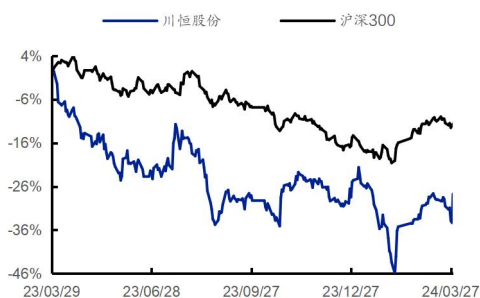


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

分红比例大幅提升，磷矿放量看好成长性

——川恒股份（002895）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
川恒股份	5.1%	-4.2%	-27.8%
沪深 300	0.6%	3.1%	-11.7%

市场数据

当前价格(元)	18.21
52 周价格区间(元)	13.14-26.69
总市值(百万)	9,870.47
流通市值(百万)	9,066.65
总股本(万股)	54,203.57
流通股本(万股)	49,789.42
日均成交额(百万)	306.89
近一月换手(%)	0.89

相关报告

《川恒股份（002895）三季报点评：Q3 业绩环比大幅提升，矿化一体持续推进（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-10-24

《川恒股份(002895.SZ)2022 年报点评：全年业绩高速增长，新能源产业链布局日益完善（买入）*农化制品*董伯骏，李永磊》——2023-04-04

《川恒股份（002895）点评报告：磷矿石景气延续，新能源项目加速落地（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2022-10-30

事件：

2024 年 3 月 29 日，川恒股份发布 2023 年报：2023 年公司实现营业收入 43.20 亿元，同比增长 25.30%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.66 亿元，同比增长 1.02%；加权平均净资产收益率为 16.44%，同比下降 2.70 个百分点。销售毛利率 39.04%，同比减少 5.89 个百分点；销售净利率 18.26%，同比减少 4.61 个百分点。

其中，公司 2023Q4 实现营收 12.48 亿元，同比+25.81%，环比+4.72%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比+62.76%，环比+25.98%；ROE 为 5.25%，同比增加 1.32 个百分点，环比增加 0.45 个百分点。销售毛利率 44.61%，同比增加 0.21 个百分点，环比增加 4.67 个百分点；销售净利率 22.55%，同比增加 4.71 个百分点，环比增加 3.17 个百分点。

投资要点：

■ 新建项目投产营收大幅增长，产品价格下降影响毛利率

2023 年公司实现营业收入 43.20 亿元，同比增长 25.30%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.66 亿元，同比增长 1.02%。公司营收大幅增长主要系公司新建生产装置陆续投产，新增产品磷酸铁及磷酸，固有产品磷酸一铵产销量同比上升，外销磷矿石量价齐升。2023 年公司磷酸一铵实现销量 22.99 万吨，同比增长 41.59%；磷矿石实现销量 75.42 万吨，同比增长 13.28%；磷酸实现销售 15.14 万吨。受到产品价格下降影响，公司毛利率有所下滑，利润增幅小于营收。2023 年公司饲料级磷酸二氢钙实现营收 12.03 亿元，同比-23.41%，毛利率 36.69%，同比下降 12.23 个百分点；磷酸一铵实现营收 9.32 亿元，同比+21.33%，毛利率 35.91%，同比下降 3.44 个百分点；磷酸实现营收 8.49 亿元，同比+233.34%，毛利率 29.15%，同比下降 6.38 个百分点。期间费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.71%/5.67%/2.34%/3.05%，同比 +0.03/-0.79/-0.85/+0.67pct。财务费用主要系银行贷款本金增加导致利息增加，以及募投项目转固，可转债利息计入所致。2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.28 亿元，同比-2.81%。

■ **2023Q4 利润同环比增长，磷矿石价格高位看好一季度业绩**

2023Q4，公司实现归母净利润 2.75 亿元，同比+1.06 亿元，环比+0.57 亿元；其中实现毛利润 5.57 亿元，同比+1.17 亿元，环比+0.81 亿元。公司毛利润增加，主要系磷矿石及磷酸等产品销量增加。据 wind 数据，2023Q4 磷矿石均价为 984 元/吨，同比-5.57%，环比+9.95%；工业级磷酸一铵均价为 5464 元/吨，同比-12.61%，环比+7.30%，价差 602 元/吨，同比-40.22%，环比-25.70%；磷酸二氢钙价格为 3451 元/吨，同比-15.32%，环比+3.19%，价差 1161 元/吨，同比-29.36%，环比-11.39%。期间费用方面，2023Q4 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.25/0.60/0.35/0.33 亿元，同比+0.00/-0.08/-0.23/-0.02 亿元，环比+0.07/+0.04/+0.13/-0.09 亿元。2023Q4 公司资产减值损失为-0.24 亿元，同比-0.24 亿元，环比-0.24 亿元，主要系存货跌价损失及合同履行成本减值损失。

据 wind 数据，2024 年一季度以来（截至 2024 年 3 月 28 日），工业级磷酸一铵均价为 5333 元/吨，同比-17.12%，环比-2.40%，价差 709 元/吨，同比-45.67%，环比+17.67%；磷酸二氢钙价格为 3463 元/吨，同比-9.64%，环比+0.33%，价差 1194 元/吨，同比-17.66%，环比+2.83%；磷酸价格为 6691 元/吨，同比-22.57%，环比-7.40%，价差 1339 元/吨，同比-55.77%，环比-27.02%。磷矿石均价为 1009 元/吨，同比-4.67%，环比+2.57%。2023 年底，公司广西磷酸二氢钙、净化磷酸、无水氟化氢等项目进入试生产，销量有望增长，同时磷矿石价格维持高位，看好一季度业绩。

■ **磷矿石资源优势持续扩张，看好公司长期成长**

公司控股子公司福麟矿业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。2023 年福麟矿业实现磷矿石开采总量 299.20 万吨，主要提供给公司自用，外销磷矿石 75.42 万吨。公司在建鸡公岭磷矿 250 万吨/年及参股公司天一矿业 500 万吨/年磷矿石产能，随着产能陆续释放，公司资源优势有望进一步增强。受益于新能源汽车及储能规模高速增长，叠加磷矿石供给增长有限，我国磷矿石市场价格维持高位。公司磷矿石储备丰富，有望在未来发展中获得长足竞争优势。

■ **注重股东回报，实施高水平现金分红**

2024 年 3 月 29 日，公司发布 2023 年度利润分配预案公告，以利润分配实施公告确定的股权登记日当日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 10.00 元（含税），假设在确定的股权登记日前“川恒转债”全部转股，公司总股本预计不会超过 595,010,983 股（不考虑股份回购对总股本的影响），按照每 10 股派发现金红利 10.00 元（含税），预计现金分红总额不会超过 595,010,983.00 元，分红比例达到 77.64%。公司实施较高的现金分红，维护公司价值和

股东权益。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.20、12.40、15.91 亿元，对应 PE 分别 10、8.0、6 倍，公司磷矿石产能逐步扩张，多项目有序推进，看好公司成长性，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；产品价格波动风险；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。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4320	5721	6506	7039
增长率(%)	25	32	14	8
归母净利润（百万元）	766	1020	1240	1591
增长率(%)	1	33	22	28
摊薄每股收益（元）	1.53	1.88	2.29	2.93
ROE(%)	13	16	18	20
P/E	12.45	9.68	7.96	6.20
P/B	1.79	1.58	1.42	1.24
P/S	2.38	1.73	1.52	1.40
EV/EBITDA	7.98	6.42	5.34	4.24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

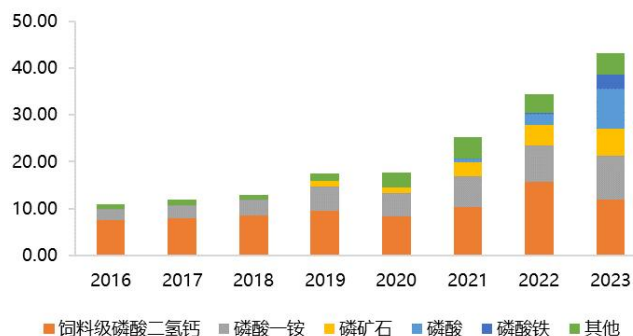
1、分产品经营数据

表 1: 主要产品市场价格变化情况 (元/吨) (截至 2024 年 3 月 28 日)

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	同比	环比
工业级磷酸一铵	价格	3825.00	4296.70	5289.67	5532.07	5964.44	7592.31	6617.93	6252.72	6434.44	5380.77	5092.39	5464.13	5332.95	-17.12%	-2.40%
	价差	1006.35	723.60	603.08	724.53	1325.82	1302.60	1191.62	1007.50	1304.56	807.88	810.64	602.30	708.73	-45.67%	17.67%
磷酸二氢钙	价格	2491.25	3037.90	3663.26	4297.18	3957.92	5760.89	4531.92	4075.40	3831.97	3539.11	3344.53	3451.21	3462.50	-9.64%	0.33%
	价差	1330.33	1532.39	1617.30	2196.16	1905.71	2899.13	1941.43	1644.12	1450.39	1306.76	1310.65	1161.42	1194.25	-17.66%	2.83%
磷酸	价格	5120.78	5811.79	9428.14	13234.40	10644.05	10995.26	9271.40	9429.63	8641.34	6726.47	6933.09	7226.02	6691.00	-22.57%	-7.40%
	价差	2350.65	2215.84	4529.43	8258.20	5726.29	4144.32	3169.99	3689.56	3027.31	1510.81	2156.36	1834.56	1338.89	-55.77%	-27.02%
磷矿石	价格	380.48	442.00	541.32	618.95	653.71	828.23	1048.36	1041.72	1058.42	1029.99	894.71	983.72	1009.00	-4.67%	2.57%

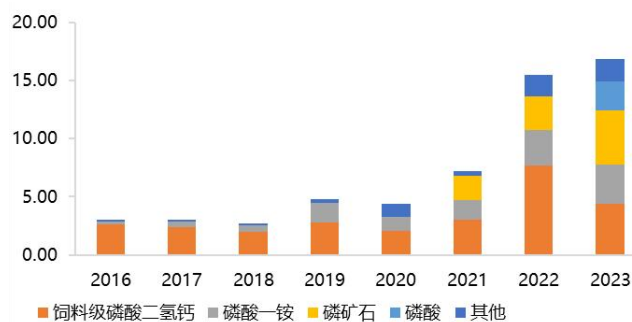
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品收入情况 (亿元)



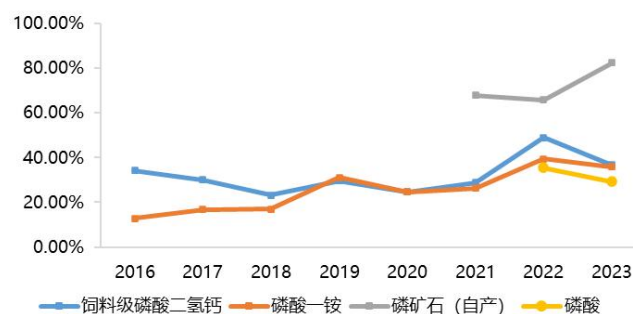
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 公司主要产品毛利情况 (亿元)



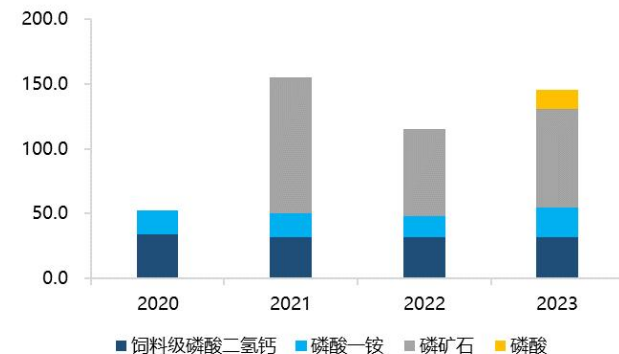
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 公司主要产品销量 (万吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、主要产品价格价差情况

图 5：工业级磷酸一铵价格价差情况（元/吨）

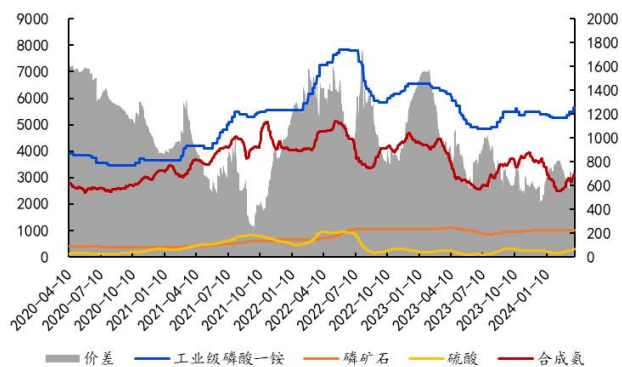
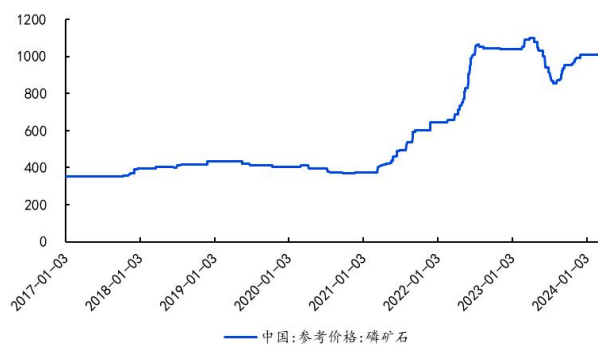


图 6：磷矿价格情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

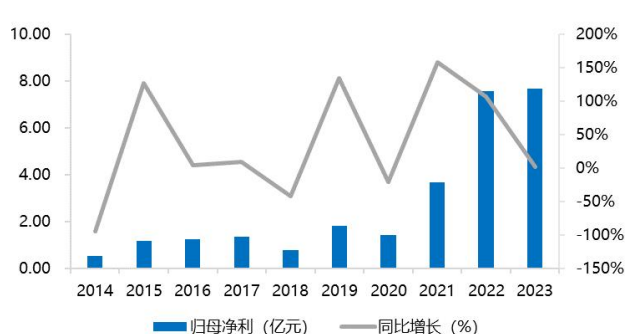
3、公司财务数据

图 7：2023 年营收同比上升 25.30%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年归母净利润同比上升 1.02%



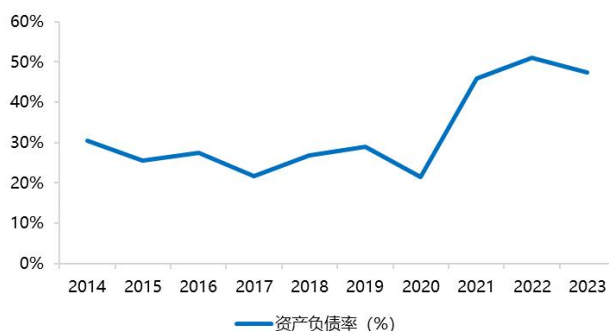
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年净资产收益率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年资产负债率下降



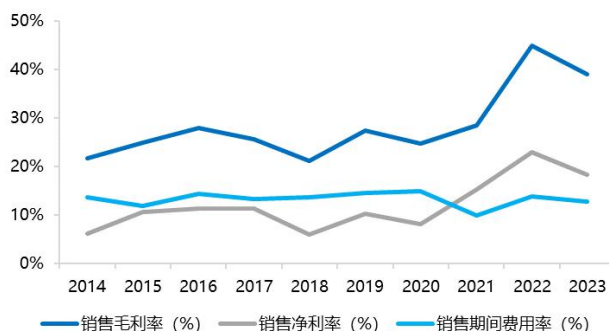
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年资产周转率为 38.98%



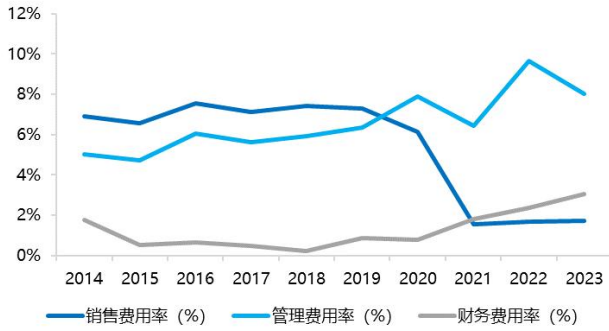
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023 年毛利率为 39.04%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 2023 年期间费用率下降



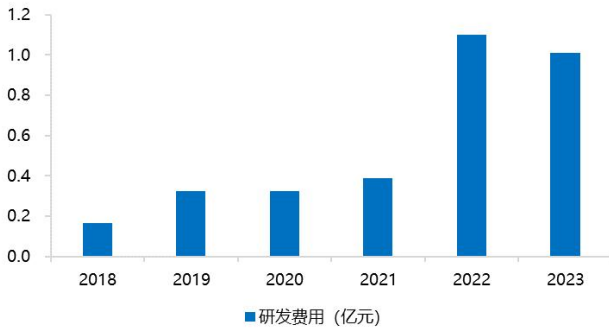
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年经营活动现金流净额 5.28 亿元



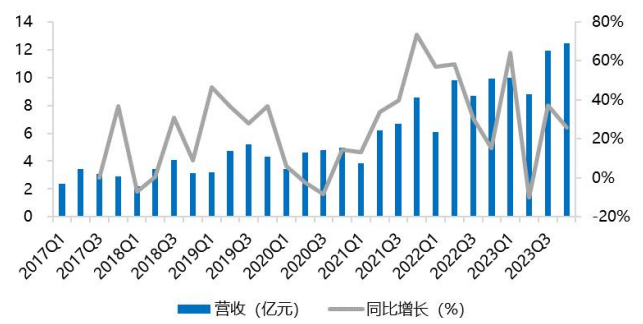
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年研发费用为 1.01 亿元



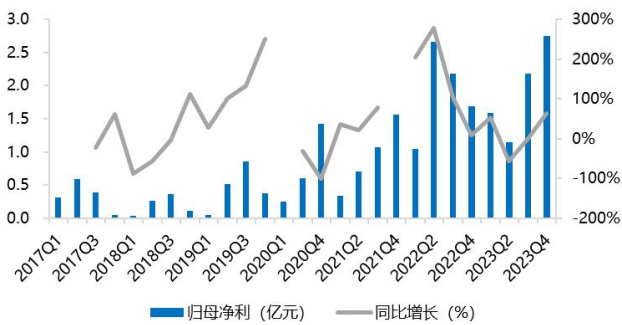
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023Q4 营收同比增长 25.81%



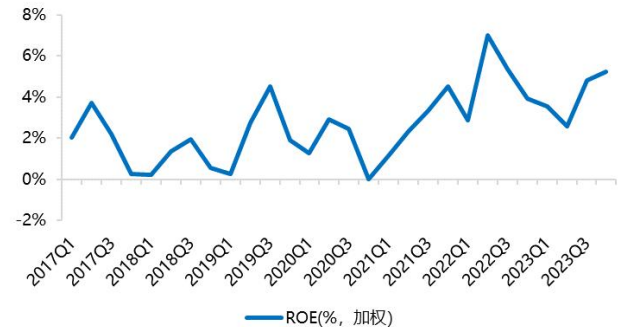
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023Q4 归母净利润同比增长 62.76%



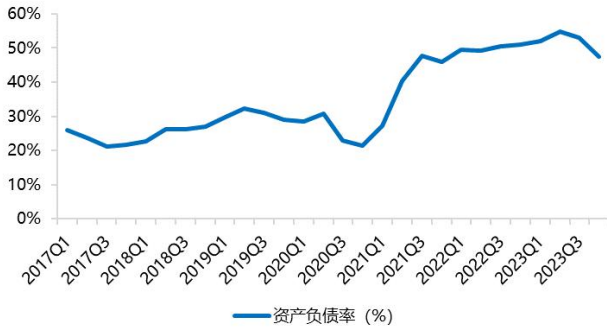
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度净资产收益率



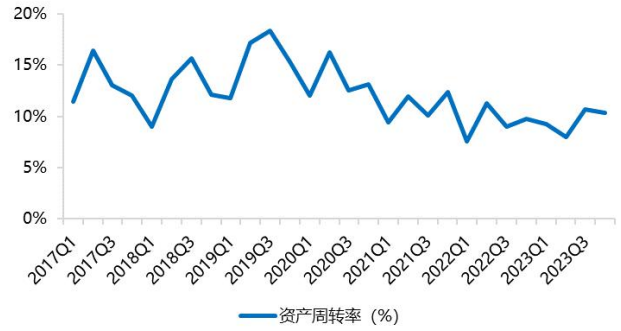
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产负债率



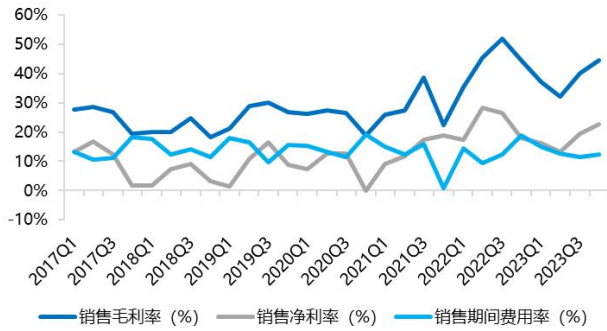
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度资产周转率



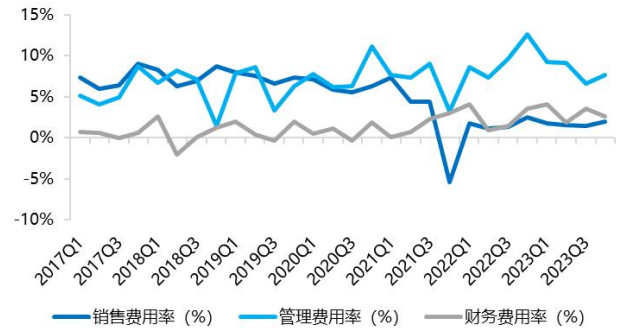
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度毛利率及净利率



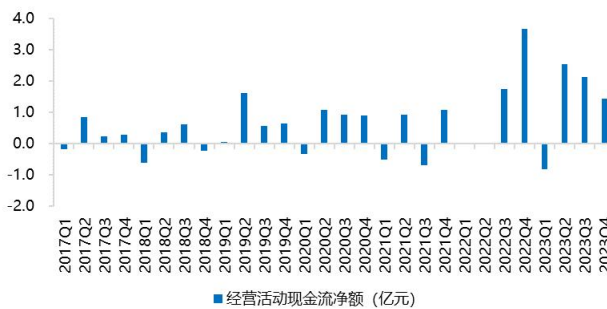
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度期间费用率



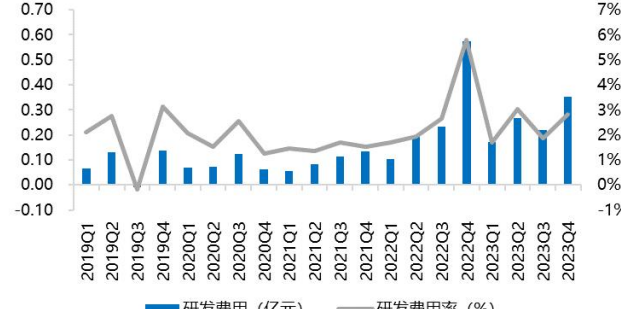
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 2023Q4 经营活动现金流净额 1.44 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)

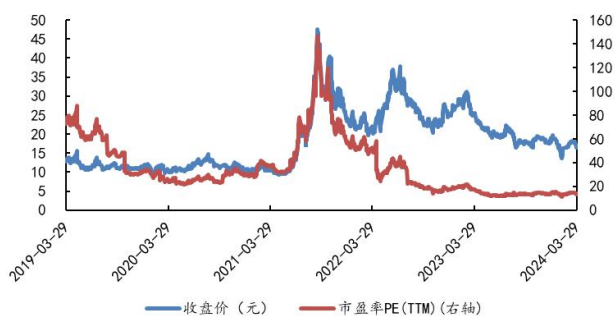
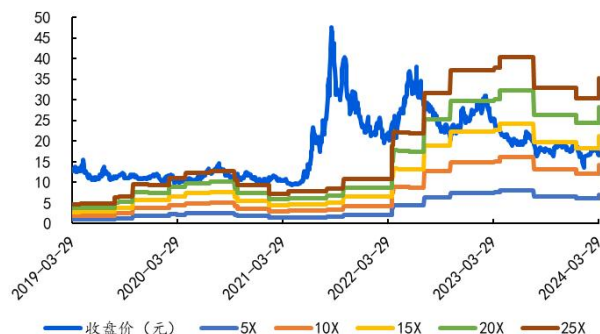


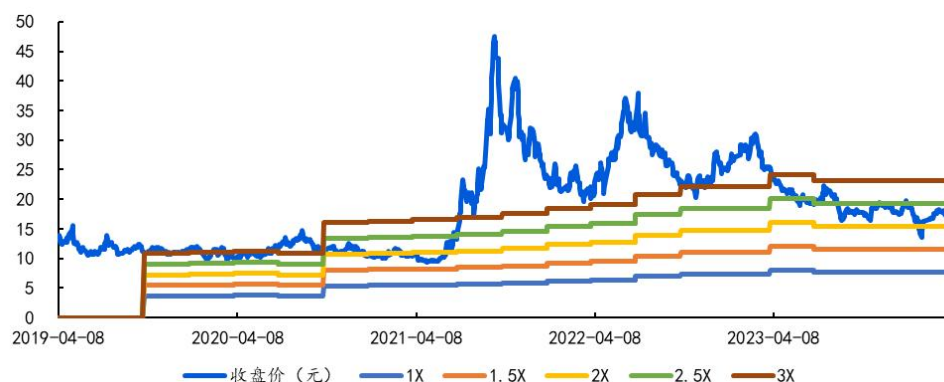
图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024 年 3 月 29 日)

资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024 年 3 月 29 日)

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024 年 3 月 29 日)

4、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.20、12.40、15.91 亿元, 对应 PE 分别 10、8.0、6 倍, 公司磷矿石产能逐步扩张, 多项目有序推进, 看好公司成长性, 维持“买入”评级。

5、风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 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。

附表：川恒股份盈利预测表

证券代码:	002895				股价:	18.21				投资评级:	买入				日期:	2024/03/29					
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E		每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力						每股指标															
ROE	13%	16%	18%	20%		EPS	1.53	1.88	2.29	2.93											
毛利率	39%	36%	37%	40%		BVPS	10.63	11.51	12.80	14.73											
期间费率	10%	9%	9%	9%		估值															
销售净利率	18%	18%	19%	23%		P/E	12.45	9.68	7.96	6.20											
成长能力						P/B	1.79	1.58	1.42	1.24											
收入增长率	25%	32%	14%	8%		P/S	2.38	1.73	1.52	1.40											
利润增长率	1%	33%	22%	28%																	
营运能力						利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E											
总资产周转率	0.36	0.42	0.45	0.46		营业收入	4320	5721	6506	7039											
应收账款周转率	17.25	16.86	16.96	16.97		营业成本	2633	3666	4127	4234											
存货周转率	5.56	4.90	4.82	5.21		营业税金及附加	123	154	172	176											
偿债能力						销售费用	74	94	107	113											
资产负债率	47%	50%	48%	43%		管理费用	245	315	358	380											
流动比	1.41	1.26	1.30	1.47		财务费用	132	126	131	121											
速动比	1.12	0.94	0.94	1.09		其他费用/(-收入)	101	103	111	113											
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		营业利润	971	1274	1513	1917											
现金及现金等价物	2249	2500	2500	2742		营业外净收支	-5	0	0	0											
应收款项	717	857	977	1075		利润总额	966	1274	1513	1917											
存货净额	776	1169	1350	1351		所得税费用	177	223	257	307											
其他流动资产	394	453	488	508		净利润	789	1051	1256	1610											
流动资产合计	4137	4978	5316	5676		少数股东损益	22	32	15	19											
固定资产	4319	4718	5056	5367		归属于母公司净利润	766	1020	1240	1591											
在建工程	430	513	571	612		现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E											
无形资产及其他	1813	1772	1731	1687		经营活动现金流	528	1570	1911	2201											
长期股权投资	1327	1575	1726	1885		净利润	766	1020	1240	1591											
资产总计	12024	13555	14400	15227		少数股东损益	22	32	15	19											
短期借款	1008	1479	1264	1000		折旧摊销	367	433	517	563											
应付款项	1060	1329	1572	1602		公允价值变动	-2	0	0	0											
预收帐款	0	0	0	0		营运资金变动	-844	-40	8	-94											
其他流动负债	870	1152	1255	1249		投资活动现金流	-983	-1123	-1024	-1030											
流动负债合计	2939	3960	4091	3851		资本支出	-757	-874	-873	-871											
长期借款及应付债券	2535	2535	2535	2535		长期投资	-223	-248	-151	-159											
其他长期负债	229	229	229	229		其他	-4	0	0	0											
长期负债合计	2764	2764	2764	2764		筹资活动现金流	1007	-197	-888	-928											
负债合计	5703	6724	6856	6615		债务融资	209	471	-215	-264											
股本	542	542	542	542		权益融资	1069	0	0	0											
股东权益	6321	6831	7544	8612		其它	-271	-668	-673	-663											
负债和股东权益总计	12024	13555	14400	15227		现金净增加额	556	251	0	242											

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

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

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【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视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。