石的开采成本则相对稳定，促使公司磷矿石销售业务毛利率不断攀升。目前小坝磷矿和新桥磷矿的磷矿石总产能可达到300万吨/年，鸡公岭磷矿规划有250万吨/年的磷矿石产能。此外，公司还同时持有天一矿业旗下老虎洞磷矿49%的股权，老虎洞磷矿规划有500万吨/年磷矿石产能。远期来看，公司控股及参股公司的磷矿石总产能将达到千万吨级别，折算权益磷矿石产能约为800万吨/年。

**向子公司增资，推进新增产能建设进程。** 公司公告分别拟向参股子公司天一矿业和控股子公司广西鹏越增资2.91亿元和4.77亿元。天一矿业为老虎洞磷矿的建设主体，广西鹏越则为公司定增项目“20万吨/年半水-二水湿法磷酸及精深加工项目”的建设主体。公司对天一矿业和广西鹏越的增资满足相关建设项目的资金需求，有助于相关项目建设进度的快速推进。

**拟建磷酸铁新能源材料项目，凭借自身优势产品盈利能力显著。** 6月24日晚，公司发布公告拟投资5亿元建设10万吨/年磷酸铁和9.6万吨/年硫酸铵生产项目，项目一期建设产能为5万吨/年磷酸铁和4.8万吨/年硫酸铵，项目一期建设周期约为12个月。我们认为公司依靠自身充足且优质的磷矿资源和完整的磷化工一体化产业链优势，能够明显降低在磷酸铁生产过程中的原料成本，从而获得更高的产品盈利能力。同时依靠磷酸铁等新能源材料项目的建设，公司这样的传统磷化工企业也将焕发出新的活力。目前，公司磷酸铁项目的立项备案已经完成，正在进行环评以及能评相关工作。

**可转债发行完毕，募投项目扩充上游原材料产能。**近期公司可转换公司债券已经发行完毕，即将上市。通过可转债发行，公司共募集资金 11.6 亿元，用于投资建设公司“150 万吨/年中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套设施”、“30 万吨/年硫铁矿制硫酸装置”和“30 万吨/年硫铁矿制硫酸项目”。其中选矿装置及设施的建设将为公司新增 93 万吨/年的磷精矿产能，满足公司下游磷化工产品的生产需求。而 30 万吨/年的硫铁矿制硫酸项目将明显降低公司硫酸原料的外购成本，提高公司产品的生产效益。

**盈利预测、估值与评级：**2021 年以来磷矿石及下游磷化工产品价格不断攀升，当前时点仍有上涨可能，将有利于 2021H2 公司效益的进一步提高，此外叠加公司未来磷酸铁、磷矿石、净化磷酸、无水氢氟酸等新增产能的逐步投产，公司的盈利能力将进一步增强。我们维持公司 2021-2023 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.23/5.58/9.41 亿元，折算 EPS 分别为 0.66/1.14/1.93 元/股，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**产能建设不及预期，环保生产风险，产品价格波动风险

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,749	1,777	2,482	3,523	4,900
营业收入增长率	35.58%	1.60%	39.68%	41.90%	39.11%
净利润 (百万元)	180	143	323	558	941
净利润增长率	133.63%	-20.95%	126.48%	72.74%	68.67%
EPS (元)	0.44	0.29	0.66	1.14	1.93
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.07%	4.84%	9.89%	14.59%	19.75%
P/E	59	90	40	23	14
P/B	5.4	4.4	3.9	3.4	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-26，2019 年年末公司总股本为 4.08 亿股，2020 年定增后公司总股本为 4.88 亿股

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,749	1,777	2,482	3,523	4,900
营业成本	1,271	1,340	1,729	2,322	3,034
折旧和摊销	65	85	89	113	134
税金及附加	7	13	19	27	37
销售费用	128	109	153	217	302
管理费用	79	108	150	213	297
研发费用	33	33	46	65	90
财务费用	15	14	8	14	9
投资收益	4	8	8	8	8
营业利润	226	179	403	695	1,168
利润总额	221	177	401	691	1,166
所得税	41	34	77	133	224
净利润	179	143	324	558	942
少数股东损益	-1	1	1	1	1
归属母公司净利润	180	143	323	558	941
EPS(元)	0.44	0.29	0.66	1.14	1.93

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	287	256	328	502	869
净利润	180	143	323	558	941
折旧摊销	65	85	89	113	134
净营运资金增加	-199	-29	190	331	415
其他	240	57	-274	-501	-621
投资活动产生现金流	-95	-697	-520	-447	-322
净资本支出	-253	-163	-530	-430	-330
长期投资变化	-33	0	0	0	0
其他资产变化	191	-534	10	-17	8
融资活动现金流	-56	639	52	102	-340
股本变化	1	81	0	0	0
债务净变化	108	-115	59	115	-330
无息负债变化	7	103	80	67	96
净现金流	136	189	-141	156	207

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.3%	24.6%	30.3%	34.1%	38.1%
EBITDA 率	17.5%	15.4%	19.9%	23.2%	26.8%
EBIT 率	13.7%	10.6%	16.3%	20.0%	24.0%
税前净利润率	12.6%	10.0%	16.1%	19.6%	23.8%
归母净利润率	10.3%	8.0%	13.0%	15.8%	19.2%
ROA	6.4%	3.8%	7.6%	11.2%	16.6%
ROE (摊薄)	9.1%	4.8%	9.9%	14.6%	19.7%
经营性 ROIC	16.4%	11.6%	16.8%	22.0%	29.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	21%	22%	23%	16%
流动比率	1.20	2.64	2.18	2.18	3.66
速动比率	0.78	2.22	1.73	1.70	2.81
归母权益/有息债务	4.88	10.05	9.28	8.18	34.78
有形资产/有息债务	6.44	12.24	11.42	10.14	39.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,821	3,768	4,231	4,972	5,678
货币资金	341	514	372	528	735
交易性金融资产	0	550	550	551	552
应收帐款	65	73	105	148	205
应收票据	0	107	150	212	295
其他应收款 (合计)	13	6	9	13	18
存货	287	258	333	448	585
其他流动资产	59	56	56	56	56
流动资产合计	813	1,605	1,627	2,026	2,537
其他权益工具	37	37	37	37	37
长期股权投资	1,105	1,106	1,106	1,106	1,106
固定资产	472	668	965	1,217	1,376
在建工程	100	27	94	94	76
无形资产	187	177	203	229	254
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	98	142	142	142	142
非流动资产合计	2,008	2,163	2,604	2,946	3,142
总负债	820	808	948	1,130	895
短期借款	408	238	297	412	82
应付账款	143	143	185	248	324
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	23	0	0	0	0
其他流动负债	0	91	91	91	91
流动负债合计	675	607	747	929	694
长期借款	0	55	55	55	55
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	28	28	28	28
非流动负债合计	145	201	201	201	201
股东权益	2,001	2,960	3,283	3,842	4,784
股本	408	488	488	488	488
公积金	796	1,637	1,669	1,725	1,819
未分配利润	835	846	1,136	1,639	2,486
归属母公司权益	1,990	2,944	3,267	3,825	4,766
少数股东权益	11	16	17	17	18

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.31%	6.15%	6.15%	6.15%	6.15%
管理费用率	4.50%	6.05%	6.05%	6.05%	6.05%
财务费用率	0.88%	0.80%	0.31%	0.38%	0.19%
研发费用率	1.86%	1.83%	1.83%	1.83%	1.83%
所得税率	19%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.70	0.52	0.67	1.03	1.78
每股净资产	4.88	6.03	6.69	7.83	9.76
每股销售收入	4.29	3.64	5.08	7.21	10.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	59	90	40	23	14
PB	5.4	4.4	3.9	3.4	2.7
EV/EBITDA	32.6	41.2	23.4	14.2	8.6
股息率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE