

评级：强烈推荐（维持）

农用化工

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

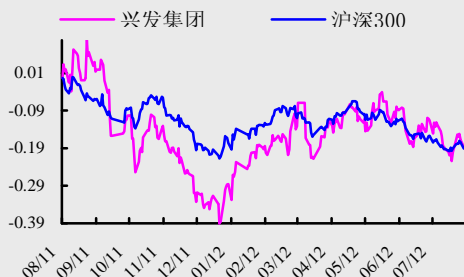
交易数据

上一日交易日股价（元）	20.12
总市值（百万元）	7,353
流通股本（百万股）	360
流通股比率（%）	98.44

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	2,067
每股净资产（元）	5.66
市净率（倍）	3.56
资产负债率（%）	74.55

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

第一创业-《业绩符合预期，11 年值得期待》-110329-公司点评

第一创业-《磷矿石价值回归，12 年迎来大爆发》-110726-公司点评

第一创业-《磷矿石业绩弹性最大，业绩将再攀高峰》-深度报告--2011 年 12 月 20 号

第一创业-《增发保障公司未来持续发展》-120325-公司点评

第一创业-《业绩符合预期，一季度高速增长》-120407-公司点评

兴发集团(600141)

——磷矿助增长，持续增长有保障

事件：公司发布半年报，半年报中显示公司上半年实现营业收入 46.95 亿元，同比增长 43.44%；实现归属于母公司净利润 1.59 亿元，同比增长 40.54%；实现归属于母公司扣除非经常性损益的净利润 1.65 亿元，同比增加 55.12%；按照最新股本计算，上半年公司实现 EPS0.44 元。

点评：

磷矿石毛利率大幅提升助推公司业绩增长。上半年磷矿石价格一直维持在高位，相对去年平均价格大致有 13% 左右的上涨，公司抓住有利时机，充分发挥矿山对利润的支撑作用，科学组织生产，大力开拓市场，上半年磷矿石实现销售收入 3.98 亿元，同比增长 35.60%，同时公司磷矿石毛利率由去年的 70.36% 上升至目前的 76.96%，提高了 6 个百分点，磷矿石对公司毛利的贡献也提高到了 3.1 亿元，占公司整个利润构成的 51.66%。公司磷矿石的盈利能力大幅提升成为公司业绩增长的主要推动力。

新项目相继将建成投产，保证未来业绩增长。其中刘草坡 5 万吨/年甲酸钠项目土建施工基本完成，预计年底前可试车；树空坪 120 万吨/年重介质选矿项目已完成进度的 73%，预计 2012 年 7 月底投料试车；公司募投的 60 万吨磷铵项目目前已完成总进度的 93%，预计 2012 年下半年投产，此外，公司 30 万吨/年离子膜烧碱改扩建及配套公用工程项目也已经完成总进度的 80%，预计今年下半年投产。诸多新项目的相继建成投产将保证公司未来业绩稳步增长。

报告期内收购磷化集团资产，增厚公司磷矿资源储量。公司在报告期内公告收购磷化集团资产，磷化有限公司核心资产在于其控股子公司宜昌枫叶化工有限公司拥有店子坪和树崆坪两个磷矿资产，其中树崆坪磷矿可利用磷矿资源储量 3002.90 万吨，可采储量 2197.65 万吨，平均品位在 24% 左右；店子坪磷矿可利用资源储量为 3023.12 万吨，可采储量 2017.78 万吨，平均品位在 25% 左右，两磷矿合计磷矿资源储量 6026.02 万吨。公司收购磷化有限公司资产完成后，按照 51% 的权益产能计算将增加磷矿资源储量 3073.27 万吨，而公司目前已有磷矿权益产能（除正在详探的瓦屋四矿和后坪矿之外）1.6 亿吨左右，相当于增加磷矿资源储量 19.18%，大幅提升公司磷矿资源储量，为公司未来发展奠定良好基础。

首次给与“强烈推荐”评级。我们继续维持前期的盈利预测，预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.90 元、1.09 元、和 1.23 元，按照最新股



价 20.12 元，对应的 PE 分别为 22 倍、18 倍和 16 倍。公司磷矿石资源丰富，而且随着磷化集团的资产注入和公司不断加大对磷矿石的开采力度，公司磷矿产能未来有可能有较大增长；而且国内磷矿石仍处于低估状态，随着磷矿石价格的回归，公司具有较高的长期投资价值，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：募投项目不达预期风险、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：兴发集团主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	467,804	656,851	919,592	1,195,469	1,526,266
同比 (%)	49.8%	40.4%	40.0%	30.0%	27.7%
营业毛利	71,280	90,856	122,670	145,636	168,399
同比 (%)	48.0%	27.5%	35.0%	18.7%	15.6%
归属母公司净利润	18,329	23,246	32,822	39,856	45,118
同比 (%)	27.1%	26.8%	41.2%	21.4%	13.2%
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)	0.50	0.64	0.90	1.09	1.23
ROE	10.8%	12.2%	14.7%	15.2%	14.6%
P/E (倍)	42.0	33.1	23.4	19.3	17.0

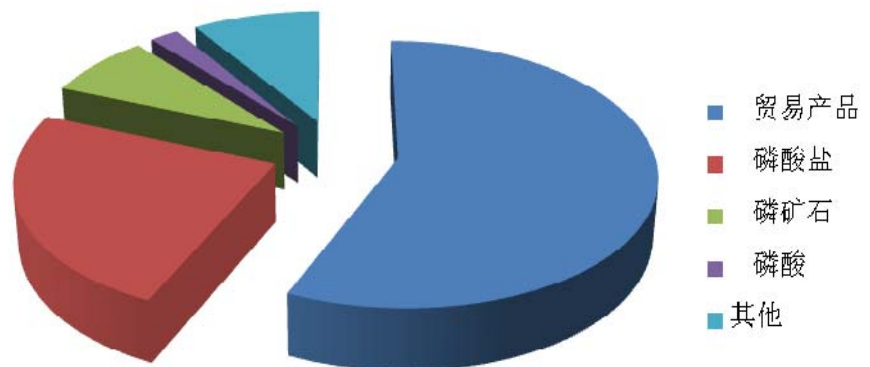
数据来源：公司公告、第一创业研究所



1，磷矿石在利润占比超过 50%

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 9%左右,但磷矿石毛利率高达 76%以上,在利润构成中占比在 50%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目前盈利变化的关键。

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

2，收购磷化集团，增厚公司磷矿资源储量和产能



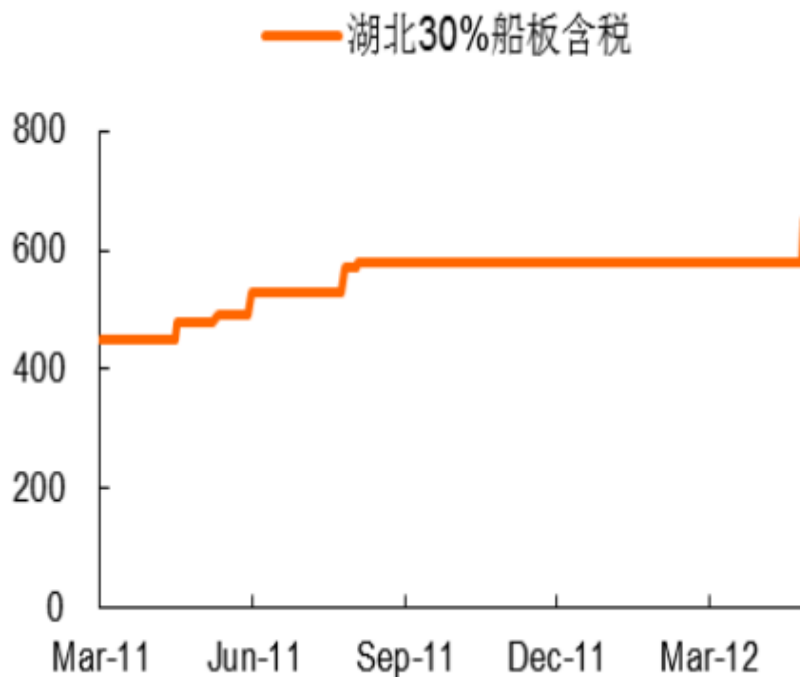
磷化有限公司核心资产在于其控股子公司宜昌枫叶化工有限公司拥有店子坪和树崆坪两个磷矿资产,其中树崆坪磷矿可利用磷矿资源储量 3002.90 万吨,采矿回采率为 76.45%,矿石贫化率为 5.35%,可采储量 2197.65 万吨,平均品位在 24%左右;店子坪磷矿可利用资源储量为 3023.12 万吨,采矿回采率为 75.82%,矿石贫化率为 4.76%,可采储量 2017.78 万吨,平均品位在 25%左右,两磷矿合计磷矿资源储量 6026.02 万吨。公司收购磷化有限公司资产完成后,按照 51%的权益产能计算将增加磷矿资源储量 3073.27 万吨,而公司目前已有磷矿权益产能(除正在详探的瓦屋四矿和后坪矿之外)1.6 亿吨左右,相当于增加磷矿资源储量 19.18%。

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	25	
	蒋家湾	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

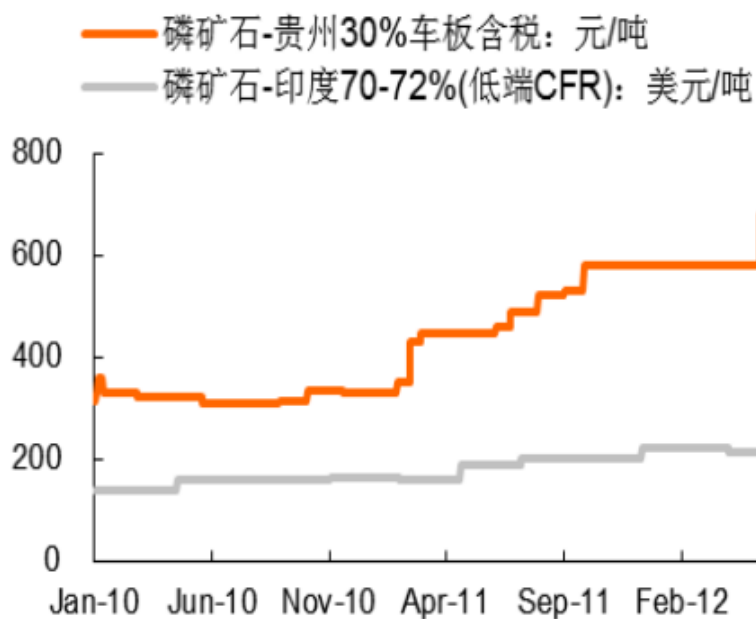
数据来源:公司公告、第一创业研究所整理

图 3, 湖北省 30%磷矿船板含税价格走势(元/吨)



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

图 4，贵州 30%磷矿石和国际磷矿石价格走势对比图



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理



公司盈利预测

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	1,465.0	2,150.0	2,982.8	3,973.2	一、营业收入	6,568.5	9,195.9	11,954.7	15,262.7
货币资金	424.0	-61.4	39.9	252.5	减: 营业成本	5,660.0	7,969.2	10,498.3	13,578.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	87.0	116.9	138.7	160.4
应收款项	320.6	653.5	879.6	1,059.6	销售费用	139.7	281.1	365.4	466.5
预付款项	116.8	317.2	442.0	576.1	管理费用	174.6	209.6	241.0	272.1
存货	562.4	1,199.4	1,580.1	2,043.8	财务费用	182.3	202.9	204.5	204.2
其他流动资产	41.3	41.3	41.3	41.3	资产减值损失	4.7	9.8	6.4	5.9
非流动资产	6,784.1	6,573.4	6,362.7	6,152.0	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	264.5	264.5	264.5	264.5	投资收益	10.5	74.1	74.1	74.1
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	9.7	74.1	74.1	74.1
固定资产	4,075.9	3,813.6	3,551.4	3,289.1	二、营业利润	330.8	480.5	574.4	649.0
在建工程	1,586.1	1,637.6	1,689.1	1,740.7	加: 营业外收入	22.3	23.0	23.7	24.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	46.7	94.3	106.1	119.4
无形及递延性资产	716.8	716.8	716.8	716.8	三、利润总额	306.5	409.3	492.0	553.9
其它非流动资产	140.8	140.8	140.8	140.8	减: 所得税费用	73.1	61.4	73.8	83.1
资产总计	8,249.0	8,723.4	9,345.5	10,125.2	四、净利润	233.4	347.9	418.2	470.8
流动负债	2,794.0	2,920.5	3,124.4	3,433.2	归属母公司净利润	232.5	328.2	398.6	451.2
短期借款	1,596.0	1,596.0	1,596.0	1,596.0	少数股东损益	0.9	19.7	19.7	19.7
应付账款	450.6	622.5	822.2	1,066.3	五、总股本(百万股)	365.5	365.5	365.5	365.5
预收帐款	231.9	282.2	362.6	435.2	EPS (元)	0.64	0.90	1.09	1.23
其它流动负债	515.6	419.8	343.5	335.9	主要财务比率				
非流动负债	2,945.8	2,945.8	2,945.8	2,945.8	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	2,697.7	2,697.7	2,697.7	2,697.7	成长能力				
专项及预计负债	50.8	50.8	50.8	50.8	营业收入	40.4%	40.0%	30.0%	27.7%
其它非流动负债	197.3	197.3	197.3	197.3	营业毛利	27.5%	35.0%	18.7%	15.6%
负债合计	5,739.8	5,866.2	6,070.1	6,379.0	主业盈利	20.8%	22.1%	14.9%	10.4%
少数股东权益	610.1	629.8	649.4	669.1	母公司净利	26.8%	41.2%	21.4%	13.2%
股本	365.5	365.5	365.5	365.5	获利能力				
资本公积与其它	777.7	777.7	777.7	777.7	毛利率	13.8%	13.3%	12.2%	11.0%
留存收益	758.9	1,087.1	1,485.7	1,936.9	主业盈利/收入	7.7%	6.7%	5.9%	5.1%
股东权益合计	1,902.1	2,230.3	2,628.9	3,080.1	ROS	3.6%	3.8%	3.5%	3.1%
负债和股东权益	8,249.0	8,723.4	9,345.5	10,125.2	ROE	12.2%	14.7%	15.2%	14.6%
现金流量表					ROIC	3.7%	5.3%	6.0%	6.3%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	69.6%	67.2%	65.0%	63.0%
经营活动现金流	556.7	-302.6	283.2	394.3	利息保障倍数	1.3	1.7	2.0	2.3
净利润	233.4	347.9	418.2	470.8	速动比率	0.31	0.31	0.44	0.55
折旧摊销	199.3	272.0	268.7	268.1	经营净现金/当期债务	0.35	-0.19	0.18	0.25
财务费用	174.3	202.9	204.5	204.2	营运能力				
投资损失	-10.5	-74.1	-74.1	-74.1	总资产周转率	0.80	1.05	1.28	1.51
营运资金变动	-71.1	-974.3	-471.4	-423.7	应收款天数	17.57	25.58	26.49	24.99
其它变动	31.3	-77.0	-62.7	-51.1	存货天数	35.77	54.18	54.18	54.19
投资活动现金流	-1,606.0	22.5	22.5	22.5	每股指标 (元)				
资本支出	-1,585.3	-51.5	-51.5	-51.5	主业盈利/股本	1.39	1.69	1.95	2.15
长期投资	-56.4	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.52	-0.83	0.77	1.08
其它变动	35.7	74.1	74.1	74.1	每股净资产	5.20	6.10	7.19	8.43
筹资活动现金流	1,285.6	-205.3	-204.5	-204.2	估值比率				
债务融资	1,235.8	0.0	0.0	0.0	P/E	33.08	23.43	19.29	17.04
权益融资	337.6	0.0	0.0	0.0	P/B	4.04	3.45	2.93	2.50
其它变动	-287.8	-205.3	-204.5	-204.2	P/S	1.17	0.84	0.64	0.50
汇率变动影响	-0.6	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	16.54	13.69	12.39	11.40
现金净增加额	235.6	-485.3	101.2	212.6					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（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。

本报告可能在今后的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

第一创业证券股份有限公司

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.firstcapital.com.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