

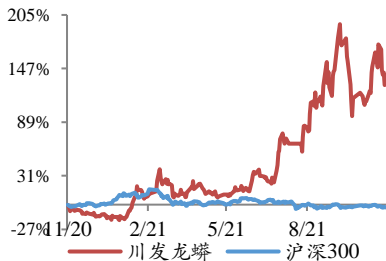
股权激励将落地，发展驶入快车道

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-11-08

收盘价（元）	15.16
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）	267
流通市值（亿元）	201

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. 天瑞股权收购稳步推进，布局磷酸铁锂景气赛道 2021-10-30

2. 磷化工延续高景气，加速布局矿化一体 2021-08-19

3. 深耕西南资源一体化，布局磷酸铁锂大赛道 2021-08-16

主要观点：

● 事件描述

据公司 11 月 8 日公告，公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），向激励对象定向发行公司人民币 A 股普通股股票，合计 1,759.63 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.00%。首次授予的激励对象共计 419 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司，下同）任职的公司董事、高级管理人员、核心骨干，授予价格为 8.49 元/股。其中，首次授予限制性股票 1,407.70 万股，占本激励计划拟授出限制性股票总数的 80.00%，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.80%；预留限制性股票 351.93 万股，占本激励计划拟授出限制性股票总数的 20.00%，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.20%。

● 股权激励草案落地，有望提升员工凝聚力

据公司公告，公司的股权激励方案覆盖员工 419 人，有望充分调动公司员工积极性，进而推动公司发展。具体方案为：公司拟分别向激励计划时在公司任职的公司董事、高级管理人员、核心骨干，不含独立董事、监事、单独或合计持股 5% 以上的股东或实际控制人员及其配偶、父母、子女，共授予限制性股票 1759.63 万股，占公告日公司股本总额的 1.00%，激励价格为 8.49 元。

图表 1 计划授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
毛飞	董事长	38.00	2.16%	0.02%
朱全芳	董事、总裁	38.00	2.16%	0.02%
刘道义	总工程师	31.00	1.76%	0.02%
姚恒平	副总裁	31.00	1.76%	0.02%
吕娟	董事、副总裁	25.00	1.42%	0.01%
罗显明	副总裁	25.00	1.42%	0.01%
朱光辉	财务总监	22.00	1.25%	0.01%
核心骨干（共 412 人）		1,197.70	68.07%	0.68%
预留		351.93	20.00%	0.20%
合计		1,759.63	100.00%	1.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司激励计划同时设定了三个阶段解除限售期的业绩目标，以 2020 年为基期，第一阶段为 2022 年营收增长率不低于 35%，当年扣非后净资产收益率不低于 6%；第二阶段为 2023 年营收增长率不低于

46%，当年扣非后净资产收益率不低于 6.5%；第三阶段为 2024 年营收增长率不低于 57%，当年扣非后净资产收益率不低于 7.1%。此次股权激励是自 2021 年李家权先生成为公司第二大股东以来首次实施的股权激励方案。此前，公司于 2020 年 1 月推出股权激励方案，以 2.14 元/股价格回购公司 5,137.0641 万股普通股股票，占公告当日公司股本总额 137,809.1733 万股的 3.73%，用于激励 660 名对象，目前已完成计划授予限制性股票总数的 1.53%。

图表 2 公司层面计划授予的限制性股票各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1. 以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 35.00%，且不低于同行业平均水平； 2. 2022 年扣非后净资产收益率不低于 6.00%，且不低于同行业平均水平； 3. 2022 年扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22；
第二个解除限售期	1. 以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 46.00%，且不低于业平均水平； 2. 2023 年扣非后净资产收益率不低于 6.50%，且不低于同行业平均水平； 3. 2023 年扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22.25；
第三个解除限售期	1. 以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 57.00%，且不低于同行业平均水平； 2. 2024 年扣非后净资产收益率不低于 7.10%，且不低于同行业平均水平； 3. 2024 年扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 23。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司注重发挥激励机制，吸引和留住公司专业管理人员、核心骨干员工，充分调动其积极性和创造性，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力。通过股权激励绑定深度股东、公司和核心团队三方利益，立足磷化工产业基础，深入打造产业链一体化，布局磷酸铁锂新能源材料领域，有望实现公司长效发展。激励对象获授的限制性股票能否解除限售将根据公司、激励对象两个层面的考核结果共同确定。激励对象个人考核结果分为“A”、“B”、“C”、“D”四个等级，分别对应不同的解除限售比例。

图表 3 个人层面计划授予的限制性股票各年度业绩考核目标

绩效考核结果	解除限售比例
A-优秀	100%
B-良好	
C-称职	80%
D-不称职	0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **国内磷化工龙头企业，磷酸铁锂有望成为第二增长曲线。**

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。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。

(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, 工业级磷酸一铵有望继续维持较高景气度。

公司有望快速切入新能源正极材料磷酸铁锂领域, 成为第二增长曲线。公司位于西南地区, 锂矿资源丰富, 电力成本较低, 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, 发展驶入快车道, 有望夯实主业的基础上将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 25、32、27 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	24.95	32.24	27.13
P/B	2.64	4.09	3.61	3.16
EV/EBITDA	11.52	21.05	19.47	16.13

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		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2579	8061	8626	8167	
现金	447	4566	4566	4566	
应收账款	169	619	587	532	
其他应收款	159	435	421	397	
预付账款	252	375	536	459	
存货	521	1035	1485	1182	
其他流动资产	1031	1031	1031	1031	
非流动资产	4756	5522	5871	6327	
长期投资	52	52	52	52	
固定资产	2286	2827	2875	3121	
无形资产	487	650	862	985	
其他非流动资产	1930	1993	2082	2168	
资产总计	7335	13583	14497	14493	
流动负债	2890	6434	6477	5436	
短期借款	835	2797	2123	1663	
应付账款	496	769	1051	913	
其他流动负债	1559	2868	3303	2859	
非流动负债	608	608	608	608	
长期借款	0	0	0	0	
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	
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	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	5180	6835	7270	7825	
营业成本	4254	5554	5975	6361	
营业税金及附加	16	51	35	38	
销售费用	90	123	116	117	
管理费用	241	202	189	192	
财务费用	72	-21	-63	-80	
资产减值损失	-5	0	0	0	
公允价值变动收益	45	0	0	0	
投资净收益	340	380	0	0	
营业利润	759	1241	960	1141	
营业外收入	30	0	0	0	
营业外支出	15	0	0	0	
利润总额	775	1241	960	1141	
所得税	106	171	132	157	
净利润	668	1070	828	984	
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	669	1071	829	985	
EBITDA	783	944	985	1161	
EPS (元)	0.50	0.61	0.47	0.56	

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。