

原材料 - 化工

2012 年 6 月 26 日

市场数据	2012 年 6 月 25 日
当前价格 (元)	20.54
52 周价格区间 (元)	15.26-27.39
总市值 (百万)	7506.96
流通市值 (百万)	7390.20
总股本 (百万股)	365.48
流通股 (百万股)	359.80
日均成交额 (百万)	232.99
近一月换手 (%)	47.81%
第一大股东	宜昌兴发集团有限责任公司
公司网址	http://www.xingfagroup.com

财务数据	FYE
毛利率	13.83%
净利率	3.54%
净资产收益率	12.24%
总资产收益率	2.82%
资产负债率	69.58%
市盈率	32.30
市净率	3.95

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
兴发集团	-59.35%	-11.19%	-6.82%
沪深 300	-4.53%	-3.78%	-18.86%

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

“矿电磷一体化”龙头，长期受益可期

—兴发集团（600141）深度分析报告

评级： 增持

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	6569	9387	12414	14662
净利润 (百万元)	233	339	486	588
每股收益 (元)	0.64	0.92	1.32	1.60
净利润增长率%	26.8%	45.1%	43.5%	21.0%
每股净资产 (元)	5.20	6.12	7.44	9.05
市盈率	32.29	22.25	15.51	12.82
市净率	3.95	3.36	2.76	2.27
EV/EBITDA	17	14	11	9

资料来源：世纪证券研究所

- **公司概况：“矿电磷一体化”龙头。**公司是国内最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业，拥有“矿电磷一体化”产业链，拥有磷矿可采储量为 2.2 亿吨，年产能总量为 500 万吨，勘探阶段磷矿储量为 1.5 亿吨，公司现有电站 18 座，年发电量 3.5-4 亿千瓦时，电力自给率为 45%-50%。
- **行业分析：国内磷矿石价格上涨、整合、精细化发展是长期趋势。**中国磷矿石产量全球第一，2011 年占比为 37.79%，远超 5.20% 的储量占比，估算仅够开采 45 年，资源实质稀缺，但目前国内磷矿石价格仅为国际价格的 50%，预计随着各磷矿资源国出口限制，需求持续增长，生产成本上升，国内磷矿石资源价格将重估，呈长期上涨趋势；国内磷矿石分布区域集中度高，湖北省未来磷矿整合空间较大；随着磷矿石和电力价格上涨，“矿电磷一体化”产业链是企业发展趋势；目前国内传统基础磷化工产能已经过剩，磷化工精细化发展是大势所趋。
- **公司投资亮点：**1) 在磷化工上市公司中每股磷矿储量和产能均位于第一，若磷矿石吨价格上涨 100 元，公司 EPS 理论上增厚 0.5 元，业绩对磷矿石价格上涨敏感性最大；2) 非公开增发利于项目投产贡献业绩，预计 60 万吨磷铵项目将于 2012 年上半年投产，200 万吨选矿项目预计 2013 年投产；3) 磷化集团股权收购完成，预计店子坪和数崮坪磷矿项目 2014 年可投产，预计将年增权益净利润 1.47 亿元，是未来业绩增长点；4) 精细磷化工领域：电子级磷酸、水处理剂项目值得期待。
- **盈利预测及投资评级。**根据我们的盈利预测，2012 - 2014 年公司每股收益分别为 0.92/1.32/1.60 元，对应市盈率分别为 22.25/15.51/12.82 倍，2012 年估值低于近两年来的市盈率均值，未来公司将长期受益于磷矿石价格上行和湖北省磷矿资源整合，给予“增持”评级。
- **风险提示。**磷矿石毛利率下滑的风险；新建项目投产进度和盈利能力不达预期风险。

目录

一、公司概况：“矿电磷一体化”龙头	3
1.1 公司简介	3
1.2 股权结构	4
二、行业分析：国内磷矿石价格上涨、整合、精细化发展是长期趋势	4
2.1 磷化工行业简介	4
2.2 磷矿石供需分析	5
2.2.1 全球磷矿石：资源高度集中，需求稳定增长，出口限制减少供给	5
2.2.2 国内磷矿石：磷矿石实质稀缺，需求将持续增长	7
2.3 国内磷矿石价格：将呈长期上涨趋势	9
2.3.1 磷矿石品位下降，生产成本上升	9
2.3.2 磷矿价格远低于国际，资源有待重估	9
2.4 行业发展方向是整合&一体化	10
2.4.1 国内磷矿生产企业集中度逐渐提升	10
2.4.2 磷肥产能过剩，政策驱动、磷矿石上涨推动行业整合	11
2.4.3 行业整合升级方向是“矿电磷一体化”	12
2.5 磷化工精细化发展是大势所趋	12
2.5.1 传统基础磷化工产品产能过剩	12
2.5.2 基础磷化工产品出口成本增加	13
2.5.3 政策支持磷化工精细化发展	13
三、公司竞争力分析	14
3.1 “矿电磷一体化”优势	14
3.2 业绩对磷矿石价格上涨敏感性最大	15
3.3 全球化营销体系优势	15
四、公司投资亮点	16
4.1 非公开增发利于项目投产贡献业绩，推动产业升级	16
4.2 磷化集团股权收购完成，未来业绩增长点	17
4.3 精细磷化工领域的拓展值得期待	17
五、盈利预测&评级	18
六、风险提示	19
附：三大财务报表	20

一、公司概况：“矿电磷一体化”龙头

1.1 公司简介

公司是国内最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业，拥有“矿电磷一体化”产业链，业务覆盖了精细磷化工行业从矿石、能源供应到下游产品生产的各个主要环节。

公司主要产品包括磷矿石、黄磷、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠、五硫化二磷等。截止 2011 年底，公司已形成了年产磷矿石 275 万吨、黄磷 7.65 万吨、三聚磷酸钠 26 万吨、六偏磷酸钠 4.8 万吨以及次磷酸钠 1.2 万吨的生产能力。

公司主营业务突出，磷矿石利润贡献逐年增加。近 3 年，公司收入的 85%以上是由贸易产品、磷酸盐、磷矿石产品构成，虽然贸易产品占比较大，但公司 75%以上的利润则是由磷酸盐和磷矿石构成，其中 2011 年磷矿石业务利润占比提升约 13 个百分点至 50.17%，毛利率约为 81%，提升 7 个百分点，主要受益于磷矿石量价齐升，均价同比上涨 44.5%，销量同比增长 7%，收入同比增长约 54%。

Figure 1 公司主营业务收入构成

收入构成	2009	2010	2011
贸易产品	37.06%	56.71%	63.03%
磷酸盐	41.37%	24.32%	17.17%
磷矿石	8.00%	7.70%	8.44%
液碱	0.00%	1.78%	3.58%
磷酸	2.99%	2.09%	2.18%
黄磷	3.60%	2.09%	1.65%
液氯	0.00%	1.07%	1.01%
供电	0.00%	0.00%	0.71%
二甲基亚砷	5.12%	1.25%	0.58%
五硫化二磷	0.86%	0.67%	0.49%
磷肥	0.00%	0.74%	0.44%
四羟甲基硫酸磷	0.62%	0.63%	0.41%
装卸	0.22%	0.44%	0.30%

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司主营业务利润构成

利润构成	2009	2010	2011
贸易产品	3.23%	9.72%	13.63%
磷酸盐	45.43%	42.63%	25.96%
磷矿石	37.65%	37.94%	50.17%
液碱	0.00%	2.10%	8.20%
磷酸	3.36%	2.57%	0.88%
黄磷	2.82%	1.49%	1.95%
液氯	0.00%	-0.81%	-4.47%
供电	0.00%	0.00%	1.51%
二甲基亚砷	4.90%	0.97%	-0.24%
五硫化二磷	0.88%	0.90%	0.54%
磷肥	0.00%	0.04%	0.53%
四羟甲基硫酸磷	2.47%	1.58%	0.63%
装卸	0.14%	1.20%	0.71%

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司主营业务毛利率情况

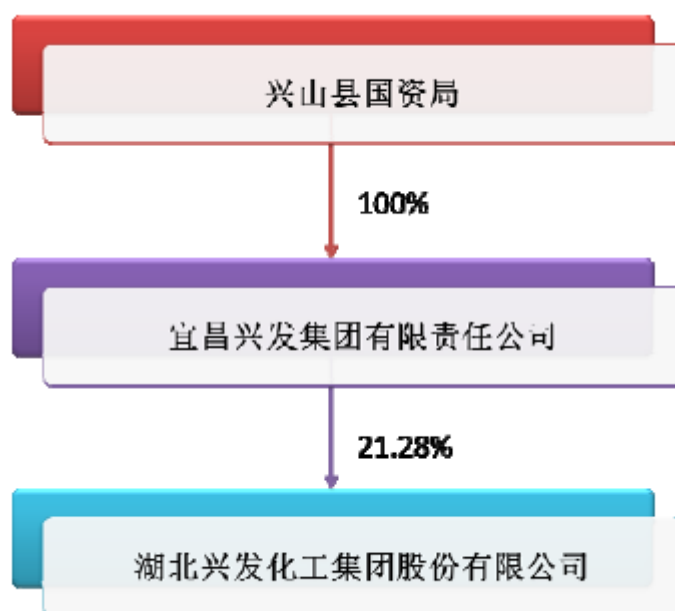
毛利率	2008	2009	2010	2011
贸易产品		1.31%	2.56%	2.95%
磷酸盐	29.99%	16.47%	26.18%	20.59%
磷矿石	70.94%	70.57%	73.60%	80.94%
液碱			17.61%	31.19%
磷酸	46.41%	16.87%	18.37%	5.52%
黄磷	27.92%	11.78%	10.64%	16.09%
液氯			-11.23%	-60.25%
供电				28.95%
二甲基亚砷	12.53%	14.35%	11.58%	-5.70%
五硫化二磷	24.75%	15.21%	19.99%	14.99%
磷肥			0.91%	16.27%
四羟甲基硫酸磷	68.42%	59.60%	37.31%	21.18%
装卸		9.56%	41.16%	31.80%

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.2 股权结构

截至 2012 年 2 月 29 日，公司实际控制人为兴山县国资局，控股股东宜昌兴发持有公司 21.28% 的股权。

Figure 4 公司股权结构



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

二、行业分析：国内磷矿石价格上涨、整合、精细化发展是长期趋势

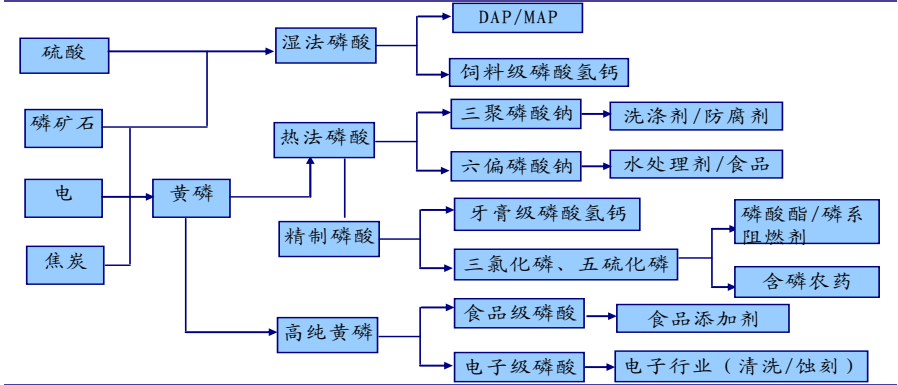
2.1 磷化工行业简介

磷是重要的化工原料，是农作物生长的必要元素，工业用磷必须大量从磷矿中提取，用于制造黄磷、磷酸、磷肥、磷酸盐等，磷矿石多产于沉积岩，也有产于变质岩和火成岩。

磷化工产业链包括上游的磷矿石开采，中游的磷元素的富集、加工，下游的磷肥、精细磷化工产品的生产。磷化工产品 在农业、化工、医药、食品领域有着广泛的应用，从国内外磷矿石的消费结构来看，**下游磷肥占比最大，接近 70%**，其次是精细磷化工产品。

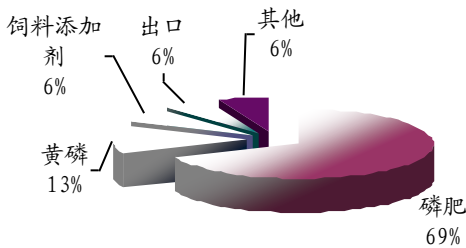
磷化工工业一般包括湿法路线和干法路线。湿法路线是由磷矿石与硫酸反应制备湿法磷酸及磷肥等对杂质要求不高产品的过程；干法路线一般是由磷矿石与硅石、焦炭反应，先制备黄磷，再生产氯化磷、磷酸盐、有机磷化物等产品的过程。

Figure 5 磷化工产业链概览



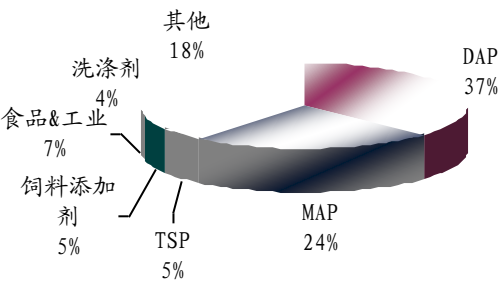
资料来源：世纪证券研究所

Figure 6 国内磷矿石消费结构



资料来源：中华商务网、世纪证券研究所

Figure 7 世界磷矿石消费结构



资料来源：中华商务网、世纪证券研究所

2.2 磷矿石供需分析

2.2.1 全球磷矿石：资源高度集中，需求稳定增长，出口限制减少供给

根据美国地质勘探局（USGS）2012 年矿产品报告，世界磷矿石储量合计约为 710 亿吨，其中摩洛哥&西撒哈拉、伊拉克、中国储量排名位居前三，占比分别为 70.27%、8.15%、5.20%，合计约 84%，**全球磷矿石资源分布高度集中。**

各资源国出口限制将减少磷矿石供给。近年来各国开始注重磷矿石的资源属性，如美国从 1980 年开始已经明令减少出口磷矿石，同时开采量逐步降低，2002 年美国强力停止了磷矿石的出口，2011 年进口磷矿石 330 万吨，消费占比为 10.38%，同比提升 2.5 个百分点；摩洛哥于 2007 年以后减少磷矿石出口，新增产能主要用于磷肥生产和出口；中国也于 2003 年取消出口退税优惠，2007 年 6 月 1 日起将磷矿石出口关税税率提高 10%至 20%，出口量明显减少，2001 年出口磷矿石近 500 万吨，2012 年出口配额为 120 万吨，比 2011 年减少 30 万吨。

预计全球对磷矿石需求亦将稳定增长。根据国际肥料工业协会（IFA）预计，在未来五年内，将会有近 40 套新建 MAP、DAP 和 TSP 装置在十

一个国家投产。以 2010 年为基础，全球主要加工磷肥品种产能将净增 780 万吨 P2O₅，到 2015 年达到 4440 万吨 P2O₅；预计 2015 年全球磷酸供应将达到 4780 万吨 P2O₅，以 2010 年为基础，年均增长为 3.9%。

Figure 8 全球磷矿石储量及占比

国家	储量 (亿吨)	占比
摩洛哥&西撒哈拉	500	70.27%
伊拉克	58	8.15%
中国	37	5.20%
阿尔及利亚	22	3.09%
叙利亚	18	2.53%
约旦	15	2.11%
南非	15	2.11%
美国	14	1.97%
俄罗斯	13	1.83%
其他国家	5	0.70%
巴西	3.1	0.44%
澳大利亚	2.5	0.35%
秘鲁	2.4	0.34%
以色列	1.8	0.25%
塞内加尔	1.8	0.25%
埃及	1	0.14%
突尼斯	1	0.14%
多哥	0.6	0.08%
墨西哥	0.3	0.04%
印度	0.061	0.01%
加拿大	0.02	0.00%
合计	711.581	100%

资料来源：USGS、世纪证券研究所

Figure 9 全球磷酸供需情况 单位：百万吨

	2011	2012	2013	2014	2015
供应					
产能	51.4	52.9	54.9	56.6	57.6
总供应*	42.1	44.0	45.0	46.4	47.8
需求					
肥料需求	34.3	35.4	36.3	37.2	38.0
非肥料需求	5.6	5.9	6.0	6.1	6.0
流通损失	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
总需求	40.7	42.1	43.1	44.1	44.9
潜在平衡	1.4	1.9	1.9	2.2	2.9
占供应%	3	4	4	5	6

资料来源：IFA、世纪证券研究所

2.2.2 国内磷矿石：磷矿石实质稀缺，需求将持续增长

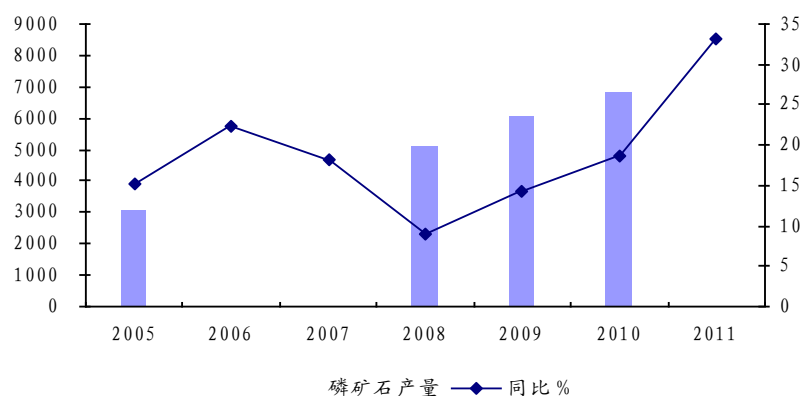
国内磷矿石产量全球第一，储量仅够开采 45 年，属稀缺资源。根据 USGS 在 2012 年报告预测数据显示中国磷矿石产量全球占比位于第 1 位，2011 年占比为 37.79%，远超 5.20% 的储量占比。而实际数据更高，根据国家统计局数据，2011 年，国内磷矿石产量为 8122 万吨，同比增速为 33%，若按照 37 亿吨的储量计算，仅够开采 45 年。

Figure 10 2011 年预计全球磷矿石产量及占比

国家	产量 (万吨)	占比
中国	7200	37.79%
美国	2840	14.91%
摩洛哥&西撒哈拉	2700	14.17%
俄罗斯	1100	5.77%
其他国家	740	3.88%
巴西	620	3.25%
约旦	620	3.25%
埃及	600	3.15%
突尼斯	500	2.62%
以色列	320	1.68%
叙利亚	310	1.63%
澳大利亚	270	1.42%
南非	250	1.31%
秘鲁	240	1.26%
阿尔及利亚	180	0.94%
墨西哥	162	0.85%
印度	125	0.66%
加拿大	100	0.52%
塞内加尔	95	0.50%
多哥	80	0.42%
伊拉克	-	-
合计	19052	100%

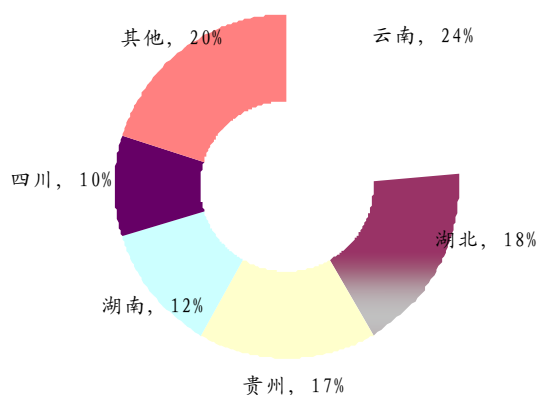
资料来源：USGS、世纪证券研究所

Figure 11 国内磷矿石产量及增速



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

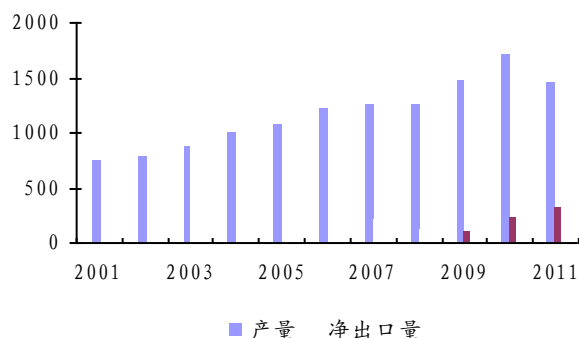
Figure 12 国内磷矿石储量区域分布



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

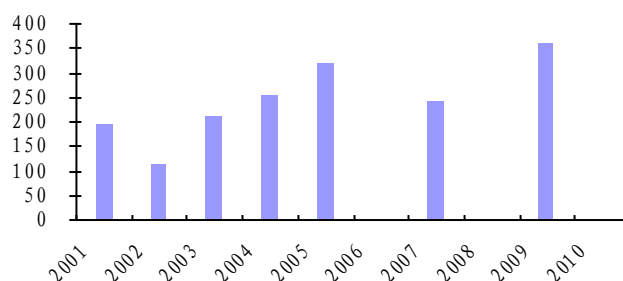
国内磷矿石需求将持续增长。从磷矿下游主要消费领域来看，磷肥约消耗磷矿 7 成，磷肥产量和出口增加，对磷矿石的需求将保持增长。“十一五”期间我国磷肥工业发展迅速，2006 年国内磷肥基本实现自给，结束了依赖进口的时代，2005-2010 年期间约新增磷肥（实物量）1200 万吨，较前“十五”期间增长 17%，2001-2011 年国内磷肥产量年均符合增长率约为 7%，2011 年磷肥产量为 1462.40 万吨，出口 327.52 万吨，同比增长 23.66%，约占产量的 22.40%。未来随着人口增加，农业需求总量不断增长，农耕面积的减少，预计磷肥需求将稳步增加，对磷矿石需求亦保持增长。

Figure 13 磷肥产量及进出口量 单位：万吨



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 14 国内磷肥新增产能



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

2.3 国内磷矿石价格：将呈长期上涨趋势

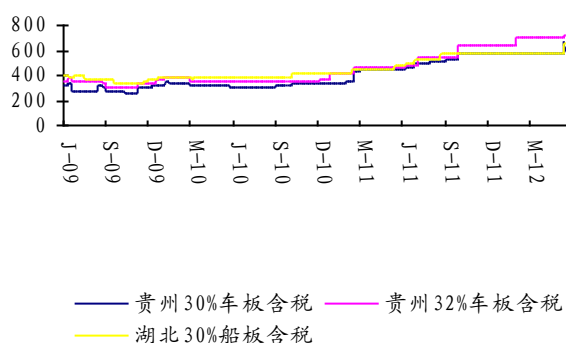
2.3.1 磷矿石品位下降，生产成本上升

全球磷矿石平均品位下降，根据国际肥料工业协会 (IFA) 数据显示，全球磷矿石平均品位已从 2002 年 31.7% 下降至目前的 30.5% 左右，将增加选矿成本；中国磷矿石品位低，选矿成本较高，人力、能源、物流等价格上升，增加生产成本。俄罗斯、摩洛哥、美国以及非洲的一些国家都是富矿汇集地区，磷矿品位都在 30% - 39%，根据国土资源部发布的《中国矿产资源报告 2011》显示在中国磷矿中，五氧化二磷大于 30% 的富矿只占 8.5%，不能直接利用的中低品位磷资源占 90% 以上，平均品位仅为 16.8%，远低于全球平均水平，大部分磷矿石需经选矿才能利用，选矿成本较高，而国内采富弃贫现象普遍，富矿储量逐渐减少，导致磷矿石平均品位下降，选矿成本呈上升趋势。

2.3.2 磷矿价格远低于国际，资源有待重估

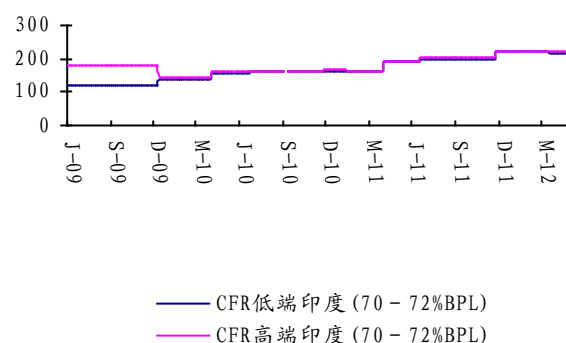
由于出口限制和磷矿品位的原因，国内磷矿石历史均价不足国际价格的 4 成，目前仍低 50%。从近 3 年的历史数据来看，国内磷矿石（30%-32%）车板均价为 440 元/吨，而品位相差不大的国际 CFR 高端印度（70 - 72%BPL）低高端均价为 176 美元/吨，以美元兑人民币平均汇率 6.6 计，约为 1160 元/吨，国内磷矿历史均价不足国外同等磷矿石价格的 4 成；目前国内磷矿石（30%-32%）车板均价为 666 元/吨，国际 CFR 高端印度（70 - 72%BPL）低高端均价为 217.5 美元/吨，以美元和人民币的最新汇率 6.3 计，约 1370 元/吨，国内外磷矿石价差有所缩小，但国内价格仍低于国际价格约 50%，资源价格有待重估。

Figure 15 国内磷矿石价格走势

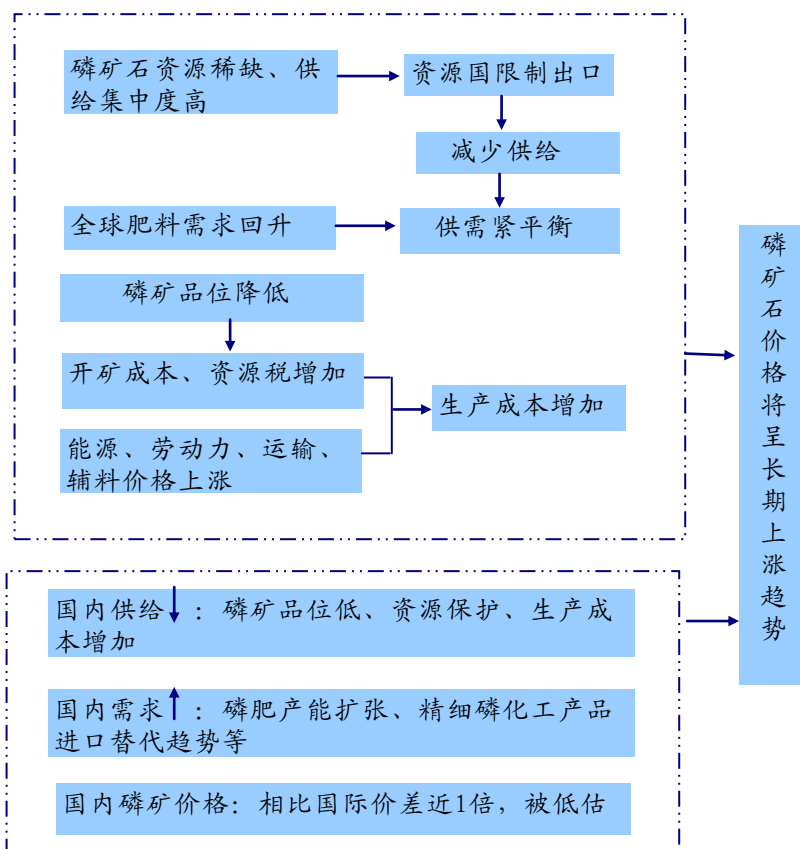


资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

Figure 16 国际磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所



资料来源：世纪证券研究所

2.4 行业发展方向是整合&一体化

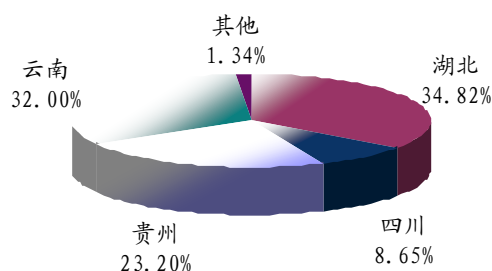
2.4.1 国内磷矿生产企业集中度逐渐提升

磷矿石分布区域集中度高。国内目前已探明磷矿资源分布在 27 个省和自治区，湖北、湖南、四川、贵州和云南是磷矿富集区，五省份磷矿已查明资源储量（矿石量）135 亿吨，约占全国的 80%；按矿区矿石平均品位计算，五省份磷矿资源储备量（P2O5 量）为 28.66 亿吨，约占全国的 90%，另云贵川鄂四省磷矿石的平均品位均在 20%以上，高于全国平均水平。

国内磷矿生产企业集中度逐渐提升。近年来国家筹划行业准入标准和新的环保标准，各地政府出台政策积极推动磷矿资源整合，使优质资源向行业内龙头企业集中。全国磷矿生产企业从 2007 年的 414 家，2010 年已缩减至 194 家。其中云南、贵州地区整合基本见效，磷矿生产企业平均产量分别为 58.87 万吨、65.80 万吨，其中以云南省的云天化集团、贵州省的瓮福、开磷集团为代表。

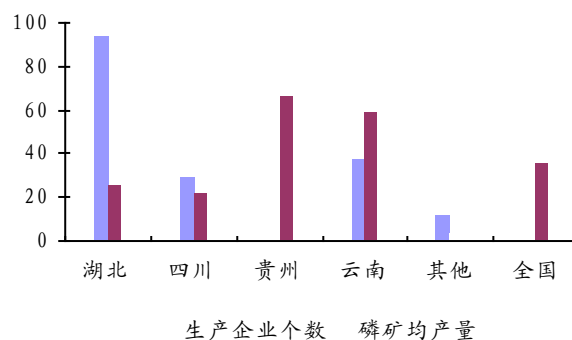
湖北磷矿整合空间较大。湖北省磷矿储量占比仅次于云南，年产量全国占比约为 35%，是国内最大的磷矿石生产区域，而省内九十多家企业，平均产量为 25 万吨，低于全国平均水平 35 万吨。

Figure 18 国内磷矿石产量分布（分省）



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

Figure 19 磷矿生产企业个数及磷矿平均产量（分省）



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

2.4.2 磷肥产能过剩，政策驱动、磷矿石上涨推动行业整合

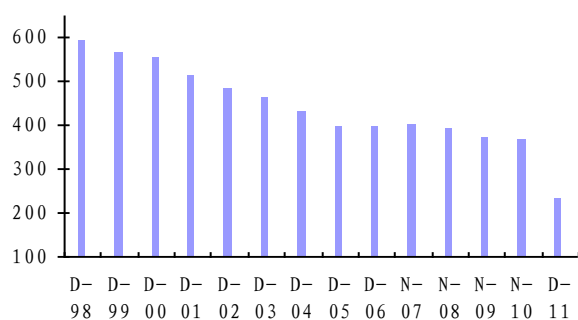
国内磷肥产能过剩，政策驱动磷肥行业整合。目前国内磷肥（折纯）总产能约 2000 万吨 P2O5，国内需求 1050-1200 万吨 P2O5，产能过剩超过 50%。工信部 2012 年 3 月发布《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》，提出三年内原则上不再新建或改扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置（按照区域规划搬迁项目除外）。搬迁的新建或改扩建项目须符合国家产业政策及有关政策规定；

《磷复肥工业“十二五”发展规划思路》提出，要引导基础性高浓度磷复肥继续向磷、硫资源产地集中；对管理水平差、环境污染严重、缺乏竞争力的企业制定政策引导其转产、改产或关闭破产；通过重组、兼并、联合等多种方式组建集团，提高行业集中度，提高企业实力和抗风险能力；

《化肥工业“十二五”发展规划》提出，促进基础肥料向资源产地和优势企业集中。结合兼并重组、原料结构调整和上大压小，在云、贵、鄂、川等磷资源产地，依托现有企业完善大型磷肥基地建设。

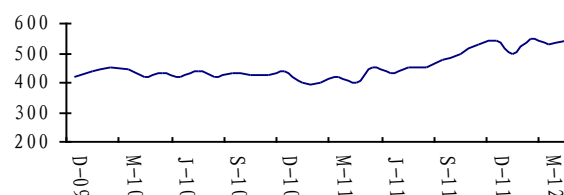
磷矿石价格上涨将助推磷肥行业整合。根据国家统计局数据，2011 年国内磷肥制造企业共 231 家，较 2010 年减少 130 多家，2011 年底国内磷矿（30%）市场价格较 2010 年初约上涨 23%。预计随着国内磷矿资源将向优势企业集中，磷矿石价格上行，而下游非一体化小型磷肥生产企业议价能力将逐渐降低，相比一体化企业无成本优势，将逐渐被市场淘汰和取代。

Figure 20 国内磷肥制造企业个数



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 21 国内磷矿（30%）市场价格走势



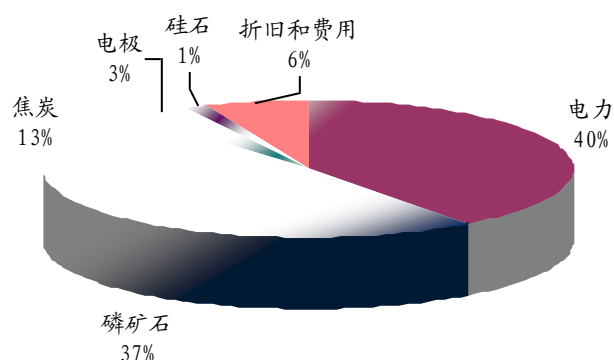
资料来源: wind、世纪证券研究所

2.4.3 行业整合升级方向是“矿电磷一体化”

行业整合升级主要方向是以行业龙头企业为核心，形成具有成本、技术优势的“矿电磷一体化”产业链。我国下游精细磷化工主要通过热法工艺生产黄磷，制取磷酸合成，黄磷是高耗能产品，主要成本为电力、磷矿石和焦炭，电的单耗约为 1.5 万度/吨，磷矿石和电力成本占比约为 75%以上，随着磷矿石和电力价格上涨，“矿电磷一体化”产业链是企业发展趋势。

由于矿石、产品和能源运输距离的限制，“矿电磷一体化”产业链的形成将主要集中在磷矿石和电力资源比较丰富的云贵川鄂地区。预计随着大型磷化工企业进一步整合地区内磷矿石资源和电力生产资源，区域内磷化工的进入门槛将逐步提高，其他企业形成“矿电磷一体化”产业链的难度将越来越高。

Figure 22 黄磷成本构成



资料来源:《黄磷》、世纪证券研究所

2.5 磷化工精细化发展是大势所趋

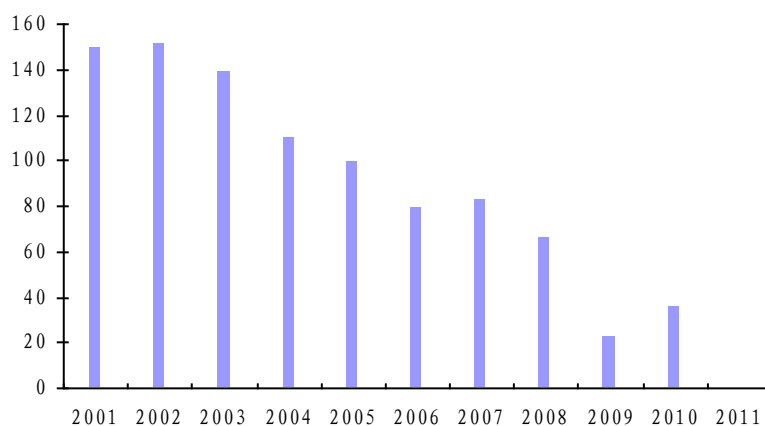
2.5.1 传统基础磷化工产品产能过剩

目前国内传统基础磷化工产能已经过剩而高新产品、专用品依靠进口。精细磷化工是相对于附加值较低,应用广泛的基础磷化工产品(如黄磷、磷酸、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠等),生产高附加值、专用化产品,满足市场差异化需求的产业。2011 年,国内黄磷产能达到 200 多万吨,占全球产能的 85%以上,磷酸及磷酸盐产品总产能已经超过 1000 万吨,均已居世界第一。而黄磷国内外市场加起来的需求量仅有 80 万吨左右,黄磷装置负荷率始终维持在 40%—50%的水平,景气度极差。

2.5.2 基础磷化工产品出口成本增加

传统基础磷化工产品出口成本增加,企业需另寻出路。由于黄磷和部分磷酸盐品种的资源性特征明显,近年来出口政策调控频繁。2009 年 7 月 1 日起出口关税仍执行 20%,对于黄磷这个微利或亏损行业来说,税赋水平并不低。2009 年仅出口 2.1 万吨,同比下降约 67%;2010 年 7 月 15 日国家财政部和税务总局又下发实施《关于取消部分商品出口退税的通知》,有十余个磷酸盐品种被覆盖其中,这无疑增加了出口企业的运行成本,除具有矿电磷一体化优势的企业外,一般企业都难以消化增本因素,出口动力减弱。

Figure 23 黄磷出口数量累计值 单位: 千吨



资料来源: 海关总署、世纪证券研究所

2.5.3 政策支持磷化工精细化发展

国家《产业结构调整指导目录 2011》中提出鼓励新建年产 10 万吨及以上湿法磷酸净化生产装置以及锂电池用磷酸铁锂等项目;《磷化工“十二五”发展规划思路》提出,到 2015 年(磷化工)产品品种将达到 160 种,产值和利税将分别达到 1370 亿元和 200 亿元,其中精细磷化工产值和利税占无机磷化工比重将分别达到 40%和 43%。行业生产能源消耗下降 20%,单位工业增加值用水量降低 30%,单位产品能耗降低 15%,行业“三废”治理率和综合利用率分别达到 95%和 80%以上。

三、公司竞争力分析

3.1 “矿电磷一体化” 优势

公司“矿电磷一体化”产业链的优势主要表现在，通过自产磷矿石和电力，能够锁定黄磷及其他磷化工产品的生产成本，将企业生产的磷矿石和电力的附加值留在企业，提升抗风险能力。

磷矿储备方面。近期公司在完成对磷化集团收购后，拥有的磷矿可采储量为 2.2 亿吨（权益储量 1.89 亿吨），年产能总量为 500 万吨（权益产能 385 万吨），另外公司瓦屋和树崮坪后坪矿区处于勘探阶段，预计磷矿储量为 1.5 亿吨，将增加年产能为 100 万吨，可有效保障磷矿原料供给。

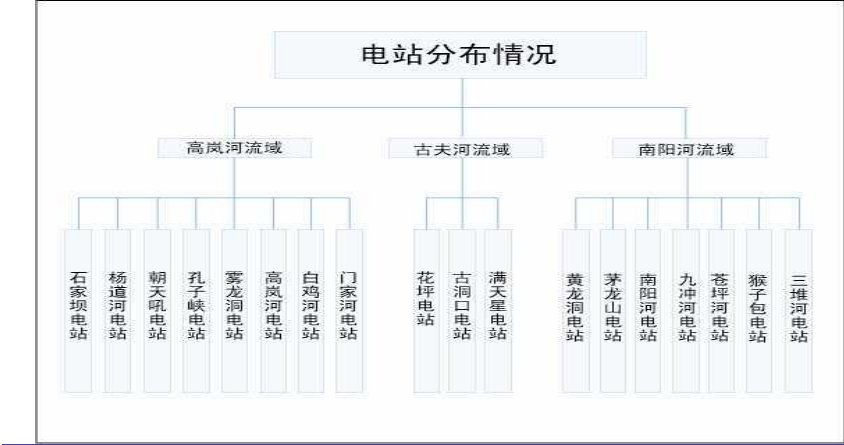
Figure 24 公司磷矿储量及产能

现有磷矿	持股比例	储量 (万吨)	权益储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨)
兴盛矿业	100%	6500	6500	80	80
保康楚峰化工	100%	7300	7300	100	100
神农架武山矿业	70%	600	420	50	35
树空坪矿业	100%	1643	1643	65	65
磷化集团（店子坪、树崮坪）	51%	6026	3073	205	105
合计		22069	18936	500	385
待开发，拥有探矿权					
瓦屋矿区	100%	10400	10400	50	50
树崮坪后坪矿区	100%	4600	4600	50	50
合计		15000	15000	100	100

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

电站分布方面，公司现有电站 18 座，装有水轮发电机组 44 台，总装机容量近 10 万千瓦，年发电量 3.5-4 亿千瓦时，电力自给率为 45%-50%，用电成本为 0.25 元/度，其他企业用电成本为 0.5-0.6 元/度，电力能源保障及成本优势明显。

Figure 25 公司水电站分布情况



资料来源：公司网站

3.2 业绩对磷矿石价格上涨敏感性最大

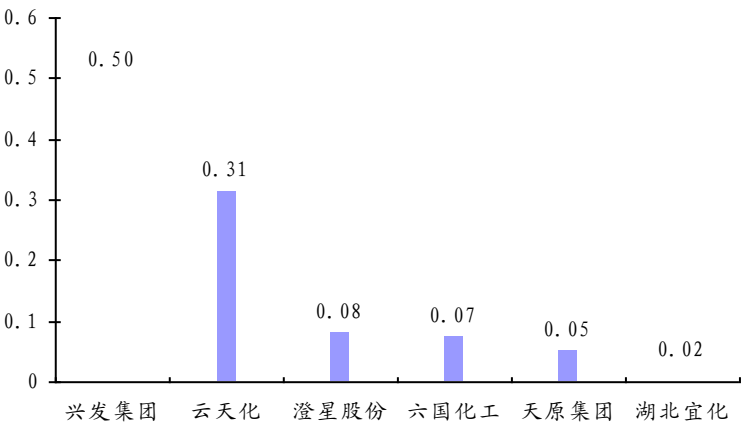
目前国内拥有磷矿储量的相关上市公司合计 6 家，其中云天化已公布拟向发行股票购买大公司磷矿等资源方案（股本按照增发后计），兴发集团每股磷矿储量和每股磷矿产能均位于第一，即使按照未来增发后总股本约 4.35 亿股计，公司仍居首位；上市公司中仅兴发集团有磷矿石外卖，其他大部分公司磷矿为自用，理论上，若磷矿石价格上涨产生的附加值传导顺畅，以磷矿产能为基准，磷矿石吨价格每上涨 100 元，净利率为 47% 计，兴发集团业绩增厚 0.5 元，对磷矿石价格上涨敏感性最大。

Figure 26 国内磷矿相关上市公司

股票代码	上市公司	总股本 (亿股)	磷矿储量 (亿吨)	每股磷矿储量 (吨/股)	磷矿产能 (万吨/年)	每股磷矿产能 (万吨/亿股.年)	备注
600141	兴发集团	3.65	2.2	0.60	385	105.34	完成磷化集团收购，未考虑增发摊薄
600096	云天化	17.20	5	0.29	1150	66.86	股本按照增发后计
600078	澄星股份	6.63	1.5	0.23	110	16.60	
000422	湖北宜化	8.98	2.4	0.27	30	3.34	
002386	天原集团	4.80	0.5	0.10	50	10.42	
600470	六国化工	5.22	0.2	0.04	80	15.34	

资料来源：wind、公司公告、世纪证券研究所

Figure 27 磷矿石吨价格上涨 100 元，磷矿上市公司 EPS 理论变化 单位：元

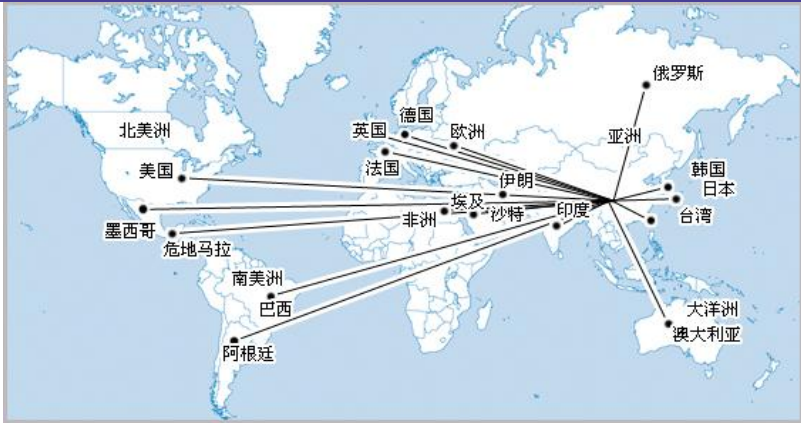


资料来源：wind、世纪证券研究所

3.3 全球化营销体系优势

公司致力于开拓国内国际两大市场，2011 年，公司国外收入占比约为 20%，目前与多家洗涤行业巨头、世界五百强企业建立了战略合作伙伴关系，主导产品出口亚、欧、美、非的 30 多个国家和地区，构建了牢固抗御市场风险能力的营销体系。

Figure 28 公司营销体系



资料来源：公司网站

四、公司投资亮点

4.1 非公开增发利于项目投产贡献业绩，推动产业升级

2012 年 3 月公司发布公告，拟非公开增发不超过 6991 万股，发行价格不低于 19.31 元/股，募集不超过 13.5 亿元。投入收购子公司宜都兴发的少数股权、增资宜都兴发新建 10 万吨湿法磷酸精制项目和新建 200 万吨选矿项目、补充营运资金共 4 个项目。

收购宜都兴发 49%的股权后，宜都兴发将成为公司的全资子公司，有利于投资项目投产贡献业绩。宜都兴发在建第一套“836”项目（80 万吨硫酸、30 万吨磷酸、60 万吨磷铵），其中 60 万吨磷铵项目将于 2012 年上半年投产，若以磷酸二铵 25%毛利率计算，达产后，预计将增加净利润 3600 多万元，折合 EPS 为 0.1 元（未考虑增发股本摊薄）。

200 万吨选矿项目有利于充分利用中低品位磷矿，将能够进一步提高公司的资源集约利用水平，将较高品位的矿石直接用于湿法磷酸生产，项目建设期为一年，预计 2013 年实现投产，届时将年产精矿 110 万吨，将为磷酸二铵及精制项目提供原料保障。

公司从瓮福集团引进溶剂萃取法技术，增资宜都兴发并新建 10 万吨/年湿法磷酸精制项目降低公司对黄磷（热法磷酸主要原料）的依赖，优化产品结构，利于公司后期扩大湿法磷酸精制产能，为产业链向高附加值下游产品延伸奠定基础。

Figure 29 公司非公开募集资金项目

项目	预计投资总额 (亿元)	募集资金拟投 资额 (亿元)
向兴山水电收购宜都兴发 49%股权	2.71	2.71
增资宜都兴发并新建 10 万吨/年湿法磷酸精制项目	6.28	5.78
增资宜都兴发并新建 200 万吨/年选矿项目	3.77	2.34
补充营运资金	2.67	2.67
合计	15.43	13.50

资料来源：公司公告

4.2 磷化集团股权收购完成，未来业绩增长点

公司公告 6 月 11 日与宜昌兴发签订《湖北宜昌磷化工业集团有限公司 100%股权转让合同》，以挂牌底价 33198 万元受让宜昌兴发所持磷化有限公司全部股权。磷化集团主要资产为其持股 51% 的枫叶公司（BVI 持股 49%），其核心资产为店子坪和数崮坪磷矿，均拥有采矿权。

根据公司公告，店子坪和数崮坪磷矿合计可利用磷矿资源储量为 6026.02 万吨，可采储量为 4215.43 万吨，拟分别建设 125 万吨/年、80 万吨/年产能，年产磷精矿（品味 30.04-31.70%）138 万吨，按照建设周期，预计 2014 年可投产，未来配套建设高浓度复合肥 100 万吨/年产能自用。以目前磷矿（30%）市场价不含税 500 元/吨计算，公司将年增权益净利润 1.47 亿元，增厚 EPS 0.4 元（不考虑增发股本摊薄）。

Figure 30 店子坪和数崮坪磷矿概况

磷矿	可利用资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	品位	生产规模 (万吨/年)	销售产量 (万吨/年)	服务年限 (含基建期)
树崮坪磷矿	3002.9	2197.65	30.04%	80	52.84	30 年 11 个月
店子坪磷矿	3023.12	2017.78	31.04%	125	85.7	18 年 10 个月
合计	6026.02	4215.43		205	138.54	

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

4.3 精细磷化工领域的拓展值得期待

电子级磷酸项目前景较好。电子级磷酸主要用于大规模集成电路、液晶面板等微电子工业中用于清洗和蚀刻，要求杂质含量低至 1×10^{-6} 级别。从普通面板级到 IC 级，电子级磷酸售价从 7000 元/吨到 12000 元/吨不等，远高于普通磷酸（肥料级、工业级、食品级、药用级、试剂级）价格水平。全球电子级磷酸需求 12 万吨，集中在台湾、韩国、日本等电子产业发达地区，国内年需求约 2 万吨，预计未来 5 年，全球电子级磷酸需求年复合增长率可达 20% 以上。公司控股子公司兴福电子已于 2010 年 4 月建成 1 万吨/年电子级磷酸联产 2 万吨/年食品级磷酸项目，目前已经具备生产 IC 级磷酸的能力，主供出口。

水处理剂项目提升公司磷化工产业结构。2011 年 5 月 20 日公司瑞士 Dequest AG 公司共同出资设立湖北富兴化工有限公司，公司股权占 45%，合作开发三氯化磷和磷酸盐水处理剂。Dequest 是全球磷酸盐市场的领先者，在英国拥有世界上最大的磷酸盐产地。未来合资公司生产的磷酸盐由 Dequest 负责销售，副产盐酸由公司负责销售。通过合作，有利于公司深入了解水处理剂行业，提升公司磷化工产业结构。

五、盈利预测&评级

关键假设条件:

- 1) 磷矿石业务: 2012 年公司楚烽白竹矿区开工负荷提高, 新增 40 万吨磷矿石, 考虑新增磷肥消耗, 2012 年磷矿石外销量略有减少; 预计 200 万吨选矿项目将于 2013 年投产, 年产精矿 110 万吨; 2012 - 2014 年, 磷矿石 (不含税) 价格分别同比上涨 15%、10%、10%。
- 2) 磷肥业务: 宜都兴发 60 万吨磷酸二铵项目预计在 2012 年上半年投产, 考虑到投产时间加上试生产期, 预计 2012 年磷肥销量为 25 万吨, 毛利率为 23%; 2013 年项目基本达产, 产量为 55 万吨, 毛利率提升至 25%。
- 3) 贸易业务: 考虑业务规模的增加, 预计 2012 - 2014 年贸易业务营业收入分别增长 45%、30%、20%, 毛利率为 2.9%。

Figure 31 公司主营业务预测 (2012 - 2014 年)

单位: 百万元

	2011	2012E	2013E	2014E
贸易产品				
营业收入	4113.16	5964.08	7753.31	9303.97
YOY	56.37%	45.00%	30.00%	20.00%
毛利率	2.95%	2.90%	2.90%	2.90%
营业成本	3992.00	5791.12	7528.46	9034.15
磷矿石				
销量 (万吨)	175	170	175	190
平均单价 (元/吨)	315.00	362.25	398.48	438.32
YOY	44.50%	15.00%	10.00%	10.00%
营业收入	551.25	615.83	697.33	832.81
YOY	54.28%	11.71%	13.24%	19.43%
毛利率	80.94%	81%	81%	81%
磷酸盐				
营业收入	1120.69	1126.29	1160.08	1183.28
YOY	-0.6%	0.5%	3.0%	2.0%
毛利率	20.59%	21%	20%	20%
营业成本	889.94	889.77	928.07	946.63
磷肥				
销量 (万吨)		25	55	60
平均单价 (元/吨)		3000	3008	3189
营业收入	29.01	750.00	1654.40	1913.40
YOY	-15.05%	2485.32%	120.59%	15.66%
毛利率	16.27%	23%	25%	25%
营业成本	24.29	577.50	1240.80	1435.05
磷酸				
营业收入	142.30	156.53	172.18	189.40
YOY	46.50%	10%	10%	10%
毛利率	5.52%	15%	15%	15%
营业成本	134.44	133.05	146.36	160.99
黄磷				
营业收入	107.75	118.53	124.45	130.67
YOY	11.35%	10%	5%	5%
毛利率	16.09%	15%	15%	15%
营业成本	90.41	100.75	105.78	111.07

资料来源: wind、公司年报、世纪证券研究所

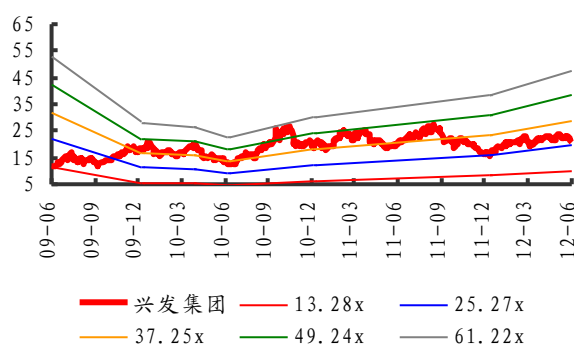
根据我们的盈利预测,2012-2014 年公司每股收益分别为 0.92/1.32/1.60 元,对应市盈率分别为 22.25/15.51/12.82 倍,2012 年估值低于近两年来的市盈率均值,未来公司将长期受益于磷矿石价格上行和湖北省磷矿资源整合,给予“增持”评级。

Figure 32 国内磷化工上市公司估值比较 (2012/6/25)

证券代码	正券简称	收盘价	EPS				PE			
			2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
000422.SZ	湖北宜化	12.71	0.91	1.12	1.34	1.58	13.96	11.30	9.51	8.03
002386.SZ	天原集团	7.83	0.04	0.13	0.50	0.90	181.25	60.60	15.59	8.70
600078.SH	澄星股份	8.45	0.08	0.10	0.15	/	111.00	83.58	57.72	/
600096.SH	云天化	13.42	0.24	0.65	0.83	1.05	55.16	20.75	16.16	12.81
600470.SH	六国化工	9.75	0.26	0.37	0.44	0.57	38.15	26.43	22.07	17.20
600141.SH	兴发集团	20.54	0.64	0.92	1.32	1.60	32.29	22.04	15.87	12.50

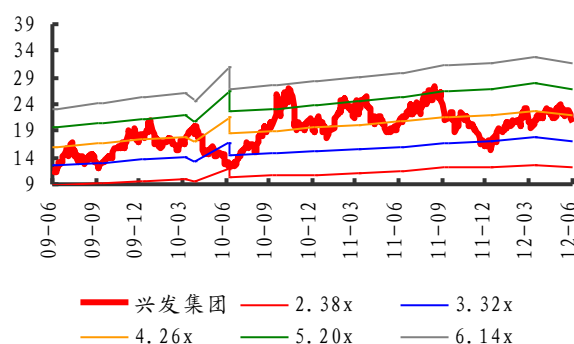
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 33 公司历史 PE-BANDS



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 34 公司历史 PB-BANDS



资料来源: wind、世纪证券研究所

六、风险提示

- 1) 磷矿石毛利率下滑的风险;
- 2) 新建项目投产进度和盈利能力不达预期风险。

附：三大财务报表

Figure 35 公司盈利预测三大财务报表

单位：百万元

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	1832	2374	2888	营业收入	6569	9387	12414	14662
现金	424	298	321	477	营业成本	5660	8167	10798	12766
应收账款	201	310	410	484	营业税金及附加	87	124	164	194
其他应收款	39	43	63	72	营业费用	140	217	279	333
预付账款	117	200	271	309	管理费用	175	237	319	375
存货	562	810	1070	1266	财务费用	182	217	234	242
其他流动资产	121	171	238	280	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	6784	6853	7060	7254	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	265	265	265	265	投资净收益	11	15	14	14
固定资产	4076	4741	5081	5295	营业利润	331	440	634	766
无形资产	696	884	1062	1244	营业外收入	22	0	0	0
其他非流动资产	1748	963	653	450	营业外支出	47	0	0	0
资产总计	8249	8685	9434	10142	利润总额	306	440	634	766
流动负债	2794	2870	3029	2949	所得税	73	102	148	178
短期借款	486	947	1022	500	净利润	233	339	486	588
应付账款	446	697	904	1065	少数股东损益	1	1	2	2
其他流动负债	1862	1226	1103	1384	归属母公司净利润	232	337	484	586
非流动负债	2946	2967	3071	3271	EBITDA	728	899	1145	1312
长期借款	2698	2748	2848	3048	EPS (元)	0.64	0.92	1.32	1.60
其他非流动负债	248	219	223	224	主要财务比率				
负债合计	5740	5837	6100	6220	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	610	611	613	616	成长能力				
股本	365	365	365	365	营业收入	40.4%	42.9%	32.2%	18.1%
资本公积	625	625	625	625	营业利润	15.2%	33.1%	44.0%	20.9%
留存收益	898	1236	1720	2305	归属于母公司净利润	26.8%	45.1%	43.5%	21.0%
归属母公司股东权益	1899	2237	2721	3306	获利能力				
负债和股东权益	8249	8685	9434	10142	毛利率(%)	13.8%	13.0%	13.0%	12.9%
现金流量表					净利率(%)	3.5%	3.6%	3.9%	4.0%
单位：百万元					ROE(%)	12.2%	15.1%	17.8%	17.7%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	6.3%	7.4%	9.2%	10.2%
经营活动现金流	557	186	768	1011	偿债能力				
净利润	233	339	486	588	资产负债率(%)	69.6%	67.2%	64.7%	61.3%
折旧摊销	215	242	278	304	净负债比率(%)	74.81%	77.01%	73.28%	69.90%
财务费用	182	217	234	242	流动比率	0.52	0.64	0.78	0.98
投资损失	-11	-15	-14	-14	速动比率	0.32	0.35	0.43	0.55
营运资金变动	-71	-591	-237	-115	营运能力				
其他经营现金流	7	-6	22	5	总资产周转率	0.91	1.11	1.37	1.50
投资活动现金流	-1606	-296	-487	-490	应收账款周转率	26	35	33	31
资本支出	1587	100	300	300	应付账款周转率	14.20	14.29	13.48	12.96
长期投资	-59	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-78	-196	-187	-190	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.92	1.32	1.60
筹资活动现金流	1286	-15	-259	-364	每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.51	2.10	2.77
短期借款	286	461	75	-522	每股净资产(最新摊薄)	5.20	6.12	7.44	9.05
长期借款	-198	50	100	200	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	32.29	22.25	15.51	12.82
资本公积增加	16	0	0	0	P/B	3.95	3.36	2.76	2.27
其他筹资现金流	1182	-526	-434	-42	EV/EBITDA	16	13	10	9
现金净增加额	236	-126	23	156					

资料来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

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。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.