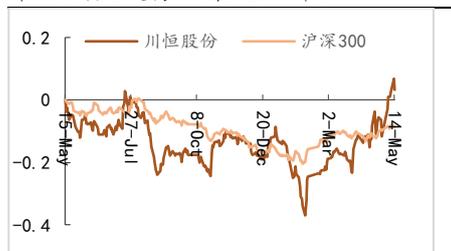


评级： 买入

翟绪丽
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522010001
zhaixuli@sczq.com.cn
电话：010-81152683

甄理
化工行业研究助理
zhenli@sczq.com.cn
电话：010-81152643

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	22.32
一年内最高/最低价 (元)	23.20/13.14
市盈率 (当前)	16.29
市净率 (当前)	2.14
总股本 (亿股)	5.42
总市值 (亿元)	120.98

资料来源：聚源数据

核心观点

- **事件：川恒股份发布 2023 年度报告，2023 年公司实现营业收入 43.20 亿元，同比增长 25.30%；实现归母净利润 7.66 亿元，同比增加 1.02%；2023Q4 公司实现营业收入 12.48 亿元，同比增加 25.81%，环比增加 4.72%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比增加 62.76%，环比增加 25.98%。**
 - **磷矿石价格高位，磷矿自给率提升，全年盈利保持增长。**
2023 年磷矿石价格呈现“V 型”走势，2023Q2 随着农化产品进入淡季，下游磷肥开工率下降，需求不足，磷矿石价格较高位有所松动。此后随着秋季用肥的启动，下半年磷矿石（30%）价格逐步回升至 1000 元/吨以上。根据百川盈孚数据，2023 年磷矿石均价为 990 元/吨，同比增长 10.2%。公司磷矿产量持续提升，2023 年磷矿石开采总量达到 299.20 万吨，较 2022 年（251.20 万吨）增加 48 万吨。得益磷矿的不断放量，以及磷矿价格维持高位，公司 2023 年归母净利润实现正增长。根据百川盈孚数据，磷酸二氢钙、磷酸一铵全年均价为分别 3549.54 元/吨、4701.78 元/吨，分别同比下降 23.52%、13.50%。根据公司年报全年磷酸二氢钙、磷酸一铵销量分别为 31.98 万吨、22.99 万吨，分别同比-0.1%和+41.59%。公司传统化工品价格有所下滑，磷酸二氢钙销量保持平稳，一铵销量有所提升。
 - **广西项目陆续完工，未来增量可期。**
报告期内广西基地的部分项目陆续完工，有望在未来逐步放量。报告显示，广西基地的 15 万吨/年磷酸二氢钙、10 万吨/年净化磷酸、3 万吨/年无水氟化氢以及 10 万吨/年磷酸均在 2023 年完成建设。项目投产后有望巩固公司现有产品优势，并通过新产品的导入，补强产业链，广西项目有望成为新的利润增长点。
 - **分红比例大幅提升，持续回馈股东。**
根据公司 2023 年度利润分配公告，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10.00 元（含税），在考虑“川恒转债”转股的情况下，预计分红总额不会超过 5.95 亿元，以此计算分红比例达到 77.7%。在归母净利润平稳增长的背景下，公司显著提升分红比例，展现公司对股东回报的重视。
- 投资建议：**
我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.36/12.06/14.85 亿元，EPS 分别为 1.73/2.22/2.74 元，对应 PE 分别为 13/10/8 倍。考虑公司磷矿资源丰富，磷矿石自给率不断提升，远期磷矿石增量较大，并向新材料领域积极拓展，未来成长空间广阔，维持“买入”评级。- **风险提示：磷矿石产品价格下跌，新项目投产不及预期。**

盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	43.20	51.97	63.28	74.44
营收增速(%)	25.3%	20.3%	21.8%	17.6%
归母净利润(亿元)	7.66	9.36	12.06	14.85
归母净利润增速(%)	1.1%	22.1%	28.9%	23.2%
EPS(元/股)	1.41	1.73	2.22	2.74
PE	15.79	12.93	10.04	8.14

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,137	4,301	5,804	7,290	经营活动现金流	528	1,199	1,612	1,952
现金	2,249	2,202	3,109	4,060	净利润	766	936	1,205	1,486
应收账款	250	290	375	435	折旧摊销	361	474	499	497
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	169	56	66	61
预付账款	58	100	121	134	投资损失	23	21	21	21
存货	776	902	1,158	1,460	营运资金变动	-814	-420	-253	-186
其他	337	383	490	574	其它	0	106	38	30
非流动资产	7,887	8,191	8,100	8,259	投资活动现金流	-983	-650	-407	-655
长期投资	1,327	1,327	1,327	1,327	资本支出	-1,115	-786	-388	-633
固定资产	4,319	4,108	3,912	3,730	长期投资	-8	0	0	0
无形资产	1,362	1,848	1,933	2,252	其他	140	136	-19	-22
其他	476	468	488	510	筹资活动现金流	1,007	-596	-298	-346
资产总计	12,024	12,492	13,904	15,549	短期借款	346	324	324	324
流动负债	2,939	3,158	3,901	4,648	长期借款	-10	25	25	25
短期借款	1,008	1,307	1,605	1,904	其他	94	-1,307	-937	-583
应付账款	745	793	1,083	1,359	现金净增加额	552	-47	908	951
其他	159	159	159	159					
非流动负债	2,764	2,789	2,814	2,839	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,561	1,586	1,611	1,636	成长能力				
其他	228	228	228	228	营业收入	25.3%	20.3%	21.8%	17.6%
负债合计	5,703	5,947	6,715	7,487	营业利润	0.2%	21.9%	28.7%	23.2%
少数股东权益	562	590	625	668	归属母公司净利润	1.1%	22.1%	28.9%	23.2%
归属母公司股东权益	5,759	5,955	6,564	7,394	获利能力				
负债和股东权益	12,024	12,492	13,904	15,549	毛利率	39.0%	36.8%	37.8%	38.7%
					净利率	18.3%	18.5%	19.6%	20.5%
					ROE	12.1%	14.3%	16.8%	18.4%
					ROIC	12.1%	12.8%	14.9%	16.2%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	4,320	5,197	6,328	7,444	资产负债率	47.4%	47.6%	48.3%	48.1%
营业成本	2,633	3,287	3,937	4,563	净负债比率	64.6%	67.3%	65.8%	62.7%
营业税金及附加	123	131	159	196	流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
营业费用	74	83	101	119	速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
研发费用	101	120	146	171	营运能力				
管理费用	245	296	354	417	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
财务费用	132	56	66	61	应收账款周转率	18.9	19.2	19.0	18.4
资产减值损失	-24	-24	-24	-24	应付账款周转率	3.5	4.3	4.2	3.7
公允价值变动收益	2	2	2	2	每股指标(元)				
投资净收益	-23	-23	-23	-23	每股收益	1.41	1.73	2.22	2.74
营业利润	971	1,184	1,525	1,878	每股经营现金	0.97	2.21	2.97	3.60
营业外收入	5	5	4	4	每股净资产	10.62	10.99	12.11	13.64
营业外支出	10	10	10	10	估值比率				
利润总额	966	1,179	1,519	1,872	P/E	15.79	12.93	10.04	8.14
所得税	177	216	278	343	P/B	2.10	2.03	1.84	1.64
净利润	789	963	1,241	1,529					
少数股东损益	22	27	35	44					
归属母公司净利润	766	936	1,206	1,485					
EBITDA	1,459	1,709	2,084	2,430					
EPS (元)	1.41	1.73	2.22	2.74					

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 3 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1 年化工实业工作经验，2022 年 6 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现