

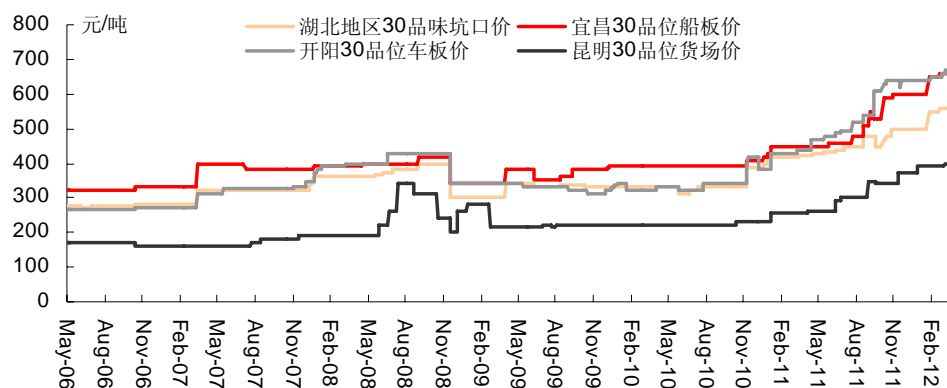
公司业绩增长主要来自磷矿石价格上涨

2011 国内磷矿石价格持续上涨，公司矿石毛利率达到 80.94%，同比提高 7.34 个百分点，毛利达到 4.46 亿，同比增长 1.83 亿元，增幅 70%。公司主营业务毛利 8.89 亿，同比增长 1.96 亿元，主要来自磷矿石毛利增加的贡献，磷矿占公司主营业务毛利比重达到 50.2%，成为公司最重要的利润来源。我们认为，国内磷矿石价格仍处于上涨通道。

国内磷矿石价格持续上涨

国内磷矿石价格自 2010 下半年起持续上涨，各地累计涨幅已在 70% 左右，贵州开阳等地区高品位磷矿累计上涨幅度已经超过 90%。

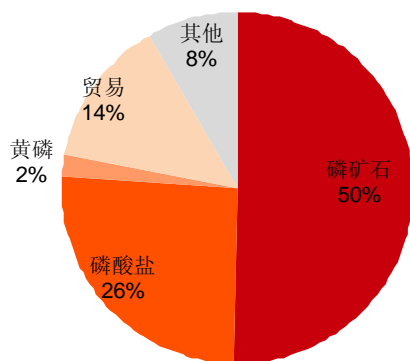
图 1： 国内磷矿石价格持续上涨



资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

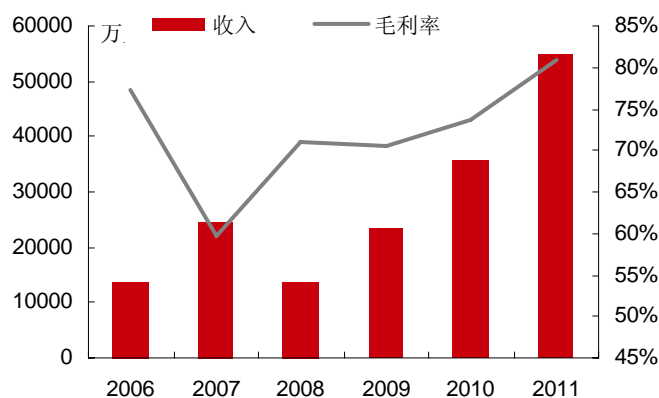
公司磷矿石毛利已经占主营业务毛利的 50%

图 2： 公司主营产品毛利占比



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3： 公司磷矿石收入及毛利率



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

公司磷矿储量、产量仍有增长空间

公司目前磷矿储量 1.5 亿吨左右，大股东宜昌兴发收购湖北磷化集团磷矿注入上市公司、以及瓦屋四矿段和树崆坪后坪矿探矿权转为采矿权的预期持续存在。子公司保康楚烽 11 年净利润 0.27 亿，我们按磷矿净利润 100 元/吨估算，该磷矿销量 27 万吨左右，低于 100 万吨/年产能水平，我们认为这与该矿事故后，产能处于恢复阶段有关；武山矿区变更范围已获批复，开采面积、深度均将有提高，由此我们预计公司 12 年磷矿产量将有显著增长。

表格 1：兴发集团磷矿情况

时间	矿山	方式	储量 (万吨)	产量 (万吨)	金额 (万元)
原有	瓦屋		5000	50	
2006	保康楚烽化工	收购 70%股权	7300	100	5030
2006	神农架武山磷矿	收购 70%股权	600	20	3504
2010	树空坪	100%股权	1006	65	8107
	葛坪磷矿		340	20	1702
	申家山磷矿		352	25	1544
	蒋家湾磷矿		314	20	1676
合计			13906	235	

资料来源：公司公告，联合证券研究所统计

注：黄色部分为资产评估值，最后树空坪公司股权实际成交值为 8107 万元，相当于溢价 65%

磷矿石价格仍处上涨通道

生产成本上涨

磷矿开采边际成本不断增长

短期柴油等原材料价格上涨直接增加矿石生产成本，大型挖掘机械、运输车辆几乎全部以柴油为原料。

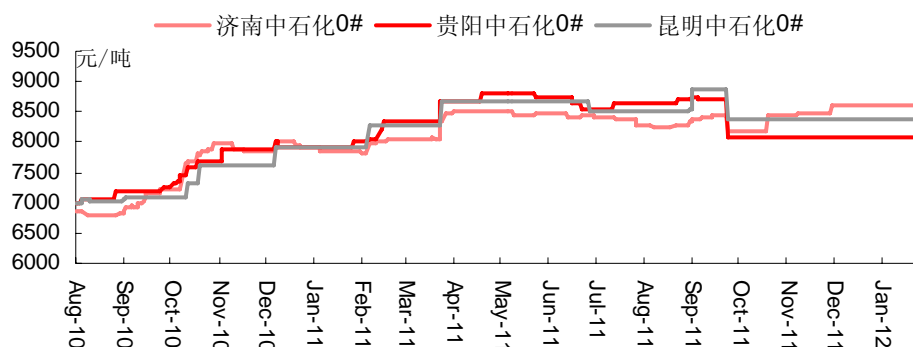
矿山长期开采，云南部分大型矿山已经开采超过 40 年，矿坑深度超过 100 米，矿山开采难度增加，云南当地采矿目前平均挖掘 4.5 米深土地才可开采 1 米高磷矿层，同时，残土的运输距离也大幅增长。

环保费用提高，大型磷矿开采过程中，需要洒水作业，以避免扬尘；待矿山开采完毕后，矿坑需大规模绿色植被覆盖。

新建磷矿的土地征地费用，也有大幅增长，我们了解，目前部分地区征地费高达 1000-2000 万元/亩。

全国大型磷矿生产企业已经开始利用浮选矿装置，开发中低品位磷矿，生产成本将有大幅提高。

图 1： 国内柴油价格



资料来源：百川资讯，华泰联合证券研究所

税费增加

云南省 2011 年初将资源税调高 3 元/吨，与其他三省达到一致在 15 元/吨，并继续征收磷矿开采反哺费等，国家大幅上调磷矿石资源税的方案也在讨论中。

长期资源价值体现

国内资源价值长期被低估

中国属磷矿资源丰富地区，据美国地质协会（USGS）数据显示，中国目前磷矿储量居世界第三位，但产量世界第一，国内磷矿供给充足，且过往中小磷矿数量较多。国内磷肥价格与国际接近，但国内磷矿石价格仅相当于国际价格的 50% 左右，显示磷资源价值长期被低估。

高品位磷矿紧张

中国磷矿资源丰富，但品位较低，保有磷矿资源储量 167.86 亿吨，其中 30% 品位以上的富矿只占有 6.6%，富矿整体供应匮乏。

据我们调研情况，国内部分原有的富矿地区，开采已经在 40 年左右，高品位磷矿资源濒临枯竭，3-5 年前常见的 30% 品位以上的磷矿已经变得非常稀少，主要磷矿品位已经降至 28%-29% 左右，且仍然以每年 0.5 至 1 个百分点的水平降低。

一些大型矿山的原矿石开采能力仍有提升的空间，加大挖掘、运输等机械设备投入即可，但将原矿石折合为 30% 品位标准矿的量，由于矿石品位的降低，已经很难大幅提升。据中华商务网消息，云南部分大型磷肥企业，由于难以得到高品位磷矿，而不得不将磷酸二铵品位由 64% 下降至 60%-62% 的水平。

矿山整合不断进行

国内矿山整合不断进行，磷矿由 2007 年的 414 家减少到 2009 年的 339 家，3 年减少 75 家，减少 18%；大型矿山由 2007 年的 10 家增加到 17 家。

我们了解，整合已经取得显著成果的云南、贵州等省内的优势企业，对区域内的小矿山企业收购仍在持续进行，随着区域内市场占有率的提高，优势企业的议价能力更强。

地方政府也出台相关政策，如湖北省出台相关意见，对省内磷矿限采，并将重组和关闭产能 15 万吨/年以下磷矿企业。我们认为，磷矿资源价值将长期体现。

投资建议：

公司磷矿资源丰富，磷矿石处于长期上涨通道。大股东收购湖北磷化集团磷矿注入上市公司，以及瓦屋四矿段和树崮坪后坪矿探矿权转为采矿权的预期仍存在。

我们预计 2012 年公司磷矿均价、销量均将高于 2011 年，60 万吨/年磷肥项目年中前后有望投产，我们维持公司 12 年 EPS 为 0.89 元预测，当前 PE 23 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

农产品价格大幅波动影响农化产品及磷矿石需求；增发项目进度低于预期；股市系统性风险等。

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1465	1941	2249	2520	营业收入	6569	9892	10649	12157
现金	424	638	687	785	营业成本	5660	8686	9260	10635
应收账款	201	302	326	372	营业税金及附加	87	99	106	122
其他应收款	39	33	36	49	营业费用	140	198	213	219
预付账款	117	87	93	106	管理费用	175	218	234	255
存货	562	860	917	1053	财务费用	182	306	347	334
其他流动资产	121	20	191	154	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	6784	6733	6784	6908	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	265	265	265	265	投资净收益	11	20	20	20
固定资产	4076	4855	5251	5547	营业利润	331	406	509	611
无形资产	696	696	696	696	营业外收入	22	0	0	0
其他非流动资产	1748	918	573	401	营业外支出	47	0	0	0
资产总计	8249	8674	9033	9428	利润总额	306	406	509	611
流动负债	2794	3041	2894	2699	所得税	73	81	102	122
短期借款	486	1927	1765	1393	净利润	233	325	407	489
应付账款	446	704	810	925	少数股东损益	1	0	1	1
其他流动负债	1862	411	319	381	归属母公司净利	232	325	406	488
非流动负债	2946	2798	2898	2998	EBITDA	728	922	1104	1222
长期借款	2698	2798	2898	2998	EPS (元)	0.64	0.89	1.11	1.34
其他非流动负	248	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	5740	5839	5792	5697	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	610	610	611	612	成长能力				
股本	365	365	365	365	营业收入	40.4%	50.6%	7.7%	14.2%
资本公积	625	625	625	625	营业利润	15.2%	22.7%	25.3%	20.2%
留存收益	898	1234	1640	2129	归属母公司净利	26.8%	39.7%	25.0%	20.2%
归属母公司股	1899	2224	2631	3119	获利能力				
负债和股东权	8249	8674	9033	9428	毛利率(%)	13.8%	12.2%	13.0%	12.5%
现金流量表					净利率(%)	3.5%	3.3%	3.8%	4.0%
单位: 百万元					ROE(%)	12.2%	14.6%	15.4%	15.7%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	6.3%	8.5%	9.8%	10.6%
经营活动现金	557	352	738	1083	偿债能力				
净利润	233	325	407	489	资产负债率(%)	69.6%	67.3%	64.1%	60.4%
折旧摊销	215	211	248	276	净负债比率(%)	74.81	81.25	80.85	77.42
财务费用	182	306	347	334	流动比率	0.52	0.64	0.78	0.93
投资损失	-11	-20	-20	-20	速动比率	0.32	0.35	0.46	0.54
营运资金变动	-71	-433	-248	-3	营运能力				
其他经营现金	7	-37	4	6	总资产周转率	0.91	1.17	1.20	1.32
投资活动现金	-1606	-280	-280	-380	应收账款周转率	26	37	32	33
资本支出	1587	300	300	400	应付账款周转率	14.20	15.12	12.23	12.26
长期投资	-59	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-78	20	20	20	每股收益(最新)	0.64	0.89	1.11	1.34
筹资活动现金	1286	143	-409	-606	每股经营现金流	1.52	0.96	2.02	2.96
短期借款	286	1440	-162	-372	每股净资产(最	5.20	6.09	7.20	8.53
长期借款	-198	100	100	100	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	32.87	23.53	18.82	15.65
资本公积增加	16	0	0	0	P/B	4.02	3.44	2.91	2.45
其他筹资现金	1182	-1398	-347	-334	EV/EBITDA	16	13	11	10
现金净增加额	236	215	49	97					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司