

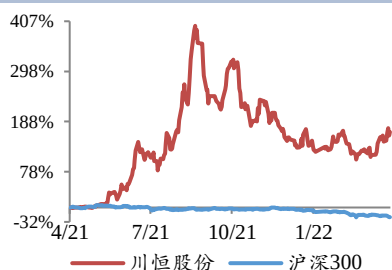
磷化工高景气度维系，新能源项目加速推进

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-25

收盘价（元） 26.30
近 12 个月最高/最低（元） 49.40/9.80
总股本（百万股） 488
流通股本（百万股） 487
流通股比例（%） 99.68
总市值（亿元） 128
流通市值（亿元） 128

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

4月16日，川恒股份发布2021年年报及2022年一季报，2021年公司实现营业收入25.30亿元，同比增长42.36%；归母净利润3.68亿元，同比增长157.88%；扣除非经常性损益后的归母净利润为3.43亿元，同比增长201.41%。公司2022Q1实现营业收入6.09亿元，同比上升57.12%；归母净利润1.04亿元，同比上升205.13%；扣非净利润1.02亿元，同比上升326.36%。同时，公司披露非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过35.3亿元，投资用于中低品位磷矿综合利用生产12万吨/年食品级净化磷酸项目、10万吨/年食品级净化磷酸项目、鸡公岭磷矿新建250万吨/年采矿工程项目、补充流动资金及偿还银行贷款。

● 经营业绩创历史新高，磷化工产品维持高景气度

2021年公司经营业绩创历史新高，盈利水平大幅提升。公司实现营业收入25.30亿元，较上年同期增加42.36%；归属于上市公司股东的净利润3.68亿元，较上年同期增加157.88%。2022Q1实现营业收入6.09亿元，同比上升57.12%；归母净利润1.04亿元，同比上升205.13%。公司年度业绩创历史新高，主要系公司磷化工产品维持高景气度，主营产品产量稳中有升，产品价格大幅上涨。2021年公司主要产品整体产量稳定，磷矿石销售量同比大幅增长，同时由于疫情所导致的供需失衡以及“能耗双控”等环保措施，相关产品价格出现大幅上涨。2021年公司饲料级磷酸二氢钙产量稳定，年产量32.32万吨，同比减少4.49%，2021年平均销售价格为3220元/吨，同比上涨40.47%；磷酸一铵产量为18.86万吨，同比增长3.26%，2021年平均销售价格为3501元/吨，同比上涨36.20%；2021年公司新增磷矿石生产销售业务，产量为246.49万吨，2021年平均销售价格为284元/吨，同比上涨32.35%。

图表1 2021年公司主要产品产量价格变化

主要产品	产量 (万吨)	同比 变化	上半年 均价 (元/吨)	下半年 均价 (元/吨)	同比 变化
饲料级 磷酸二 氢钙	32.32	-4.49%	2677.96	3761.64	40.47%
磷酸 一铵	18.86	3.26%	2964.77	4037.91	36.20%
磷矿石 (自产)	246.49	100.00%	244.62	323.75	32.35%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

磷矿石放量贡献业绩，公司毛利率显著改善。2021 年公司收购福泉磷矿矿业权及相关资产后，自用磷矿石得到有力保障，加上磷矿石销售单价上升，磷矿石毛利率同比实现大幅增长。2021 年磷化工行业受疫情与环保政策的影响，公司主要产品出现成本急剧上升的态势，其中饲料级磷酸二氢钙毛利率为 28.79%，同比提升 0.82 个百分点，磷酸一铵毛利率为 26.28%，同比下滑 7.16 个百分点，磷矿石生产销售业务毛利率达到 61.99%，磷矿石从 2021 年开始逐渐放量并贡献业绩，磷矿石在实现完全自供后磷化工产品生产成本同比下降，因此抵消了部分其他产品成本上涨带来的不利影响，全年主营产品的毛利率达到 28.37%，较上一年提升了 15.28 个百分点。

图表 2 2021 年公司主要产品毛利率及变动

主要产品	毛利率	同比变化
饲料级磷酸二氢钙	28.79%	上升 0.82 个百分点
磷酸一铵	26.28%	下降 7.16 个百分点
磷矿石（自产）	61.99%	上升 100.00 个百分点
主营业务毛利率	28.37%	上升 15.28 个百分点

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 推进矿化一体发展模式，拓展产品结构做大做强

公司加速开发上游磷矿资源，推进矿化一体发展模式。目前公司拥有小坝磷矿、新桥磷矿、鸡公岭磷矿采矿权，参股公司天一矿业持有老虎洞采矿权，四个矿的磷矿保有资源储量为 53064.12 万吨。2021 年公司磷矿石开采量达到 246.49 万吨，一方面满足了公司自身 105 万吨的磷矿石需求，减少了公司的上游成本，同时新增磷矿石生产销售业务，2021 年公司对外销售磷矿石 105 万吨，实现销售收入 3.09 亿元。由于磷矿石本身的不可再生资源特性以及国家环保政策的影响，未来磷矿石资源的稀缺性会逐渐显现，公司在完成新桥磷矿、鸡公岭磷矿采矿权及资产的收购后，磷矿石产能实现跨越式增长，产能达到 250 万吨/年，后续公司也将继续扩大，鸡公岭 250 万吨/年的磷矿石产能也将逐步释放，老虎洞磷矿 500 万吨/年磷矿项目也在加速推进建设。

公司积极向下游延伸，拓展磷化工产品结构。磷酸二氢钙市场需求不断增长，2021 年公司拥有磷酸二氢钙产能 36 万吨/年，在建产能 15 万吨/年，拥有磷酸一铵产能 17 万吨/年，同时公司的半水-二水湿法磷酸及深加工项目，预计项目 2022 年 12 月底可完成投产，部分建设内容预计将于 2022 年下半年逐步投产。整个项目涉及终端产品包括 20 万吨/年半水-二水湿法磷酸、10 万吨的食品级净化磷酸、15 万吨的饲料级磷酸二氢钙以及 65.98 万吨的建筑石膏粉产能。此外，公司目前拥有年产 20 万吨/年的硫磺制酸产能，同时规划的年产 30 万吨硫铁矿制酸项目预计于 2022 年 5 月建成投产，届时公司的产业链将进一步延伸，磷化工产品成本有望进一步降低，并将依靠上游磷矿石的资源优势，在磷化工领域拓展产品结构，有望继续做大做强。

图表 3 公司主要产品产能情况

主要产品	已有产能	产能利用率	在建产能
磷酸二氢钙 (福泉工厂)	30 万吨/年	96.10%	15 万吨/年
磷酸二氢钙 (什邡工厂)	6 万吨/年	58.17%	
磷酸一铵	17 万吨/年	110.94%	-
磷矿石	250 万吨/年	98.60%	250+500 万吨/年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 公司主要中间产品产能增加情况

中间产品	在建产能	预计完成时间
半水-二水湿法磷酸	20 万吨/年	2022 年 12 月底
硫酸	30 万吨/年	2022 年 5 月

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 拟募资不超过 35 亿元，加快建设净化磷酸及采矿工程项目

4 月 16 日，公司发布非公开发行 A 股股票预案，拟发行股票数量不超过 1.00 亿股，占公司 2022 年 3 月 31 日股本总额的 20.47%，未超过 30%。本次发行募集资金总额不超过 35.29 亿元，扣除发行费用后的净额拟投资于以下项目：(1) 中低品位磷矿综合利用生产 12 万吨/年食品级净化磷酸项目，项目投资额 12.95 亿元，拟投入募集资金 12.01 亿元；(2) 10 万吨/年食品级净化磷酸项目，项目投资额 6.59 亿元；(3) 鸡公岭磷矿新建 250 万吨/年采矿工程项目，项目投资额 10.56 亿元，拟投入募集资金 7.19 亿元；(4) 补充流动资金，项目投资额 2.00 亿元，拟投入募集资金 2.00 亿元；(5) 偿还银行贷款，项目投资额 8.00 亿元，拟投入募集资金 8.00 亿元。

本次发行完成后，公司的资产规模与净资产规模将同时增加，有望进一步提升公司的资金实力，并为后续发展提供有力保障；同时公司的资产负债率有望降低，公司的业务经营将更加稳健，抵御财务风险的能力将进一步增强。

● 加速布局新能源材料领域，打造未来第二增长曲线

公司积极布局磷系、氟系新能源材料，战略转型将为公司带来新的利润增长点。公司确定了“以资源为基础，以循环经济为中心，以技术为手段，从传统化工领域向新能源材料方向的转型升级”的战略，积极布局磷系电池正极材料，包括磷酸铁以及磷酸铁锂，以及氟系电解液材料。公司同福泉市人民政府、国轩集团共同投资 100 亿元，建设了“矿化一体”新能源材料循环产业项目基地，项目分两期，一期项目计划建设期为 2021 年 3 月-2024 年 3 月，二期项目计划建设期为计划建设期为 2024 年 4 月-2026 年 4 月，全部建成投产后，将形成年产 100 万吨以上的磷酸铁、年产 20 万吨食品级净化磷酸、年产 10 万吨磷酸铁锂产能，年产 4

万吨电池用六氟磷酸锂产能。同时公司同贵州省瓮安县与欣旺达也规划了“矿化一体”新能源材料循环产业项目，项目同样分为两期，一期项目的计划建设期为2021年12月-2024年年初，二期项目的计划建设期为2024年-2025年年底。其中，一期项目投资约35亿元，建设30万吨/年电池用磷酸铁生产线、20万吨/年食品级净化磷酸生产线、3万吨/年无水氟化氢生产线及配套装置项目；二期项目投资约35亿元，建设30万吨/年电池用磷酸铁生产线、20万吨/年食品级净化磷酸生产线、3万吨/年无水氟化氢生产线及配套装置项目，项目建成后将形成60万吨/年电池用磷酸铁生产线、40万吨/年食品级净化磷酸生产线、6万吨/年无水氟化氢的产能。公司大力发展新能源材料，积极把握新能源材料行业的发展机会，不断丰富产品结构，未来有望将新能源材料打造为第二增长曲线，为公司带来新的利润增量。

图表5 公司新能源相关项目产品产能规划

合作项目	项目阶段	主要产品	规划产能
福泉市矿化一体新能源材料循环产业项目 (含国轩集团合作的50万吨/年的磷酸铁产能)	一期项目 (2021.3-2024.3)	电池级磷酸铁 (龙昌工厂)	20万吨/年
		电池用磷酸铁	40万吨/年
		食品级净化磷酸	10万吨/年
		六氟磷酸锂	2万吨/年
	二期项目 (2024-2026)	电池级磷酸铁锂	10万吨/年
		电池用磷酸铁	40万吨/年
		食品级净化磷酸	10万吨/年
		六氟磷酸锂	2万吨/年
矿化一体新能源材料循环产业项目 (公司与瓮安县、欣旺达合作)	一期项目 (2021.12-2024年初)	电池用磷酸铁	30万吨/年
		食品级净化磷酸	20万吨/年
		无水氟化氢	3万吨/年
	二期项目 (2024年-2025年底)	电池用磷酸铁	30万吨/年
		食品级净化磷酸	20万吨/年
		无水氟化氢	3万吨/年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 投资建议

公司作为国内磷化工企业，随着磷化工行业高景气度维系以及公司产品产能的不断扩张，公司业绩有望继续实现增长；加上公司开启战略转型，大力布局新能源材料，业务结构将不断改善，公司长期发展将被注入新动力。预计公司 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.98、13.62、18.72 亿元，同比增速为 117.0%、70.7%、37.5%，对应 PE 分别为 19、11、8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

产品价格大幅下跌的风险；项目建设进度不及预期的风险；项目审批进度不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2530	4880	7427	10375
收入同比（%）	42.4%	92.9%	52.2%	39.7%
归属母公司净利润	368	798	1362	1872
净利润同比（%）	157.9%	117.0%	70.7%	37.5%
毛利率（%）	28.4%	27.8%	29.4%	29.9%
ROE（%）	10.3%	10.2%	14.8%	16.9%
每股收益（元）	0.75	1.36	2.31	3.18
P/E	32.79	19.39	11.36	8.27
P/B	3.39	1.97	1.68	1.40
EV/EBITDA	20.83	13.10	9.18	7.27

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2479	5618	5719	6303	营业收入	2530	4880	7427	10375
现金	1220	3638	2853	2451	营业成本	1812	3524	5246	7273
应收账款	157	227	370	548	营业税金及附加	52	52	61	115
其他应收款	9	24	30	43	销售费用	39	78	163	291
预付账款	64	121	174	249	管理费用	124	226	379	583
存货	351	718	1031	1440	财务费用	46	55	37	52
其他流动资产	678	890	1261	1572	资产减值损失	0	-39	-40	-45
非流动资产	4444	6395	8418	10639	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	1173	1207	1240	1285	投资净收益	10	17	5	82
固定资产	994	1916	2850	3886	营业利润	438	859	1409	1939
无形资产	1158	2245	3280	4339	营业外收入	1	1	0	1
其他非流动资产	1119	1028	1048	1128	营业外支出	3	2	2	1
资产总计	6923	12013	14137	16941	利润总额	436	858	1408	1938
流动负债	1321	1737	2231	2851	所得税	51	42	12	15
短期借款	329	329	329	329	净利润	385	815	1396	1924
应付账款	333	473	743	1115	少数股东损益	17	17	34	51
其他流动负债	659	935	1159	1407	归属母公司净利润	368	798	1362	1872
非流动负债	1864	2222	2457	2717	EBITDA	628	1102	1685	2218
长期借款	717	1076	1310	1570	EPS (元)	0.75	1.36	2.31	3.18
其他非流动负债	1147	1147	1147	1147					
负债合计	3185	3959	4688	5568					
少数股东权益	179	196	230	281					
股本	488	588	588	588					
资本公积	1583	4983	4983	4983					
留存收益	1488	2286	3648	5520					
归属母公司股东权	3559	7857	9219	11092					
负债和股东权益	6923	12013	14137	16941					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	80	928	1422	1926	成长能力				
净利润	368	798	1362	1872	营业收入	42.4%	92.9%	52.2%	39.7%
折旧摊销	157	188	248	322	营业利润	145.1%	95.9%	64.1%	37.6%
财务费用	52	68	77	84	归属于母公司净利	157.9%	117.0%	70.7%	37.5%
投资损失	-10	-17	-5	-82	获利能力				
营运资金变动	-494	-172	-336	-379	毛利率 (%)	28.4%	27.8%	29.4%	29.9%
其他经营现金流	870	1034	1775	2362	净利率 (%)	14.5%	16.4%	18.3%	18.0%
投资活动现金流	-1633	-2301	-2365	-2505	ROE (%)	10.3%	10.2%	14.8%	16.9%
资本支出	-1917	-2117	-2266	-2539	ROIC (%)	7.0%	8.2%	11.6%	13.0%
长期投资	275	-167	-90	-31	偿债能力				
其他投资现金流	9	-17	-9	66	资产负债率 (%)	46.0%	33.0%	33.2%	32.9%
筹资活动现金流	2249	3790	158	177	净负债比率 (%)	85.2%	49.2%	49.6%	49.0%
短期借款	91	0	0	0	流动比率	1.88	3.23	2.56	2.21
长期借款	662	359	235	260	速动比率	1.56	2.75	2.02	1.62
普通股增加	0	100	0	0	营运能力				
资本公积增加	8	3400	0	0	总资产周转率	0.37	0.41	0.53	0.61
其他筹资现金流	1488	-68	-77	-84	应收账款周转率	16.13	21.45	20.06	18.93
现金净增加额	693	2418	-785	-402	应付账款周转率	5.44	7.45	7.06	6.52

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.75	1.36	2.31	3.18	P/E	32.79	19.39	11.36	8.27
每股经营现金流薄)	0.16	1.58	2.42	3.27	P/B	3.39	1.97	1.68	1.40
每股净资产	7.29	13.35	15.67	18.85	EV/EBITDA	20.83	13.10	9.18	7.27

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。