

评级：强烈推荐

基础化工

深度报告

证券研究报告

王皓宇 S1080510120005

联系人：张伟保 S1080110100004

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

上一交易日股价(元/股) 16.68

总市值(百万元): 7310

流通股本(百万股): 360

流通股比率(%): 98.44%

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元): 1873

每股净资产(元): 5.12

市净率(%): 3.90

资产负债率(%): 72.81

公司股价近一年走势



相关报告

第一创业-《业绩符合预期，11年值得期待》  
-110329

第一创业-《磷矿石价值回归，12年迎来大爆发》  
-110726

第一创业-《磷矿石涨价和募投项目投产助推公司进入增长期》-111205-深度报告

## 兴发集团 (600141)

——磷矿业绩弹性最大，业绩将再攀高峰

- 未来公司磷矿资源储量及开采能力将不断增加。磷矿石是目前公司盈利的主力军，在利润构成中占比40%以上，磷矿石储量和产能的变化是关注公司的重点。公司目前已探明磷矿储量2.1亿吨左右，预计未来仍将会继续增加，增长主要来自于湖北省磷矿石资源整合、矿区范围的增加以及瓦屋四矿和后坪矿探明后具体储量；目前公司磷矿石产能270万吨，预计未来增长主要来自于原有矿区开采能力的扩大和磷化集团注入后的增加，以及瓦屋四矿和后坪矿新增将近200万吨产能。
- 公司未来受益于湖北省磷矿资源整合。磷矿石资源的稀缺性逐步显现，云贵地区磷矿资源整合都已基本完成，湖北省磷矿资源整合力度和进度不断加大。湖北省公布的《关于进一步加强磷矿高磷铁矿资源开发管理的意见》中指出，逐步重组和关闭生产能力在15万吨/年以下的磷矿企业，使资源进一步向优势和大型重点磷化工企业集中。公司作为湖北省磷化工的排头兵，被湖北省确立为磷矿资源整合的主体，未来将受益于省内磷矿资源整合。
- 产品结构逐步调整，重点发展磷精细化工。为提高公司磷化工产品的盈利能力，顺应湖北省磷化工产业结构调整政策，公司正逐步缩小产能严重过剩、盈利能力持续低迷的传统磷化工产品比重，大力发展阻燃剂、电子级磷酸、食品级磷酸等精细磷化工，提升公司磷化工产品的盈利能力。随着电子级磷酸的下游认证结束以及阻燃剂的逐步提升，公司的精细磷化工产品比重将逐步提升。
- 磷矿石涨价，公司业绩弹性最大，60万吨磷肥项目将成为公司最大利润增长点。公司磷矿石储量和产能在上市公司中最大，磷矿石价格上涨50元/吨，对应的业绩弹性在0.22元左右，业内最大。60万吨磷肥项目将于明年二季度初投产，按照可比上市公司湖北宜化磷肥项目的盈利能力计算，即使明年产销35万吨磷酸二铵，也将为公司增厚业绩0.41元左右，成为公司12年最大的利润增长点。
- 维持“强烈推荐”评级。随着公司60万吨磷肥项目的投产以及磷矿石开采量的增加，而且磷矿石价格我们判断将有15%左右的涨幅，未来公司业绩将进入新的高速增长期。预计11年-13年EPS分别为0.70(25X)、1.09(15X)、1.47(11X)，给予“强烈推荐”评级。
- 股价表现催化剂：磷矿石价格上涨、瓦屋四矿和后坪矿探矿获得采矿权证、磷化集团注入上市公司、60万吨磷肥项目投产等。
- 风险：磷肥项目进展低于预期、磷矿石价格下跌、采矿权获取失败等。



## 目 录

1、公司磷矿石资源储量和产能将不断增加 .....	4
1.1、磷矿石是公司盈利关键点 .....	4
1.2、公司磷矿石储量和产能有望超预期 .....	5
2、公司未来受益于湖北省磷矿资源整合 .....	6
3、磷矿石价格继续看涨，公司磷矿石弹性最大 .....	9
4、产品结构逐步调整，未来重点发展精细磷化工 .....	12
5、公司未来新的利润增长点 .....	13
6、公司盈利假设及预测 .....	15
6. 1、公司盈利预测基本假设 .....	15
6. 2、公司盈利预测 .....	19
7、风险提示 .....	19



## 图 表 目 录

图 1, 磷矿石在公司收入构成中占比很小.....	4
图 2, 磷矿石是公司利润的主要贡献者.....	4
图 3, 湖北省鑫泰磷矿 28%品味价格走势 (元/吨) .....	9
图 4, 摩洛哥-印度CFR (70-73BPL) 合同价走势 (美元/吨) .....	9
图 6, 西南工厂 64%褐色磷酸二铵价格走势 (元/吨) .....	10
图 7, 美国海湾磷酸二铵价格走势 (美元/吨) .....	11
表 1, 公司磷矿石储量和产能情况.....	5
表 2, 湖北省磷矿资源整合相关政策.....	7
表 3, 公司磷矿石对应业绩弹性业内最大.....	12
表 4: 主要精细磷化工产品介绍.....	13
表 5: 各产品销售收入预测表.....	17
表 6:, 公司盈利预测各项财务指标.....	19



## 1、公司磷矿石资源储量和产能将不断增加

### 1.1、磷矿石是公司盈利关键点

磷矿石是目前公司盈利的主力军，虽然磷矿石收入仅占总收入的 8%左右，但磷矿石毛利率高达 70%以上，在利润构成中占比在 40%以上，成为公司盈利主要利润贡献者，因此磷矿石储量和产能的变化是关注公司未来盈利变化的关键。

图 1，磷矿石在公司收入构成中占比很小



数据来源：Wind、第一创业证券研究所整理

图 2，磷矿石是公司利润的主要贡献者



数据来源：Wind、第一创业证券研究所整理



## 1.2、公司磷矿石储量和产能有望超预期

公司目前已探明磷矿储量 2.1 亿吨左右，未来仍将会继续增加，增长主要来自于湖北省磷矿石资源整合、矿区范围的增加以及瓦屋四矿和后坪矿探明后具体储量。公司是省内磷化工的排头兵，为做大做强湖北省磷化工产业，兴发集团将是主要的扶持对象，也将是磷矿资源整合的最主要受益对象，此外，瓦屋四矿和后坪矿尚处于探测阶段，未来具体储量有可能超预期。目前公司磷矿石产能 270 万吨，未来也仍将继续增加，增长主要来自于原有矿区开采能力的扩大和磷化集团注入后的增加，神农架武山矿区由原来的 30 万吨扩大到目前的 50 万吨，磷化集团注入后将增加 100 万吨以上的产能。

表 1，公司磷矿石储量和产能情况

	磷矿储量(万吨)	磷矿产能(万吨)	备注
保康楚峰化工	7300	100	
兴山兴盛矿业	6500	50	
神农架武山矿业	600	50	刚刚由 30 万吨扩增到 50 万吨
瓦屋四矿	10400	80	10400 万吨为初步探明储量， 80 万吨为规划产能
后坪矿	4600	100	同上
葛坪	340	20	
树空坪	申家山	350	25
	蒋家湾	370	20
兴发集团资产	磷化集团	6026	205
合计	36486	650	其中近 2.1 亿吨为已有储量， 270 万吨为现有产能

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

**磷矿石储量和产能有望超预期。** 磷矿石储量超预期来自于以下三个方面：首先，目前公司瓦屋四矿和后平旷仍处在探矿阶段，其中瓦屋四矿初步推断储量约 1.04 亿吨，后坪矿初步推断储量约 0.45 亿吨，随着探矿的进一步深入和探矿深度的增加，未来具体



探明量有可能超预期；其次，公司在襄阳设立子公司襄阳兴发化工有限公司，主要是看中了当地丰富的磷矿资源，且当地无大型化工类上市公司，兴发集团在当地发展磷化工，未来有望获得更多的磷矿资源；最后，由于加拿大方面无法完成 49%注册资本，控股股东兴发集团有望扩大宜昌枫叶化工股权，由此带来的磷化集团注入上市公司的磷矿资源储量有望超预期。

磷矿石开采能力未来有望超预期，主要来自三个方面：首先就是磷化集团注入带来的磷矿石开采能力的提升，目前加拿大方面仍无法完成宜昌枫叶化工 49%的注册资本，未来存在大股东进一步扩大宜昌枫叶化工股权的可能，因此未来磷化集团注入上市公司的磷矿资源存在超预期的可能；其次瓦屋四矿和后坪矿探矿已进入尾声，矿山基础建设将为 12 年带来 20 万吨左右的增量，此外这两个矿山一旦探矿完毕将开始申请分别为 80 万吨和 100 万吨的采矿权，届时公司有望新增 180 万吨左右的开采能力；最后是原有矿区产能扩建有望超预期，如，公司刚刚公告的神农架武山矿区磷矿产能由原来的 30 万吨扩大到目前的 50 万吨。

## 2、公司未来受益于湖北省磷矿资源整合

我国磷矿石储量和基础储量分别为 41 亿吨和 100 亿吨，分别占全球的 27.14% 和 21.28%。但由于富矿少、贫矿多，平均品位仅 17%。五氧化二磷大于 30% 的富矿仅占 8.5%，不能直接利用的中低品位磷矿高达 90% 以上。磷矿作为一种不可再生资源，正在逐步走向枯竭。为进一步保护国内的磷矿资源，国土资源部已将磷矿列为 2010 年后不能满足中国国民经济发展要求的 20 个矿种之一，以配额形式限制出口，并不断加大磷矿资源整合力度。

**湖北省磷矿资源集中度远低于云贵地区，亟待进一步整合。**  
云贵地区磷矿资源整合已基本完成，其中云南省磷矿资源的整合主体是云天化集团下属的云南磷化，贵州省磷矿资源的整合主体是贵州开磷和贵州瓮福。这两个省的磷矿资源整合走在前面，目前云南磷矿生产企业仅 35 家，平均每家磷矿生产能力 60 多万吨，贵州



磷矿生产企业仅 25 家左右，平均每家磷矿产能接近 70 万吨，而湖北省磷矿企业接近 100 家，平均每家磷矿产能仅 25 万吨，可见湖北磷矿资源的集中度远低于云贵地区，尚不及全国平均生产能力 33 万吨，可见湖北省磷矿资源亟待进一步整合，且有较大的整合空间。

为了加快磷矿资源整合步伐，湖北省磷矿资源整合政策力度不断加大。2006 年 6 月，湖北省人民政府出台《湖北省磷矿资源整合方案》，方案提出优化磷矿资源开发利用布局，基本完成对小磷矿整合、改造和重组，优化磷矿资源配置，优势资源向兴发、宜化、洋丰等优势企业集中。同年 12 月，出台《关于加强磷矿资源管理的意见》，提出大力推进磷矿资源整合，2007 年底前，使全省磷矿矿山总数压减至 110 家左右，到 2010 年，全省磷矿石开采总量控制在 1200 万吨（折标）左右，矿山总数减少到 80 家以内。2011 年 7 月份湖北省政府出台的《关于进一步加强磷矿高磷铁矿资源开发管理的意见》，进一步压减磷矿开发主体和矿业权数量，逐步重组和关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷矿企业，使资源进一步向优势企业和大型重点磷化工企业集中。2011 年 11 月，又出台《关于加快全省化肥产业调整促进转型升级的意见》，提出重点支持湖北宜化集团、湖北兴发化工集团、湖北洋丰集团等优势企业整合磷矿资源开发和化肥生产企业；大力推进磷矿资源整合勘查和开发，鼓励贫富兼采，优化资源配置，使磷矿资源进一步向大型重点磷化工企业和优势企业集中。

表 2，湖北省磷矿资源整合相关政策



年份	相关政策	相关主要内容
2006、6	《湖北省磷矿资源整合方案》	优化磷矿资源开发利用布局，基本完成对小磷矿整合、改造和重组，主要矿区实现“一矿一主一权”。优化磷矿资源配置，优势资源向兴发、宜化、洋丰等优势企业集中，大力推进磷矿资源整合，2007年底前，使全省磷矿矿山总数压减至110家左右，到2010年，全省磷矿石开采总量控制在1200万吨（折标）左右，矿山总数减少到80家以内。
2006、12	《关于加强磷矿资源管理的意见》	大力推进建立磷矿资源规划区，实行全层开采、贫富兼采，且回采率达到规定要求；开采磷、盐等工业基础原料类矿产的，开采主体具有选矿加工能力且采、选、加工能力配套，或者矿山与后续加工企业形成了采选加联合体。通过对磷矿资源及生产要素重组来推进矿山与下游加工企业双向参股，形成采选加工联合产业体。磷矿石开采总量控制在1200万吨左右，选矿比例达到80%以上，矿山总数减少到80家以内。
2007、5	《关于矿产资源开发整合的实施意见》	实行全层开采、贫富兼采，且回采率达到规定要求；开采磷、盐等工业基础原料类矿产的，开采主体具有选矿加工能力且采、选、加工能力配套，或者矿山与后续加工企业形成了采选加联合体。通过对磷矿资源及生产要素重组来推进矿山与下游加工企业双向参股，形成采选加工联合产业体。磷矿石开采总量控制在1200万吨左右，选矿比例达到80%以上，矿山总数减少到80家以内。
2010、6	《湖北省磷矿资源规划》	实行全层开采、贫富兼采，且回采率达到规定要求；开采磷、盐等工业基础原料类矿产的，开采主体具有选矿加工能力且采、选、加工能力配套，或者矿山与后续加工企业形成了采选加联合体。通过对磷矿资源及生产要素重组来推进矿山与下游加工企业双向参股，形成采选加工联合产业体。磷矿石开采总量控制在1200万吨左右，选矿比例达到80%以上，矿山总数减少到80家以内。
2011、7	《关于进一步加强磷矿高磷铁矿资源开发管理的意见》	文件提出设立省级磷矿规划区，进一步压减磷矿开发主体和矿业权数量，关闭生产能力在15万吨/年以下的磷矿企业。还将磷矿列为湖北省重要矿种，并积极推进磷化工产业结构调整。
2011、11	《关于加快全省化肥产业调整促进转型升级的意见》	支持湖北宜化集团、湖北兴发化工集团、湖北洋丰集团等优势企业整合磷矿资源开发和化肥生产企业；大力推进磷矿资源整合勘查和开发，鼓励贫富兼采，优化资源配置，使磷矿资源进一步向大型重点磷化工企业和优势企业集中。

数据来源：国土资源部、第一创业研究所整理

2011年8月份中国化学矿业协会公布的《化工矿业“十二五”发展规划》进一步提出，今后资源整合将以产业结构优化升级为主线，以矿肥、矿化结合为方向，多途径实现矿山企业规模化、集约化整合。磷矿资源整合会逐渐向国有大企业集团和优势企业集中，实行采选加工集中、一体化发展，没有磷矿资源支撑和优势的企业将被淘汰和兼并。

**资源整合政策利好兴发集团。**公司是省内磷化工的排头兵，为做大做强湖北省磷化工产业，兴发集团成为湖北省大力发展磷化工主要的扶持对象。根据《化工矿业“十二五”发展规划》中重点指出磷矿资源整合逐渐向国有大企业集团和优势企业集中的方针，公司也将成为湖北省磷矿资源整合最主要的受益对象。公司目前在襄阳设立子公司襄阳兴发化工，未来有望在湖北省磷矿资源整合的洪潮中获得更多的磷矿资源。

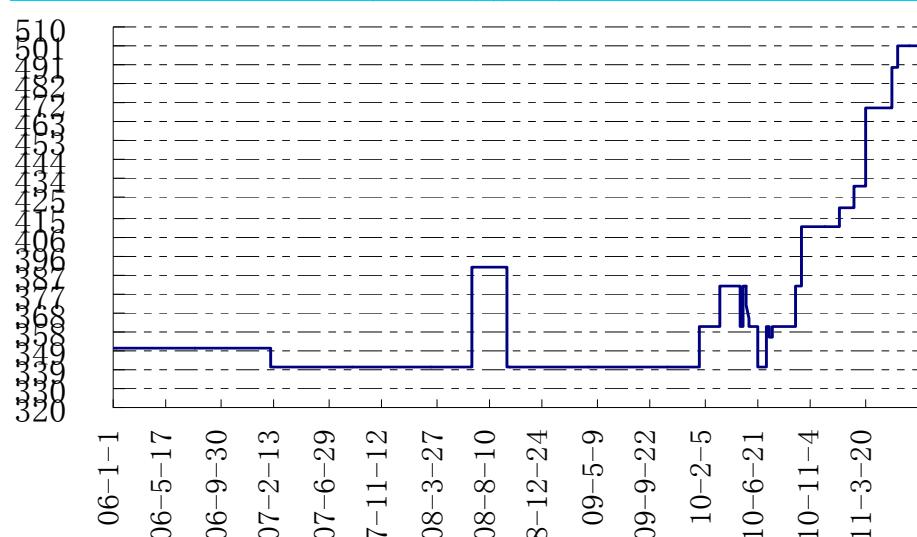


### 3、磷矿石价格继续看涨，公司磷矿石弹性最大

我们对未来磷矿石价格看涨逻辑主要是基于以下三点：首先，国外磷矿石价格是国内的 2.5 倍，而国外磷肥价格和国内磷肥价格基本持平，因此在下游磷肥企业可接受的范围内，国内磷矿石价格仍有较大上涨空间；其次，国内磷矿石整合进一步加剧，磷矿石集中度大幅提高，磷矿石市场逐渐由“买方”转变为“卖方”市场，大型矿企的话语权将逐步体现在未来磷矿石涨价上；最后，前期采富弃贫的开采模式，导致高品位的富矿越来越少，富矿开采的量将逐渐减少，中低位的贫矿开采将逐渐增多，开采成本也将相应增加，高成本也将支撑磷矿石价格走高。

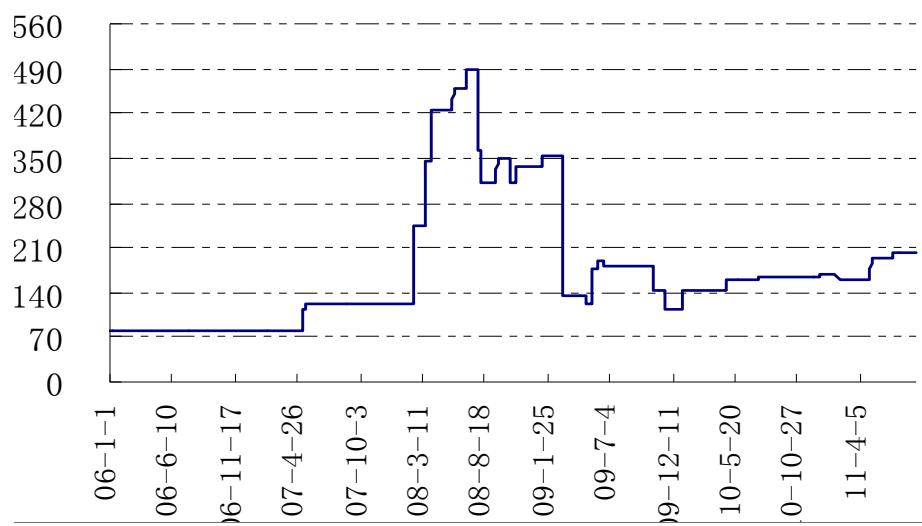
国际磷矿石价格是国内价格的 2.5 倍，差距悬殊。目前国内磷矿石（28%）价格在 500 元/吨，而国际同等品味的磷矿石价格在 210 美元/吨左右，远高于国内磷矿石价格，大致是国内磷矿石价格的 2.5 倍，而在 10 年国际磷矿石价格是是国内的 3 倍，经过这半年多的涨价，国内外磷矿石价格差距已经有所缩小，但仍然差距悬殊，因此，国内磷矿石企业要想提高自身竞争力和国际接轨，国内磷矿石价格仍有较大的上涨空间。

图 3，湖北省鑫泰磷矿 28%品味价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

图 4，摩洛哥-印度 CFR (70-73BPL) 合同价走势（美元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

尽管磷矿石价格国内外差距悬殊，但国际磷肥价格却和国内基本相当。目前国内磷酸二铵 64% 价格在 3500 元/吨左右，国际磷酸二铵价格在 550 美元/吨左右，折合人民币也在 3503.5 元/吨，基本和国内价格相当。有时国际价格会稍微比国内高，这主要是因为国内磷肥出口占到国际磷肥交易量的 20% 以上，一旦国内磷肥出口受到政策控制或者处于出口淡季，国际磷矿石价格都会受此影响有小幅上涨，这时国内磷肥价格会低于国际磷肥价格。可见，尽管国际磷矿石价格是国内的 2.5 倍，而国际磷肥价格和国内几乎一致，下游磷肥企业能接受磷矿石涨价的空间仍然较大。

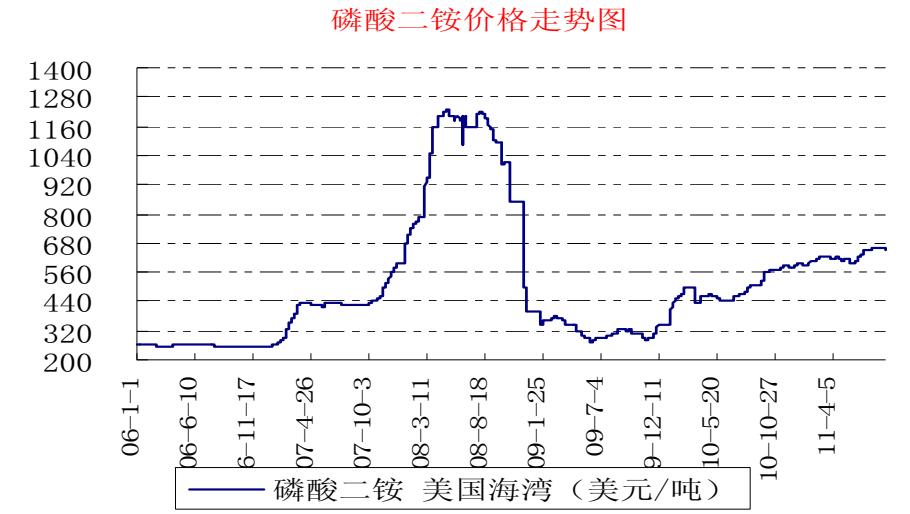
图 5，西南工厂 64% 褐色磷酸二铵价格走势（元/吨）





数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

图 6，美国海湾磷酸二铵价格走势（美元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

国内磷矿石未来看涨，磷矿石的涨价还有利于提高下游磷肥企业自身的竞争力，促进行业整合。目前市场上最担心的是磷矿石涨价后下游磷肥企业的接受能力，认为磷矿石涨价将使本身就经营困难的磷肥企业无以为继，磷矿石需求下降，势必会反过来影响磷矿石价格上涨。我们认为目前国际磷矿石价格是国内磷矿石的2.5倍之多，而磷肥价格和国内基本相当，尽管如此，国际磷肥生产厂家仍不断提高磷矿石进口价格生产磷肥，国际磷肥生产厂家仍有18%左右的毛利率。这从侧面说明国内磷肥生产厂家仍有较大的利润提升空间，只是由于国内磷肥企业的工艺水平和管理水平远远落后于国外，导致国内磷肥企业生产成本过高，利润空间缩小。通过不断提高磷矿石价格，提高磷肥生产厂家的成本，会倒逼国内磷肥生产厂家改进技术、提高管理水平，淘汰落后产能，达到通过企业自身提高国内磷肥企业整体竞争能力以及促进行业整合的目的。因此，我们认为国内磷矿石仍有较大上涨空间，未来磷矿石的涨价将大幅提高下游磷肥企业自身的竞争力，促进行业整合。

公司磷矿石产能最大，对应磷矿石的业绩弹性也最大，最受益于磷矿石涨价。在神农架武山矿区采矿能力有30万吨提升到目前的50万吨以后，公司磷矿石产能已高达270万吨，在上市公司



中居于首位，而且算上瓦屋四矿和后坪矿规划的合计 200 多万吨新增产能，未来将达到 500 万吨左右。目前公司每股对应的磷矿石储量和产能都位居可比上市公司首位，磷矿石价格每上涨 50 元/吨，对应公司业绩弹性上涨 0.22 元，业绩弹性居行业首位，最受益于磷矿石价格上涨。

表 3，公司磷矿石对应业绩弹性业内最大

上市公司	磷矿石储量(亿吨)	磷矿石产能(万吨)	公司股本(亿股)	每股对应磷矿石储量(吨/股)	每股对应磷矿石产能(万吨/亿股)	磷矿石每上涨 50 元/吨业绩弹性
兴发集团	2.3	270	3.65	0.63	73.97	0.22
湖北宜化	2.1	150	5.42	0.39	27.68	0.08
澄星股份	1.5	110	6.62	0.23	16.62	0.05
天原集团	0.5	50	4.8	0.1	10.42	0.03
六国化工	0.2	80	5.22	0.04	15.33	0.05

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

#### 4、产品结构逐步调整，未来重点发展精细磷化工

公司目前拥有三聚磷酸钠产能 22 万吨、六偏磷酸钠产能 5 万吨，黄磷 9 万吨，磷酸 19 万吨，电子级磷酸 1 万吨、食品级磷酸 4 万吨、次磷酸钠 1.2 万吨、0.5 万吨阻燃剂等，虽然公司拥有充足的磷矿石资源，原料磷矿石能够完全自给，但由于三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、磷酸等传统磷化工产品长期产能严重过剩，下游需求又难以出现爆发性需求增长，其盈利能力持续低迷。

**公司正进行产品结构调整，未来重点发展精细磷化工产品。**  
为提高公司磷化工产品的盈利能力，顺应湖北省磷化工产业结构调整政策，公司正逐步缩小产能严重过剩、盈利能力持续低迷的传统磷化工产品五钠、六偏生产比重，大力发展阻燃剂、电子级磷酸、食品级磷酸、三氯化磷等精细磷化工，提升公司磷化工产品的盈利能力。随着电子级磷酸的下游认证结束以及阻燃剂的新增产能投产，精细化工产品在公司的比重将逐步提升。



表 4：主要精细磷化工产品介绍

产品	特点/用途	市场前景
有机磷阻燃剂	具有阻燃增塑双重功能，并可代替卤化系阻燃剂，广泛应用于阻燃塑料方面	市场需求增速达到 8%以上
电子级磷酸	属于高纯磷酸，广泛用于大规模集成电路、薄膜液晶显示器等电子器件的清洗和蚀刻	市场需求增速达到 10%以上
食品添加剂	营养强化剂，很多磷酸盐本身含有铁、钙等营养元素，还可以提高食品的品质，使食品味道更鲜美	有替代食品中钠盐趋势，增速在 10%左右
医药中间体	含磷化合物主要应用在抗菌抗病毒、消炎镇痛、抗肿瘤等	市场需求增速在 9%以上
水处理剂	水处理化学品主要包括缓蚀剂、阻垢剂、杀菌剂、絮凝剂等。磷酸盐在水处理化学品配方中占有相当重要的地位，广泛应用于缓蚀剂和阻垢剂中品种多、药效高，用途广，易分解，在人、畜体内一般不积累，在农药中是极为重要的一类化合物	市场需求增速在 5%以上
有机磷农药	——	——

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

公司为重点发展精细磷化工，联手瑞士 Dequest，成立立湖北富兴化工合资公司，公司控股 45%，重点生产括生产和销售三氯化磷、膦酸盐和副产品盐酸。Dequest 公司是全球膦酸盐市场的领导者，在英国拥有世界上最大的膦酸盐生产基地。通过与 Dequest 公司合作，可以充分利用外方先进的三氯化磷和膦酸盐生产技术，有助于公司精细磷化工的发展，加快公司国际化经营的步伐。

## 5、公司未来新的利润增长点

**60 万吨磷肥项目的投产将成为公司 12 年最大的利润增长点。**

公司 2011 年初投资 15.4 亿元在宜都建设 60 万吨磷肥项目目前已进入尾声，预计将于明年二季度投产。为满足 60 万吨磷肥项目相应的磷矿需求，公司有配套了 120 万吨的磷矿筛选项目，预计也将于 60 万吨磷肥项目同时开工。我们按照与公司磷肥项目相近的湖北宜化 75 万吨磷酸二铵盈利能力计算，公司 60 万吨磷酸二铵项目完全达产后将为公司带来 20.4 亿元收入，实现盈利 5.72 亿元，增厚公司 EPS0.79 元（未来很有可能超预期，因为湖北宜化的磷



矿石是采购集团公司，而兴发集团完全是自供，成本要比湖北宜化低)；按照 2012 年实现销售 35 万吨计算，将为公司 12 年带来 3 亿元利润，增厚公司 EPS0.41 元，成为公司 12 年最主要的利润增长点。

60 万吨磷肥项目还将为公司带来更多的磷矿石开采量。由于湖北省政府鼓励企业进行磷矿石综合利用和深加工，政策限制磷矿企业的磷矿石开采量和外卖量，导致公司现有磷矿石产能不能完全利。公司 60 万吨李飞项目投产后，不但消化了公司中低位磷矿石和粉体的利用，也增加了磷矿石开采量，经济效益远不止 60 万吨磷肥项目。按照 1 吨磷酸二铵消耗 2.1 吨 28% 品位或 1.7 吨 30% 品位的磷矿石计算，60 万吨磷肥项目投产后需消耗 28% 品位的磷矿石 126 万吨或 30% 品位的磷矿石 102 万吨，由于 2012 年公司磷矿石新增产能仅有 50 万吨左右，预计明年公司磷矿石销售量将有所下滑。

**200 万吨磷矿选矿项目及综合利用项目将成为 13 年新的利润增长点。**公司于 11 月初公告计划投资 3 亿元新建 200 万吨磷矿选矿项目，主要是利用集团中低品位磷矿资源，通过湿法磷酸的分级利用，实现资源价值利用最大化。公司预计可实现销售收入 7 亿元，年均利润 2,576 万元。另外，为了解决黄磷尾气的污染，公司计划将其净化后制取甲酸钠，在刘草坡化工厂新建 5 万吨甲酸钠装置，预计实现销售收入 1.06 亿元，净利 421 万元。上述项目建成投产后合计将为公司带来近 3 亿元，为公司增厚 EPS0.79 元。  
**200 吨磷矿选矿项目建设工期 19 个月，预计该项目将成为 2013 年最主要的利润增长点。**

**精细磷化工项目将成为公司未来又一大利润增长点。**公司目前已有的精细化工产品有电子级磷酸、食品级磷酸、阻燃剂等，其中 1 万吨电子级磷酸已经于 2010 年底投产，公司生产的电子级磷酸已基本达到 IC 级级别，目前仍处于下游客户认证阶段。国内电子级磷酸仅有澄星股份批量生产，尤其是 IC 级磷酸基本都靠进



口，IC 级磷酸价格也非常高，在 1.2 万元以上，是普通面板级磷酸的 2 倍，毛利率也高达 30% 以上。公司电子级磷酸一旦下游客户认证获得通过，将迎来爆发性增长，而且公司联产的 2 万吨食品级磷酸可随时转化成毛利更高的电子级磷酸，因此，电子级磷酸是公司未来潜在的利润爆发点，也可能成为公司未来业绩超预期的关键因素。

## 6、公司盈利假设及预测

### 6.1、公司盈利预测基本假设

(1) 随着磷矿石资源整合力度的不断加大，行业集中度将逐步提高，拥有丰富磷矿石储量和开采量的磷化工企业对磷矿石价格上涨的话语权将更为强大，再加上前面我们论证的国内磷肥企业仍能接受较大幅度的磷矿石涨价，我们对未来磷矿石价格走势继续看涨，假设 11、12、13 年磷矿石价格分别上涨 15% 和 10%，公司磷矿石销售价格分别为 460 元/吨、530 元/吨和 580 元/吨。

(2) 由于公司明年 60 万吨磷肥项目投产，预计将消耗公司磷矿石 60 万吨，而公司明年新增磷矿石产量仅 50 万吨左右，这势必会影响到外卖磷矿石的产量，我们判断明年磷矿石外卖量将有一定幅度下降，假设明年外卖磷矿石量 116 万吨，随着瓦屋四矿和后坪矿合计近 200 万吨新增磷矿石差能得投产，假设 13 年磷矿石外卖量将上升到 135 万吨。

(3) 公司目前正在调整产品结构，未来将逐步减少毛利率较低的传统磷化工产品，加大精细磷化工的比例，基于此，我们假设三聚磷酸钠 12、13 年销售量有所下降，分别为 10 万吨，黄磷销量分别为 0.8 万吨和 0.81 万吨；磷酸销量分别为 2.6 和 3 万吨。

(4) 60 万吨磷酸二铵项目假设明年 5 月份投产，12 年为公司贡献 35 万吨销量，13 年为公司贡献 55 万吨销量，销售价格假设 12、13 年分别为 3300 元/吨和 3400 元/吨。

(5) 由于 1 万吨电子级磷酸目前尚处于下游客户认证阶段，



未来存在着不确定性，出于安全考虑，我们在盈利预测中暂不考虑电子级磷酸为公司带来的盈利，但这可能成为未来业绩超预期的关键因素。



表 5: 各产品销售收入预测表

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>磷矿石</b>				
销量 (万吨)	102	128	116	135
增长率 (YOY)	43.19%	25.49%	-9.38%	16.38%
销售单价(元/吨)	350	460	530	580
增长率 (YOY)	6.06%	31.43%	15.22%	9.43%
收入 (百万元)	357.00	588.80	614.80	783.00
增长率 (YOY)	51.87%	64.93%	4.42%	27.36%
成本 (百万元)	94.25	150.14	154.31	202.80
增长率 (YOY)	36.19%	59.31%	2.78%	31.42%
毛利率	73.60%	74.50%	74.90%	74.10%
毛利 (百万元)	262.75	438.66	460.49	580.20
增长率 (YOY)	58.41%	66.95%	4.98%	26.00%
<b>三聚磷酸钠</b>				
销量 (万吨)	12	11	10	10
增长率 (YOY)	-27.27%	-8.33%	-9.09%	0.00%
销售单价(元/吨)	5500	5800	5900	6000
增长率 (YOY)	3.77%	5.45%	1.72%	1.69%
收入 (百万元)	660	638	590	600
增长率 (YOY)	-24.53%	-3.33%	-7.52%	1.69%
成本 (百万元)	500.28	523.16	495.6	504
增长率 (YOY)	-32.38%	4.57%	-5.27%	1.69%
毛利率	24.20%	18%	16%	16%
毛利 (百万元)	159.72	114.84	94.4	96
增长率 (YOY)	18.60%	-28.10%	-17.80%	1.69%
<b>黄磷</b>				
销量 (万吨)	0.65	0.72	0.8	0.81
增长率 (YOY)	-21.46%	10.77%	11.11%	1.25%
销售单价(元/吨)	14800	15600	16000	15900
增长率 (YOY)	16.54%	5.41%	2.56%	-0.62%
收入 (百万元)	96.2	112.32	128	128.79
增长率 (YOY)	-8.47%	16.76%	13.96%	0.62%
成本 (百万元)	85.96	99.74	113.92	114.62
增长率 (YOY)	-7.29%	16.03%	14.22%	0.62%
毛利率	10.64%	11.20%	11.00%	11.00%
毛利 (百万元)	10.24	12.58	14.08	14.17
增长率 (YOY)	-17.33%	22.90%	11.93%	0.62%
<b>磷酸</b>				
销量 (万吨)	1.90	2	2.6	3
增长率 (YOY)	-0.93%	5.26%	30.00%	15.38%
销售单价(元/吨)	5155	5600	6000	6500



	收入 (百万元)	97.95	112.00	156.00	195.00
	增长率 (YOY)	16.18%	14.35%	39.29%	25.00%
	成本 (百万元)	79.95	93.21	129.48	161.85
	增长率 (YOY)	16.51%	16.58%	38.92%	25.00%
	毛利率	18.37%	16.78%	17.00%	17.00%
	毛利 (百万元)	17.99	18.79	26.52	33.15
	增长率 (YOY)	14.74%	4.45%	41.11%	25.00%
磷酸二铵					
	销量 (万吨)			35	55
	增长率 (YOY)				57.14%
	销售单价(元/吨)			3300	3400
	增长率 (YOY)				3.03%
	收入 (百万元)			1155	1870
	增长率 (YOY)				61.90%
	成本 (百万元)			854.7	1402.5
	增长率 (YOY)				64.09%
	毛利率			26%	25%
	毛利 (百万元)			300.3	467.5
	增长率 (YOY)				55.68%
贸易					
	收入 (百万元)	2630	3980	4370	4800
	增长率 (YOY)	118.92%	51.33%	9.80%	9.84%
	成本 (百万元)	2562.67	3904.78	4293.09	4712.64
	增长率 (YOY)	117.49%	52.37%	9.94%	9.77%
	毛利率	2.56%	1.89%	1.76%	1.82%
	毛利 (百万元)	67.33	75.22	76.91	87.36
	增长率 (YOY)	191.89%	11.72%	2.25%	13.58%
其他					
	收入 (百万元)	796.95	980	1150	1290
	增长率 (YOY)	40.86%	22.97%	17.35%	12.17%
	成本 (百万元)	641.88	793.8	931.5	1057.8
	增长率 (YOY)	34.63%	23.67%	17.35%	13.56%
	毛利率	19.46%	19.00%	19.00%	18%
	毛利 (百万元)	155.07	186.2	218.5	232.2
	增长率 (YOY)	68.68%	20.07%	17.35%	6.27%
合计					
	总收入 (百万元)	4638.10	6411.40	8163.80	9666.79
	增长率 (YOY)	141.73%	38.23%	27.33%	18.41%
	总成本 (百万元)	3965.00	5621.8	7420.8	8687.5
	增长率 (YOY)	57.86%	41.79%	32.00%	17.07%
	毛利率	14.51%	13.20%	14.59%	15.63%
	总毛利 (百万元)	673.10	846.29	1191.20	1510.58
	增长率 (YOY)	57.14%	25.73%	40.75%	26.81%

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理



## 6.2、公司盈利预测

表 6：公司盈利预测各项财务指标

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	304,439	467,804	641,143	816,380	966,676
同比 (%)	13.8%	53.7%	37.1%	27.3%	18.4%
营业毛利	45,023	71,280	78,962	74,301	97,926
同比 (%)	-40.1%	58.3%	10.8%	-5.9%	31.8%
归属母公司净利润	13,890	18,329	25,454	39,957	53,753
同比 (%)	-52.9%	32.0%	38.9%	57.0%	34.5%
总股本(万股)	36,548.0	36,548.0	36,548.0	36,548.0	36,548.0
每股收益(元)	0.38	0.50	0.70	1.09	1.47
ROE	11.1%	10.8%	13.2%	17.1%	18.7%
P/E(倍)	51.6	39.1	28.2	18.0	13.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

随着公司 60 万吨磷肥项目的投产以及磷矿石开采量的增加，公司业绩将进入新的高速增长期。预计 11 年-13 年 EPS 分别为 0.70 (25X)、1.09(15X)、1.47(11X)，给予“强烈推荐”评级。

## 7、风险提示

(1) 60 万吨磷肥项目进展低于预期风险。目前公司 60 万吨磷肥项目进展顺利，如果未来发生非正常因素导致项目进展低于预期，将会影响公司 12 年的盈利预测。

(2) 天气因素导致自发电低于预期风险。公司磷化工是耗电大户，尤其是黄磷的生产，耗电量巨大，公司水利自发电自给率高达 50% 左右，一旦由于天气因素导致发电量下降，将严重影响公司的生产以及提升磷化工产品的生产成本，导致明年业绩低于预期风险。

(3) 瓦屋四矿和后坪矿采矿权获得失败风险。公司瓦屋四矿和后坪矿目前正处在探矿阶段，且已接近尾声，下一步就是公司申



请采矿权证，目前公司初步规划 200 万吨，探矿结束公司将进入申请采矿权阶段，如果未来公司未能获得采矿权证，将影响到公司 13 年的盈利预测。



## 主要财务指标预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>1,228.8</b>	<b>1,979.3</b>	<b>2,618.4</b>	<b>3,335.0</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>4,678.0</b>	<b>6,411.4</b>	<b>8,163.8</b>	<b>9,666.8</b>
货币资金	183.4	305.0	415.9	756.3	减：营业成本	3,965.2	5,621.8	7,420.8	8,687.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	61.2	74.6	63.9	84.2
应收款项	431.5	495.8	646.7	769.0	销售费用	125.3	124.7	189.1	223.9
预付款项	142.9	264.8	370.4	433.4	管理费用	106.3	148.1	168.3	183.8
存货	459.2	845.2	1,116.9	1,307.7	财务费用	139.8	122.8	-62.4	-62.2
其他流动资产	11.8	68.5	68.5	68.5	资产减值损失	10.3	20.3	4.4	3.4
<b>非流动资产</b>	<b>4,962.8</b>	<b>6,132.6</b>	<b>5,988.1</b>	<b>5,843.5</b>	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	194.1	237.6	237.6	237.6	投资收益	17.3	17.0	66.5	66.5
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中：联营企业收益	17.3	16.6	66.5	66.5
固定资产	3,326.9	3,233.9	3,020.7	2,807.6	<b>二、营业利润</b>	<b>287.1</b>	<b>316.1</b>	<b>446.3</b>	<b>612.7</b>
在建工程	888.2	2,126.7	2,195.3	2,263.8	加：营业外收入	21.8	36.4	37.5	38.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	70.3	34.5	41.8	47.0
无形及递延性资产	538.3	523.0	523.0	523.0	<b>三、利润总额</b>	<b>238.6</b>	<b>318.0</b>	<b>442.0</b>	<b>604.3</b>
其它非流动资产	15.3	11.5	11.5	11.5	减：所得税费用	51.3	73.4	66.3	90.6
<b>资产总计</b>	<b>6,191.6</b>	<b>8,111.9</b>	<b>8,606.5</b>	<b>9,178.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>187.3</b>	<b>244.6</b>	<b>375.7</b>	<b>513.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,133.0</b>	<b>2,604.4</b>	<b>2,723.3</b>	<b>2,781.7</b>	归属母公司净利润	183.3	254.5	399.6	537.5
短期借款	574.5	1,545.8	1,545.8	1,545.8	少数股东损益	4.0	-10.0	-23.9	-23.9
应付账款	351.9	414.8	554.5	646.0	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>365.5</b>	<b>365.5</b>	<b>365.5</b>	<b>365.5</b>
预收帐款	116.6	149.6	199.8	239.5	<b>EPS(元)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.70</b>	<b>1.09</b>	<b>1.47</b>
其它流动负债	90.1	494.3	423.2	350.4					
<b>非流动负债</b>	<b>3,089.0</b>	<b>3,183.8</b>	<b>3,183.8</b>	<b>3,183.8</b>					
长期借款	2,896.2	2,980.5	2,980.5	2,980.5					
专项及预计负债	15.2	18.1	18.1	18.1					
其它非流动负债	177.7	185.2	185.2	185.2					
<b>负债合计</b>	<b>4,222.0</b>	<b>5,788.3</b>	<b>5,907.1</b>	<b>5,965.5</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>277.4</b>	<b>388.7</b>	<b>364.8</b>	<b>340.9</b>					
股本	365.5	365.5	365.5	365.5					
资本公积与其它	740.5	765.2	765.2	765.2					
留存收益	586.2	804.2	1,203.8	1,741.3					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,692.1</b>	<b>1,934.9</b>	<b>2,334.5</b>	<b>2,872.0</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,191.6</b>	<b>8,111.9</b>	<b>8,606.5</b>	<b>9,178.5</b>					
现金流量表				单位：百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>385.9</b>	<b>124.0</b>	<b>50.5</b>	<b>280.3</b>	<b>成长能力</b>				
净利润	187.3	244.6	375.7	513.6	营业收入	53.7%	37.1%	27.3%	18.4%
折旧摊销	159.1	200.0	217.5	216.5	营业毛利	58.3%	10.8%	-5.9%	31.8%
财务费用	123.5	122.8	-62.4	-62.2	主业盈利	89.1%	5.3%	-27.3%	51.5%
投资损失	-17.3	-17.0	-66.5	-66.5	母公司净利	32.0%	38.9%	57.0%	34.5%
营运资金变动	-129.4	-450.5	-343.3	-263.7	<b>获利能力</b>				
其它变动	62.6	24.1	-70.5	-57.4	毛利率	15.2%	13.2%	14.6%	15.6%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-873.1</b>	<b>-1,323.2</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.0</b>	主业盈利/收入	9.0%	6.9%	3.9%	5.0%
资本支出	-1,098.5	-1,296.8	-68.6	-68.6	ROS	4.0%	3.8%	4.6%	5.3%
长期投资	-70.7	-36.9	0.0	0.0	ROE	10.8%	13.2%	17.1%	18.7%
其它变动	296.2	10.4	66.5	66.5	ROIC	3.6%	3.8%	5.5%	6.9%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>532.8</b>	<b>1,320.9</b>	<b>62.4</b>	<b>62.2</b>	<b>偿债能力</b>				
债务融资	384.7	1,455.6	0.0	0.0	资产负债率	68.2%	71.4%	68.6%	65.0%
权益融资	322.9	31.1	0.0	0.0	利息保障倍数	1.3	2.0	-6.0	-8.3
其它变动	-174.7	-165.8	62.4	62.2	速动比率	0.67	0.41	0.53	0.70
<b>汇率变动影响</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	经营现金净额/当期债务	0.67	0.08	0.03	0.18
<b>现金净增加额</b>	<b>45.4</b>	<b>121.7</b>	<b>110.8</b>	<b>340.5</b>	<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.76	0.79	0.95	1.05
					应收账款天数	33.21	27.84	28.52	28.64
					存货天数	41.69	54.13	54.19	54.19
					<b>每股指标(元)</b>				
					主业盈利/股本	1.15	1.21	0.88	1.33
					每股经营现金流	1.06	0.34	0.14	0.77
					每股净资产	3.87	4.23	5.39	6.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	39.14	28.19	17.96	13.35
					P/B	5.07	4.64	3.64	2.83
					P/S	1.53	1.12	0.88	0.74
					EV/EBITDA	18.18	17.91	21.23	15.79

数据来源：公司公告 第一创业研究所整理

## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 [www.fcsc.cn](http://www.fcsc.cn)

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL: 021-68551658 FAX: 021-68551281

P.R.China: 200135