

# 规划磷酸铁锂一体化项目，进一步完善正极材料布局



## 核心观点

- 规划磷酸铁锂一体化项目，完善正极材料布局：**天原股份发布公告，计划成立全资子公司投建年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目并配套年产 10 万吨磷酸铁前驱体项目、年产 8 万吨湿法净化磷酸一体化项目。项目计划投资 23.89 亿，通过公司自筹解决，预计建设周期 24 个月，资金来源公司自筹，项目年净利润预计 6.89 亿。成功投产后公司将成为行业稀缺的同时具备磷酸铁锂和三元正极材料的企业，配套新能源产业的能力进一步增强。
- 自有磷铁资源配套及客户基础优势明显：**磷是磷酸铁成本占比最大的部分，占比可达 40% 左右；公司自有马边年产能 90 万吨优质磷矿资源(品位 26%-28%，储量 3000 多万吨)，对应约年 25 万吨 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 供应能力，而年产 10 万吨磷酸铁每年需要约 5 万吨 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>，公司磷源配套能力充足。而屏山基地配套氯化钛白的高钛渣项目可副产大量优质铁原料，公司磷、铁资源配套完备，将具有明显成本优势。宜宾作为宁德时代拉动的世界级锂电产业集群所在地，公司进一步展现配套新能源产业的潜力和先发优势，我们认为在公司现有三元正极与宁德战略合作的基础上，未来磷酸铁锂的销路也有保障。
- 成长性将持续释放：**参股子公司宜宾锂宝三元正极已达到年 3 万吨产能，中期规划至年产 15 万吨。海丰和泰二期年产 5 万吨氯化钛白装置已完成单机调试进入整体调试阶段，进展顺利，年产能明年有望达到 10 万吨，中期规划至年产 40 万吨。昌能煤矿年产 45 万吨优质无烟煤预计明年投产，将打通煤炭-电石-PVC 一体化优势，PVC 下游高性能管道等产品持续延伸传统产品价值链。公司处于成长性高速释放期。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年 EPS 为 0.86/1.27/1.63 元（未考虑磷酸铁锂项目），按照可比公司 22 年 15 倍市盈率，给予目标价 19.05 元，并维持买入评级。

## 风险提示

- 新产能投放不及预期；产品和原材料价格波动风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,103	21,646	16,346	17,059	17,394
同比增长(%)	27.5%	-6.3%	-24.5%	4.4%	2.0%
营业利润(百万元)	116	219	818	1,188	1,518
同比增长(%)	-38.3%	89.3%	273.1%	45.3%	27.8%
归属母公司净利润(百万元)	79	116	675	990	1,270
同比增长(%)	-49.2%	47.1%	482.2%	46.8%	28.2%
每股收益(元)	0.10	0.15	0.86	1.27	1.63
毛利率(%)	6.1%	5.5%	11.7%	12.2%	13.6%
净利率(%)	0.3%	0.5%	4.1%	5.8%	7.3%
净资产收益率(%)	1.6%	2.3%	12.5%	16.3%	18.5%
市盈率	134.4	91.4	15.7	10.7	8.3
市净率	2.1	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年12月17日)	13.56元
目标价格	19.05元
52周最高价/最低价	19.36/5.22元
总股本/流通A股(万股)	78,086/78,057
A股市值(百万元)	10,588
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年12月18日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	16.08	21.07	-24.29	146.69
相对表现	19.43	29.47	-17.36	159.17
沪深300	-3.35	-8.4	-6.93	-12.48



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 万里扬  
021-63325888\*2504  
wanliyong@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

**联系人** 顾雪莹

guxueying@orientsec.com.cn

## 相关报告

盈利稳健，一体两翼产业持续向上 2021-11-05  
技术与市场打通，转型升级进入全面兑现期 2021-07-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值（截至 2021/12/17）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中泰化学	0.06	1.58	1.75	1.94	174.78	6.28	5.68	5.11
龙蟒佰利	0.96	2.09	2.35	2.69	30.03	13.79	12.29	10.71
雄塑科技	0.59	0.61	0.73	0.87	17.26	16.81	13.99	11.76
伟星新材	0.75	0.85	1.01	1.16	28.29	24.92	21.07	18.34
当升科技	0.76	1.86	2.46	3.24	123.29	50.47	38.16	28.92
云天化	0.15	2.02	2.10	2.37	150.91	11.04	10.64	9.42
川恒股份	0.29	0.68	1.25	2.01	95.17	40.77	22.32	13.80
兴发集团	0.56	3.38	3.36	3.41	73.57	12.23	12.30	12.11
调整后平均					77.08	18.43	14.51	12.04

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,240	3,273	3,862	4,760	6,043	营业收入	23,103	21,646	16,346	17,059	17,394
应收票据及应收账款	868	724	196	188	200	营业成本	21,701	20,454	14,432	14,972	15,022
预付账款	278	268	200	210	213	营业税金及附加	70	68	51	53	54
存货	641	628	577	529	566	营业费用	349	84	65	68	70
其他	462	610	468	497	496	管理费用及研发费用	618	609	678	537	548
<b>流动资产合计</b>	<b>4,489</b>	<b>5,503</b>	<b>5,303</b>	<b>6,184</b>	<b>7,517</b>	财务费用	280	263	383	372	362
长期股权投资	376	378	378	378	378	资产、信用减值损失	59	27	9	1	6
固定资产	5,358	5,858	5,906	5,885	5,677	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,324	1,687	1,866	1,902	1,633	投资净收益	(2)	5	18	60	113
无形资产	695	746	729	711	693	其他	92	72	73	72	73
其他	531	578	523	515	507	<b>营业利润</b>	<b>116</b>	<b>219</b>	<b>818</b>	<b>1,188</b>	<b>1,518</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,284</b>	<b>9,248</b>	<b>9,402</b>	<b>9,391</b>	<b>8,888</b>	营业外收入	7	17	12	14	13
<b>资产总计</b>	<b>13,773</b>	<b>14,751</b>	<b>14,705</b>	<b>15,575</b>	<b>16,406</b>	营业外支出	33	38	35	37	36
短期借款	4,976	5,432	5,204	5,318	5,261	<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>198</b>	<b>794</b>	<b>1,165</b>	<b>1,495</b>
应付票据及应付账款	1,792	1,572	1,151	1,172	1,187	所得税	66	91	119	175	224
其他	1,203	1,244	1,178	1,192	1,191	<b>净利润</b>	<b>23</b>	<b>107</b>	<b>675</b>	<b>991</b>	<b>1,270</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7,972</b>	<b>8,249</b>	<b>7,533</b>	<b>7,683</b>	<b>7,639</b>	少数股东损益	(55)	(9)	0	0	0
长期借款	394	919	919	919	919	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>79</b>	<b>116</b>	<b>675</b>	<b>990</b>	<b>1,270</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.10	0.15	0.86	1.27	1.63
其他	336	334	334	334	334						
<b>非流动负债合计</b>	<b>731</b>	<b>1,253</b>	<b>1,253</b>	<b>1,253</b>	<b>1,253</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,703</b>	<b>9,502</b>	<b>8,786</b>	<b>8,936</b>	<b>8,892</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	104	202	202	203	203	成长能力					
股本	781	781	781	781	781	营业收入	27.5%	-6.3%	-24.5%	4.4%	2.0%
资本公积	2,415	2,418	2,418	2,418	2,418	营业利润	-38.3%	89.3%	273.1%	45.3%	27.8%
留存收益	1,777	1,854	2,529	3,249	4,123	归属于母公司净利润	-49.2%	47.1%	482.2%	46.8%	28.2%
其他	(6)	(6)	(11)	(11)	(11)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,070</b>	<b>5,249</b>	<b>5,919</b>	<b>6,639</b>	<b>7,514</b>	毛利率	6.1%	5.5%	11.7%	12.2%	13.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,773</b>	<b>14,751</b>	<b>14,705</b>	<b>15,575</b>	<b>16,406</b>	净利率	0.3%	0.5%	4.1%	5.8%	7.3%
						ROE	1.6%	2.3%	12.5%	16.3%	18.5%
						ROIC	0.9%	2.2%	8.2%	10.1%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	63.2%	64.4%	59.8%	57.4%	54.2%
净利润	23	107	675	991	1,270	净负债率	74.4%	71.4%	49.3%	32.3%	10.6%
折旧摊销	563	465	727	811	890	流动比率	0.56	0.67	0.70	0.80	0.98
财务费用	280	263	383	372	362	速动比率	0.48	0.59	0.63	0.74	0.91
投资损失	2	(5)	(18)	(60)	(113)	营运能力					
营运资金变动	522	(198)	309	44	(41)	应收账款周转率	94.1	86.9	60.2	57.8	58.3
其它	(773)	157	51	0	6	存货周转率	36.7	31.8	23.6	26.7	27.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>617</b>	<b>789</b>	<b>2,127</b>	<b>2,158</b>	<b>2,375</b>	总资产周转率	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1
资本支出	(901)	(362)	(930)	(800)	(387)	每股指标(元)					
长期投资	29	16	0	0	0	每股收益	0.10	0.15	0.86	1.27	1.63
其他	484	(164)	18	60	114	每股经营现金流	0.79	1.01	2.72	2.76	3.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>(387)</b>	<b>(509)</b>	<b>(912)</b>	<b>(741)</b>	<b>(273)</b>	每股净资产	6.36	6.46	7.32	8.24	9.36
债权融资	(533)	534	(15)	7	(4)	估值比率					
股权融资	0	3	0	0	0	市盈率	134.4	91.4	15.7	10.7	8.3
其他	136	(341)	(611)	(527)	(816)	市净率	2.1	2.1	1.9	1.6	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(397)</b>	<b>196</b>	<b>(626)</b>	<b>(520)</b>	<b>(819)</b>	EV/EBITDA	14.6	14.8	7.3	5.9	5.1
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.4	29.1	11.7	9.0	7.4
<b>现金净增加额</b>	<b>(167)</b>	<b>475</b>	<b>589</b>	<b>898</b>	<b>1,283</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)