

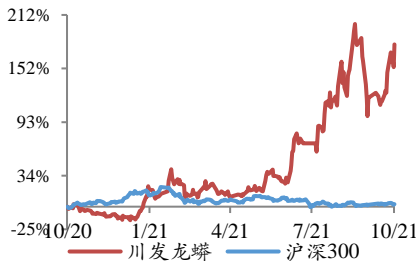
天瑞股权收购稳步推进，布局磷酸铁锂景气赛道

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-30

收盘价(元)	18.06
近12个月最高/最低(元)	19.51/5.50
总股本(百万股)	1,763
流通股本(百万股)	1,324
流通股比例(%)	75.11
总市值(亿元)	318
流通市值(亿元)	239

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 磷化工延续高景气，加速布局矿化一体 2021-08-19

2. 深耕西南资源一体化，布局磷酸铁锂大赛道 2021-08-16

3. 天瑞矿业收购预案落地，国资入主加快资源整合 2021-08-03

主要观点：

● 事件描述

10月30日，公司发布2021年第三季度报告，前三季度公司实现营业收入47.39亿元，同比增长25.72%，归母净利润8.94亿元，同比增长42.26%；扣非归母净利润4.74亿元，同比增长154.65%；第三季度公司实现营业收入16.86亿元，同比增长27.87%，归母净利润2.05亿元，同比下降61.75%。

● 磷化工景气度持续上行，公司业绩实现大幅增长。

公司前三季度业绩实现大幅增长，扣非归母净利润达到4.74亿元，同比增长154.65%，基本每股收益0.56元，同比增长19.15%。三季度公司归母净利润2.05亿元，扣非归母净利润1.69亿，环比下滑9.97%。公司前三季度业绩大幅改善主要系主营业务磷化工产品景气度持续上行。根据百川盈孚数据，1)工业级磷酸一铵最新报价5400元/吨，年初以来上涨47.95%，从2020Q4到2021Q3的季度均价依次为3659元/吨、3904元/吨、4163元/吨、5451元/吨。2)肥料级磷酸一铵最新报价为2450元/吨，年初以来上涨19.51%，环比上季度上涨166元/吨，价格上涨幅度为7.33%。3)饲料级磷酸氢钙最新报价3550元/吨，年初以来上涨121.21%，比去年同期上涨129.03%，从2020Q4到2021Q3季度均价依次为1701元/吨、1716元/吨、2085元/吨、2804元/吨。磷酸氢钙主要用于生猪饲料添加剂，前三季度市场实际消费量占2020年全年65%，受益于价格剧增，带来盈利增长。4)复合肥最新市场均价为3245元/吨，年初以来上涨44.15%，2021Q3均价3165元/吨，比去年同期增长48.59%，环比增长29.7%，预计未来新型肥料将保持10%以上的年复合增长率，公司自主研发的黄腐酸功能性复合肥需求有望迎来快速增长。

● 天瑞矿业收购项目稳步推进，矿化一体产业链优势有望逐步显现。

据公司10月29日最新公告，公司收购天瑞矿业100%股权正有序推进，目前已完成前期尽职调查、审计、评估等相关工作，正在履行内部审核程序，并进一步完善相关文件。天瑞矿业占有资源储量9597.50万吨，保有资源储量8918.10万吨，生产规模为250万吨/年，配套200万吨/年的选矿装置，是目前四川省马边地区最大的磷原矿、磷精矿生产企业。目前公司襄阳基地保康白竹磷矿年产100万吨磷矿矿山建设验收完毕，装置陆续投入运营，今年白竹磷矿产量将大幅提高，预计2023年达产；红星磷矿每年仍可开采出约15万吨的磷矿石。天瑞矿业收购完成后公司将具备年产365万吨的磷矿生产能力，届时绵竹基地磷矿自给率将显著提升，将补齐公司原材料短板，大幅提升磷矿石选采能力，降低原料运输成本，长期稳定供应战略性磷矿资源，引导公司磷化工长效发展。

公司施行“肥盐结合，梯级开发”的经营模式，主要利用磷资源生产精细磷酸盐，同时利用工业级磷酸盐副产品生产各种专用复合肥，通过资源的综合利用实现了磷酸盐与复合肥效益最大化。襄阳基地主基地具有行业难以复制的“硫磷钛循环经济”优势，同时随着襄阳基地自有的白竹磷矿逐渐达产，产业链配套日趋完善，该基地盈利能力有望进一步增强，有利于继续巩固磷肥、磷酸盐行业领先地位。

图表 1 川发龙蟒在建工程项目进展

项目名称	项目进展	说明
磷石膏综合利用工程	55%	总投资 4.75 亿元，项目将实现对磷石膏的综合利用，变废为宝，预计将实现年产 90 万吨水泥缓凝剂、175 万吨建筑石膏粉、1200 万 m ² 石膏墙板、800 万 m ² 石膏砌块、20 万吨抹灰石膏、20 万吨石膏腻子生产能力。累计投入预算占比 53 %。
白竹磷矿 100 万吨采矿工程 (二期)	10%	一期 100 万吨磷矿石生产规模已建设完毕，已完成矿山验收，开始正式生产。总投资 2.05 亿元，二期累计投入预算占比 5.85%，
三期砂酸项目 (砂改磷)	90%	总投资 6500 万元，累计投入预算占比 87%。
工业磷铵技改项目	88%	总投资 7800 万元，累计投入预算占比 86.00%。
复合肥生产线	92%	总投资 2700 万元，累计投入预算占比 89%。
白竹磷矿选矿项目	75%	总投资 9850 万元，累计投入预算占比 69.95%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 国内工业级磷酸一铵龙头，布局磷酸铁锂大赛道。

公司是国内最大的工业级磷酸一铵生产企业，总产能 40 万吨/年。2020 年总产量 36.48 万吨，占全行业产量 17.37%，工业级磷酸一铵供应偏紧，价格持续上行，龙头企业规模优势显著。

(1) 需求端：工业级磷酸一铵主要用于高端水溶肥、磷系灭火剂和磷酸铁锂前驱体原料。2020 年公司工业级磷酸一铵毛利率为 32.91%，利润贡献占比达到 42.46%。随着农业用水溶肥得以大面积推广，磷系灭火剂占比不断提升，工业级磷酸一铵传统市场需求稳步提升；作为磷酸铁锂前驱体的重要原料，磷酸铁锂装机量持续攀升，带动工业级磷酸一铵需求迎来较快增长，预计工业级磷酸一铵景气度将持续上行。目前，公司工业级磷酸一铵已向湖北万润在内的多家磷酸铁锂行业头部企业销售。

(2) 供给端：随着国内环保整治不断推进，在云贵地区能耗双控政策影响下，黄磷限产导致价格暴涨，热法磷酸产能下降，工业级磷酸一铵产能增长缓慢，受政策趋严、技术壁垒、磷矿资源不足三重因素影响，工业级磷酸一铵短期新增产能有限，行业集中度预计将进一步提

升。预计到 2025 年，国内工业级磷酸一铵存在缺口 63 万吨，工业级磷酸一铵有望继续维持较高景气度。

公司位于西南地区，锂矿资源丰富，电力成本较低，公司有望快速切入新能源正极材料磷酸铁锂领域。西南地区丰富的资源及完整的产业链将有助于公司深耕西南地区，加速切入正极材料赛道。公司去年工业级磷酸一铵已向磷酸铁锂核心企业湖北万润供货。公司快速切入磷酸铁及磷酸铁锂领域，有望在夯实主业的基础上产业链进一步向下游延伸，向磷酸铁及磷酸铁锂高景气赛道迈进。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.71、8.29、9.85 亿元，同比增速为 60.2%、-22.6%、18.9%。对应 PE 分别为 30、38、32 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期
- (5) 资产收购进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5180	6835	7270	7825
收入同比 (%)	171.4%	32.0%	6.4%	7.6%
归属母公司净利润	669	1071	829	985
净利润同比 (%)	690.5%	60.2%	-22.6%	18.9%
毛利率 (%)	17.9%	18.7%	17.8%	18.7%
ROE (%)	17.5%	16.4%	11.2%	11.7%
每股收益 (元)	0.50	0.61	0.47	0.56
P/E	15.11	29.72	38.41	32.32
P/B	2.64	4.87	4.30	3.77
EV/EBITDA	11.52	25.28	23.53	19.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2579	8061	8626	8167	营业收入	5180	6835	7270	7825
现金	447	4566	4566	4566	营业成本	4254	5554	5975	6361
应收账款	169	619	587	532	营业税金及附加	16	51	35	38
其他应收款	159	435	421	397	销售费用	90	123	116	117
预付账款	252	375	536	459	管理费用	241	202	189	192
存货	521	1035	1485	1182	财务费用	72	-21	-63	-80
其他流动资产	1031	1031	1031	1031	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	4756	5522	5871	6327	公允价值变动收益	45	0	0	0
长期投资	52	52	52	52	投资净收益	340	380	0	0
固定资产	2286	2827	2875	3121	营业利润	759	1241	960	1141
无形资产	487	650	862	985	营业外收入	30	0	0	0
其他非流动资产	1930	1993	2082	2168	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	7335	13583	14497	14493	利润总额	775	1241	960	1141
流动负债	2890	6434	6477	5436	所得税	106	171	132	157
短期借款	835	2797	2123	1663	净利润	668	1070	828	984
应付账款	496	769	1051	913	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	1559	2868	3303	2859	归属母公司净利润	669	1071	829	985
非流动负债	608	608	608	608	EBITDA	783	944	985	1161
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.61	0.47	0.56
其他非流动负债	608	608	608	608					
负债合计	3498	7042	7085	6044					
少数股东权益	5	4	3	2					
股本	1378	1378	1378	1378					
资本公积	2750	4353	4353	4353					
留存收益	-297	806	1678	2716					
归属母公司股东权益	3832	6537	7409	8447					
益									
负债和股东权益	7335	13583	14497	14493					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	630	1084	1161	1040
净利润	669	1071	829	985
折旧摊销	261	120	106	121
财务费用	78	54	74	57
投资损失	-340	-380	0	0
营运资金变动	-122	218	153	-122
其他经营现金流	877	852	675	1107
投资活动现金流	-702	-474	-413	-524
资本支出	-90	-854	-413	-524
长期投资	-755	0	0	0
其他投资现金流	142	380	0	0
筹资活动现金流	-430	3510	-748	-517
短期借款	64	1962	-674	-460
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-97	1603	0	0
其他筹资现金流	-396	-54	-74	-57
现金净增加额	-505	4119	0	0

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	171.4%	32.0%	6.4%	7.6%
营业利润	905.0%	63.5%	-22.6%	18.9%
归属于母公司净利润	690.5%	60.2%	-22.6%	18.9%
获利能力				
毛利率 (%)	17.9%	18.7%	17.8%	18.7%
净利率 (%)	12.9%	15.7%	11.4%	12.6%
ROE (%)	17.5%	16.4%	11.2%	11.7%
ROIC (%)	8.3%	7.0%	7.4%	8.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.7%	51.8%	48.9%	41.7%
净负债比率 (%)	91.2%	107.7%	95.6%	71.5%
流动比率	0.89	1.25	1.33	1.50
速动比率	0.62	1.03	1.02	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.50	0.50	0.54
应收账款周转率	30.58	11.04	12.38	14.70
应付账款周转率	8.58	7.23	5.68	6.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.61	0.47	0.56
每股经营现金流 (薄)	0.36	0.61	0.66	0.59
每股净资产	2.17	3.71	4.20	4.79
估值比率				
P/E	15.11	29.72	38.41	32.32
P/B	2.64	4.87	4.30	3.77
EV/EBITDA	11.52	25.28	23.53	19.57

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：王强峰，研究助理，浙江大学化工硕士、中国石油大学（北京）化工学士，2 年中化国际战略、市场经验，1 年化工卖方研究经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。