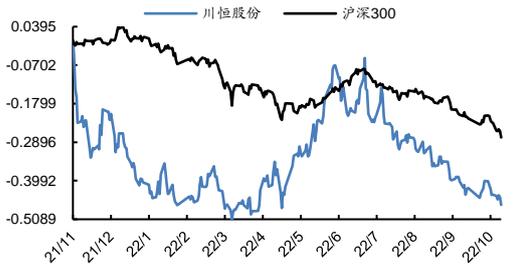


研究所  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：刘学 S0350122060018  
 liux08@ghzq.com.cn

## 磷矿石景气延续，新能源项目加速落地 ——川恒股份（002895）点评报告

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2022/10/28

表现	1M	3M	12M
川恒股份	-5.1%	-29.4%	-45.0%
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%

### 市场数据

2022/10/28

当前价格(元)	21.92
52周价格区间(元)	19.70-44.44
总市值(百万)	10,978.19
流通市值(百万)	10,793.77
总股本(万股)	50,082.97
流通股本(万股)	49,241.67
日均成交额(百万)	130.21
近一月换手(%)	1.18

《川恒股份2022年中报点评：营收利润大幅增长，新能源项目投产在即（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2022-07-31

《——川恒股份（002895）事件点评：磷矿石及硫酸产能提升，成本优势进一步增强（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-06-13

《营收利润稳步增长，“矿化一体”新能源项目持续推进（买入）\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——2022-04-17

《——川恒股份（002895）事件点评：携手欣旺达，第二个“矿化一体”项目落地（买入）\*化学

### 事件：

2022年10月28日，公司发布2022年三季报：2022年前三季度，公司实现营业收入24.56亿元，同比+46.93%；实现归母净利润5.89亿元，同比+178.13%；加权平均净资产收益率为14.87%，同比上升7.99个pct。销售毛利率45.15%，同比上升13.66个pct；销售净利率24.91%，同比上升11.51个pct；经营活动现金流量1.78亿元。

其中，2022年Q3实现营收8.69亿元，同比+30.56%，环比-11.15%；实现归母净利润2.19亿元，同比+103.98%，环比-64.27%；ROE为5.37%，同比上升2.40个pct，环比下降1.62个pct。销售毛利率51.76%，同比上升13.18个pct，环比上升6.34个pct；销售净利率26.38%，同比上升9.08个pct，环比下降1.84个pct；经营活动现金流量1.75亿元。

### 投资要点：

#### ■ 公司业绩快速增长，磷矿石延续景气

公司2022年Q3实现营业收入8.69亿元，同比+30.56%，环比-11.15%；实现归母净利润2.19亿元，同比+103.98%，环比-64.27%。三季度以来，硫磺、合成氨等主要原材料价格从高位快速下降，公司主要产品磷酸二氢钙、磷酸一铵等价格也从高位回落，但仍高于去年同期价格水平。据百川盈孚，2022年Q3工业级磷酸一铵均价为6623元/吨，同比上涨27.63%，环比下降8.16%；磷酸二氢钙均价为4752元/吨，同比上涨22.02%，环比下降21.09%。磷矿石供需矛盾仍存，延续景气。2022年Q3磷矿石均价为1035元/吨，同比上涨66.29%，环比上涨30.64%。

从原料端来看，据wind数据，2022年Q3硫磺均价为1380元/吨，同比下降21.11%，环比下降62.69%；合成氨均价为3465元/吨，同比下降17.28%，环比下降25.41%；磷矿石均价1035元/吨，同比上涨66.29%，环比上涨30.64%。三季度以来公司主要原材料硫磺、合成氨等价格快速下行，但磷矿石价格仍维持高位。公司自有磷矿，具备成本优势，2022年Q3毛利率水平环比上升。

期间费用方面，2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别为

制品\*李永磊, 董伯骏》——2021-12-07

《——川恒股份(002895)事件点评: 布局磷酸铁锂, 构筑新能源材料一体化发展格局 (买入)\*  
化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2021-11-02

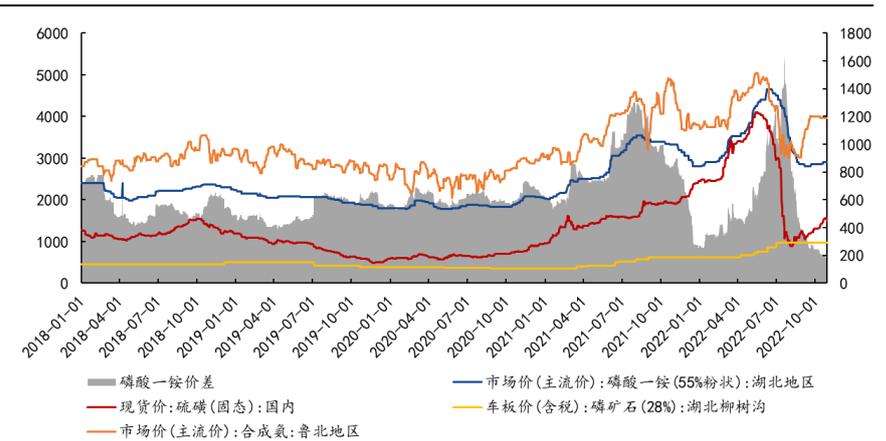
1.38%/7.02%/1.50%, 同比-3.12/-0.34/-0.76pct, 环比+0.26/+1.70/+0.58 pct。公司研发项目和研发投入增加, 研发费用率为2.65%, 同比+1.00pct, 环比+0.70pct。

表 1: 公司分业务数据

		2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022Q3
磷酸二氢钙	营业收入(亿元)	4.19	-4.19	3.65	-3.65	3.58	-3.58	7.16	
	毛利润(亿元)	1.10	-1.10	1.15	-1.15	1.15	-1.15	2.99	
	毛利率(%)	26.25%	26.25%	31.51%	31.51%	32.12%	32.12%	41.70%	
磷酸一铵	营业收入(亿元)	2.65	-2.65	2.40	-2.40	3.00	-3.00	3.56	
	毛利润(亿元)	0.80	-0.80	0.80	-0.80	0.91	-0.91	1.27	
	毛利率(%)	30.19%	30.19%	33.33%	33.33%	30.33%	30.33%	35.76%	
磷矿石	营业收入(亿元)		0.00	0.71	-0.71	0.92	-0.92	1.90	
	毛利润(亿元)					0.48	-0.48	1.41	
	毛利率(%)					52.17%	52.17%	74.05%	
磷酸	营业收入(亿元)							1.69	
	毛利润(亿元)							0.65	
	毛利率(%)							38.66%	
总计	营业收入(亿元)	7.96	9.53	8.05	9.72	10.06	15.24	15.87	8.69
	毛利润(亿元)	2.06	2.72	2.17	2.2	2.69	4.49	6.59	4.50
	毛利率(%)	25.82%	28.54%	26.92%	22.63%	26.80%	29.46%	41.53%	51.76%

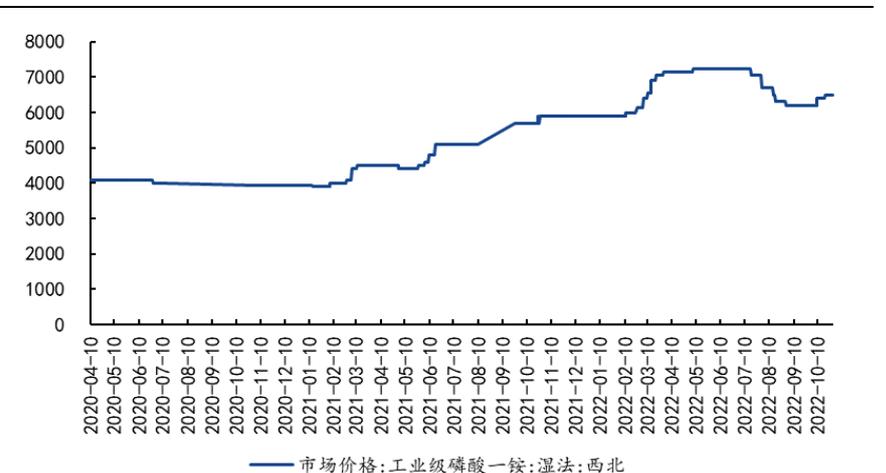
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 磷酸一铵(55%粉状)价格价差(元/吨)



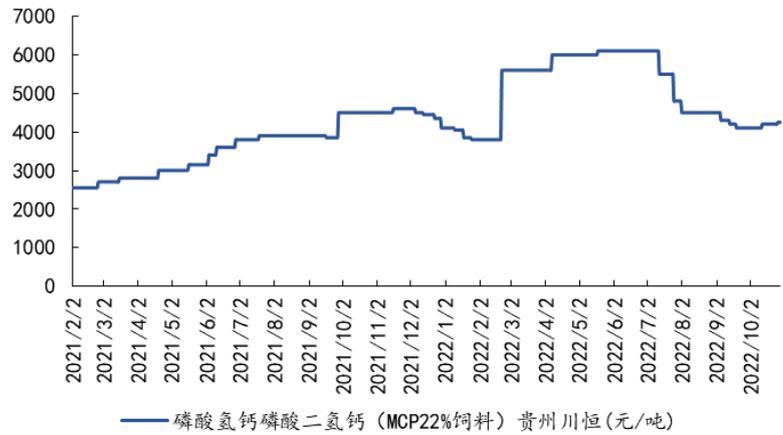
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 工业级磷酸一铵(湿法: 西北)价格(元/吨)



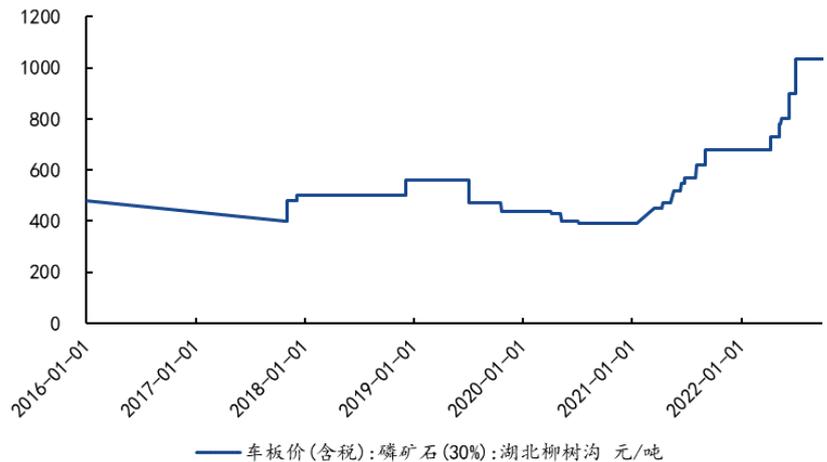
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 3: 磷酸二氢钙价格



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 4: 磷矿石价格



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

■ 磷矿石资源量进一步扩大, 矿体一体优势明显

随着磷矿资源不断开采及其不可再生性, 磷矿石价格或将维持高位。2021年, 公司控股子公司福麟矿业已完成新桥磷矿山、鸡公岭磷矿采矿权及相关资产收购, 福麟矿业已持有小坝磷矿采矿权、新桥磷矿山采矿权、鸡公岭磷矿采矿权三个采矿权。公司自有磷矿可满足生产需要, 并将富余磷矿石外销, 提升盈利能力。2022年6月, 公司控股子公司福麟矿业取得贵州省自然资源厅下发的《省自然资源厅关于批准贵州福麟矿业有限公司小坝磷矿山采矿权变更登记的通知》, 小坝磷矿山采矿权开采深度由1392米至1000米标高变更为1392米至700米标高, 矿区范围拐点不变, 生产规模由50万吨/年扩大至80万吨/年。小坝磷矿山原矿界准采标高范围内累计查明磷矿石总资源储量3007.84万吨, 扩界标高范围内累计查明磷矿石总资源

储量 1765.69 万吨。此次采矿权变更，扩大了公司磷矿石的资源储量，提高了磷矿石的生产规模，有利于进一步提高公司磷矿石的自给率，强化产业链一体化优势。公司现有磷矿石产能近 300 万吨/年，在建产能鸡公岭磷矿 250 万吨/年及参股公司天一矿业 500 万吨/年。

#### ■ 新能源项目持续推进，打开公司成长新空间

公司持续推进新能源转型。6 月 24 日公司发布公告，与国轩高科合资新设子公司“华冠新能源”，联合投资开展六氟磷酸锂研发、生产、销售和技术服务等业务。公司 9 月 16 日发布公告，恒越新能源 10 万吨/年电池用磷酸铁项目已投料试车成功。此外，公司积极推进广西鹏越 20 万吨/年半水-二水湿法磷酸及深加工项目，项目整体预计将于 2022 年 12 月底完工，其中湿法磷酸装置已于 8 月 31 日投料开车。据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2022 年 1-9 月，我国磷酸铁锂电池累计装车量 116.3GWh，占总装车量 60.1%，累计同比增长 159.8%。公司在磷酸铁产业链的产品配套日益完善，有望在新能源行业快速发展中获益，打开成长新的空间。

#### ■ 盈利预测和投资评级

公司矿体一体化优势明显，并将受益于新能源项目的快速落地。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 8.12、11.85、17.91 亿元，EPS 为 1.66、2.43、3.67 元/股，对应 PE 为 13、9、6 倍，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期；非公开发行程不确定性风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2530	3798	6134	12372
增长率(%)	42	50	62	102
归母净利润（百万元）	368	812	1184	1790
增长率(%)	158	121	46	51
摊薄每股收益（元）	0.75	1.66	2.42	3.67
ROE(%)	10	19	21	24
P/E	32.79	13.19	9.04	5.98
P/B	3.39	2.45	1.93	1.46
P/S	4.77	2.82	1.75	0.87
EV/EBITDA	20.83	10.71	7.36	4.54

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：川恒股份盈利预测表

证券代码:	002895				股价:	21.92		投资评级:	买入		日期:	2022/10/28	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	10%	19%	21%	24%	EPS	0.75	1.66	2.42	3.67				
毛利率	28%	36%	36%	32%	BVPS	7.29	8.95	11.37	15.04				
期间费率	8%	8%	8%	7%	<b>估值</b>								
销售净利率	15%	21%	19%	14%	P/E	32.79	13.19	9.04	5.98				
<b>成长能力</b>					P/B	3.39	2.45	1.93	1.46				
收入增长率	42%	50%	62%	102%	P/S	4.77	2.82	1.75	0.87				
利润增长率	158%	121%	46%	51%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	0.37	0.49	0.66	0.98	营业收入	2530	3798	6134	12372				
应收账款周转率	16.13	19.69	18.91	18.62	营业成本	1812	2419	3902	8432				
存货周转率	7.22	7.91	8.03	7.47	营业税金及附加	52	61	123	247				
<b>偿债能力</b>					销售费用	39	49	92	186				
资产负债率	46%	41%	36%	36%	管理费用	124	180	337	662				
流动比	1.88	1.49	1.48	1.59	财务费用	46	66	58	51				
速动比	1.56	1.08	0.88	0.86	其他费用/(-收入)	39	57	104	223				
					<b>营业利润</b>	<b>438</b>	<b>985</b>	<b>1548</b>	<b>2633</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业外净收支	-2	0	0	0				
现金及现金等价物	1480	835	260	284	<b>利润总额</b>	<b>436</b>	<b>985</b>	<b>1548</b>	<b>2633</b>				
应收款项	405	455	799	1630	所得税费用	51	148	232	395				
存货净额	351	480	764	1656	<b>净利润</b>	<b>385</b>	<b>837</b>	<b>1316</b>	<b>2238</b>				
其他流动资产	243	278	374	664	少数股东损益	17	25	132	448				
<b>流动资产合计</b>	<b>2479</b>	<b>2049</b>	<b>2197</b>	<b>4233</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>368</b>	<b>812</b>	<b>1184</b>	<b>1790</b>				
固定资产	994	1310	1562	1814									
在建工程	610	875	1189	1532	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	1668	2186	2771	3399	<b>经营活动现金流</b>	<b>80</b>	<b>890</b>	<b>1189</b>	<b>1620</b>				
长期股权投资	1173	1391	1522	1672	净利润	368	812	1184	1790				
<b>资产总计</b>	<b>6923</b>	<b>7811</b>	<b>9241</b>	<b>12650</b>	少数股东权益	17	25	132	448				
短期借款	329	300	17	0	折旧摊销	157	121	141	156				
应付款项	333	354	594	1311	公允价值变动	-7	0	0	0				
预收帐款	0	8	7	16	营运资金变动	-494	-134	-326	-825				
其他流动负债	659	711	869	1330	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1633</b>	<b>-1439</b>	<b>-1423</b>	<b>-1528</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>1321</b>	<b>1373</b>	<b>1487</b>	<b>2657</b>	资本支出	-1917	-1221	-1292	-1378				
长期借款及应付债券	1671	1671	1671	1671	长期投资	275	-218	-131	-150				
其他长期负债	193	193	193	193	其他	9	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>1864</b>	<b>1864</b>	<b>1864</b>	<b>1864</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2249</b>	<b>-95</b>	<b>-341</b>	<b>-68</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3185</b>	<b>3236</b>	<b>3350</b>	<b>4521</b>	债务融资	1000	-29	-283	-17				
股本	488	488	488	488	权益融资	145	0	0	0				
股东权益	3738	4575	5891	8129	其它	1104	-66	-58	-51				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6923</b>	<b>7811</b>	<b>9241</b>	<b>12650</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>693</b>	<b>-645</b>	<b>-575</b>	<b>24</b>				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。