

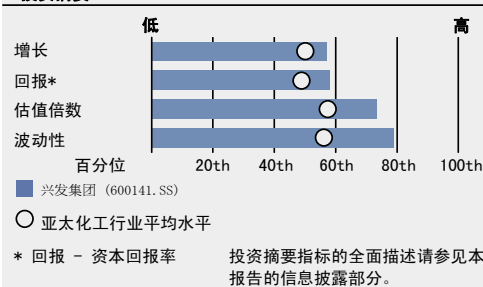


2013年磷产业景气有望回升，兴发集团磷矿扩产加速，首次评级为买入

建议理由

我们首次覆盖兴发集团并给予买入评级，12个月目标价为人民币21.94元，相对于当前股价有32%上行空间。兴发集团是中国一体化磷化工龙头企业，拥有突出的磷矿资源和廉价水电资源优势。公司磷矿品位高于国内平均水平，受益于中国持续的磷矿资源整合。磷矿生产销量增长是公司未来利润增长的主要推动力。我们预测公司磷矿石权益产能将从目前的295万吨增加至2015年600万吨左右。同时公司积极发展下游磷铵及精细磷酸、磷酸盐业务，来实现磷矿价值的变现。我们预测公司2012-2014年EPS为0.90/1.18/1.43元，增长率分别为41%/31%/21%。

投资摘要



推动因素

(1) 2013年国际磷产业景气有望温和回升。2012年国际粮食价格上涨，北美磷铵库存低于过去5年平均水平15%，以及磷铵价格位于2年低位有利于2013年农业旺季国际磷铵价格表现。2013年国际磷矿、磷肥扩产有限，磷矿价格有望坚挺。(2) 兴发集团磷矿产能将加速扩张。公司目前拥有295万吨磷矿石产能，根据扩产规划到2015年权益产能将实现翻倍，达到600万吨左右。2012年上半年公司磷矿产品毛利率为78%，盈利能力强。2013年我们预计公司磷矿生产销量有望增长80-100万吨，增幅超过25%。(3) 磷铵业务2013年开始贡献盈利。子公司宜都兴发磷铵业务近日试车成功，预计年内能够实现销售。磷矿自给及运输优势将保障公司磷铵业务实现盈利。

估值

我们沿用一直使用的P/B vs ROE估值方法，给予兴发集团18%的估值溢价，以反映过去1年兴发集团相对可比公司18%的P/B溢价水平。基于3.1倍的2013年预期P/B以及18%的2013年预期ROE得出目标价21.94元，隐含上行空间32%，给予买入评级。

主要风险

印度2013年超预期下调磷肥补贴导致印度磷肥进口减少；公司磷矿石产能扩张速度低于预期；宜都兴发磷铵项目产销情况弱于预期。

所属投资名单

亚太买入名单

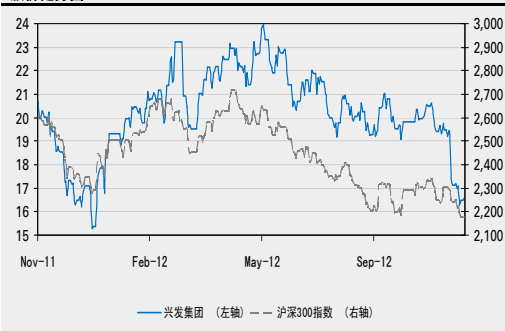
行业评级：谨慎

魏涛 执业证书编号: S1420511090002
+86(21)2401-8923 tao.wei@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

主要数据	当前
股价 (Rmb)	16.60
12个月目标价格 (Rmb)	21.94
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	6,067.0 / 973.1
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb)	0.64	0.90	1.18	1.43
每股盈利增长 (%)	26.8	41.3	31.3	20.9
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.64	0.90	1.18	1.43
每股基本盈利 (Rmb)	0.64	0.90	1.18	1.43
市盈率 (X)	26.1	18.5	14.1	11.6
市净率 (X)	3.2	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA (X)	15.6	9.3	7.5	6.9
股息收益率 (%)	1.2	0.5	0.7	0.9
净资产回报率 (%)	12.9	16.0	18.1	18.5
CROCI (%)	12.6	14.0	14.0	13.6

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(17.3)	(22.4)	(19.8)
相对于沪深300指数	(12.0)	(8.2)	(3.9)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/19/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

兴发集团：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	6,568.5	9,507.4	11,419.0	12,863.8	现金及等价物	424.0	1,295.6	1,322.0	1,410.8
主营业务成本	(5,660.0)	(8,327.7)	(9,871.2)	(11,124.8)	应收账款	476.9	911.7	1,095.0	1,409.7
销售、一般及管理费用	(401.3)	(430.7)	(565.2)	(635.5)	存货	562.4	821.4	946.6	1,219.2
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	1.8	1.8	1.8	1.8
其它营业收入/ (支出)	(4.7)	(42.0)	(10.0)	(10.0)	流动资产	1,465.0	3,030.4	3,365.3	4,041.4
EBITDA	724.7	1,217.3	1,558.9	1,737.0	固定资产净额	5,661.9	7,278.9	8,098.3	8,519.5
折旧和摊销	(222.1)	(510.3)	(586.4)	(643.6)	无形资产净额	695.6	660.0	624.5	588.9
EBIT	502.6	707.0	972.6	1,093.5	长期投资	264.5	304.5	329.5	354.5
利息收入	3.9	4.2	13.0	13.2	其它长期资产	162.0	162.0	162.0	162.0
财务费用	(186.2)	(342.1)	(388.3)	(389.5)	资产合计	8,249.0	11,435.9	12,579.7	13,666.3
联营公司	9.7	40.0	25.0	25.0	应付账款	682.5	912.6	1,190.0	1,371.6
其它	(23.5)	(11.0)	(8.0)	(6.0)	短期贷款	486.4	1,786.4	2,186.4	2,536.4
税前利润	306.5	398.2	614.2	736.1	其它流动负债	1,625.1	1,584.9	1,595.1	1,604.1
所得税	(73.1)	(68.4)	(114.9)	(138.0)	流动负债	2,794.0	4,283.9	4,971.5	5,512.1
少数股东损益	(0.9)	(1.3)	(68.0)	(76.9)	长期贷款	2,697.7	4,097.7	4,097.7	4,097.7
优先股股息前净利润	232.5	328.4	431.3	521.3	其它长期负债	248.1	248.1	248.1	248.1
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	2,945.8	4,345.8	4,345.8	4,345.8
非经常性项目前净利润	232.5	328.4	431.3	521.3	负债合计	5,739.8	8,629.7	9,317.3	9,857.9
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	232.5	328.4	431.3	521.3	普通股权益	1,899.2	2,194.8	2,582.9	3,052.1
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.64	0.90	1.18	1.43	少数股东权益	610.1	611.4	679.4	756.3
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.64	0.90	1.18	1.43	负债及股东权益合计	8,249.0	11,435.9	12,579.7	13,666.3
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.64	0.90	1.18	1.43	每股净资产 (Rmb)	5.20	6.01	7.07	8.35
每股股息 (Rmb)	0.20	0.09	0.12	0.14					
股息支付率 (%)	31.4	10.0	10.0	10.0					
自由现金流收益率 (%)	(12.0)	(26.3)	(5.1)	(3.2)					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	40.4	44.7	20.1	12.7	GROCI (%)	12.6	14.0	14.0	13.6
EBITDA增长率	23.9	68.0	28.1	11.4	净资产回报率 (%)	12.9	16.0	18.1	18.5
EBIT增长率	22.7	40.7	37.6	12.4	总资产回报率 (%)	3.2	3.3	3.6	4.0
净利润增长率	26.8	41.3	31.3	20.9	平均运用资本回报率 (%)	7.3	9.6	10.3	10.5
每股盈利增长	26.8	41.3	31.3	20.9	存货周转天数	32.9	30.3	32.7	35.5
毛利率	13.8	12.4	13.6	13.5	应收账款周转天数	29.4	26.7	32.1	35.5
EBITDA利润率	11.0	12.8	13.7	13.5	应付账款周转天数	37.1	35.0	38.9	42.0
EBIT利润率	7.7	7.4	8.5	8.5	净负债/股东权益 (%)	110.0	163.5	152.1	137.2
					EBIT利息保障倍数 (X)	2.8	2.1	2.6	2.9
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	232.5	328.4	431.3	521.3	基本市盈率 (X)	26.1	18.5	14.1	11.6
折旧及摊销	222.1	510.3	586.4	643.6	市净率 (X)	3.2	2.8	2.3	2.0
少数股东权益	0.9	1.3	68.0	76.9	EV/EBITDA (X)	15.6	9.3	7.5	6.9
运营资本增减	(71.1)	(463.6)	(31.2)	(405.8)	企业价值/总投资现金 (X)	1.8	1.2	1.1	1.0
其它	172.3	(40.0)	(25.0)	(25.0)	股息收益率 (%)	1.2	0.5	0.7	0.9
经营活动产生的现金流	556.7	336.4	1,029.5	811.0					
资本开支	(1,587.3)	(2,091.6)	(1,370.3)	(1,029.1)					
收购	(2.1)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(16.6)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(1,606.0)	(2,091.6)	(1,370.3)	(1,029.1)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(36.5)	(73.1)	(32.8)	(43.1)					
借款增减	88.0	2,700.0	400.0	350.0					
普通股发行 (回购)	337.6	0.0	0.0	0.0					
其它	896.0	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	1,285.0	2,626.9	367.2	306.9					
总现金流	235.6	871.7	26.4	88.8					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

魏涛

tao.wei@ghsl.cn

目录

投资摘要：2013年国际磷产业景气有望上升，兴发集团磷矿扩产加速	4
十年变迁，全球磷矿增长重心将从亚洲转向非洲、中东	5
国际磷矿石：滞后磷肥变动，2013年价格有望走高	9
中国磷矿石：整体成本提升，高品位磷资源受益价格上涨	10
兴发集团：掌握资源的全产业链磷化工龙头	14
盈利预测：2012—2014年净利润同比增速为41%/31%/21%	17
估值：12个月目标价人民币21.94元，给予“买入”评级	19
主要风险	20
信息披露附录	22

本报告中的股价为截至2012年11月19日的收盘价，除非另有说明。

作者感谢唐震寅对本报告的贡献。

图表 1: 可比公司比较

公司	代码	评级	市值 (USD mn)	当前价格 11/19/12	12个月 目标价	潜在 上行/下行空间	P/E			目标价隐含	P/B			目标价隐含
							2012E	2013E	2014E	P/E (13E)	2012E	2013E	2014E	P/B (13E)
回天胶业	300041.SZ	Buy	195	11.61	17.6	52%	15.1X	13.0X	10.6X	19.7X	1.3X	1.2X	1.1X	1.9X
烟台万华	600309.SS	Buy*	4,508	13.05	19.02	46%	12.0X	9.8X	8.4X	14.3X	3.4X	2.7X	2.1X	3.9X
雅化集团	002497.SZ	Buy	679	8.7	12.37	42%	17.9X	14.6X	12.5X	20.8X	2.1X	1.9X	1.7X	2.7X
久联发展	002037.SZ	Buy	654	20.32	27.65	36%	20.2X	15.2X	12.7X	20.7X	2.6X	2.3X	1.9X	3.1X
通产丽星	002243.SZ	Buy	275	6.64	9	36%	21.7X	14.2X	11.5X	19.2X	2.2X	2.0X	1.7X	2.7X
江南化工	002226.SZ	Neutral	721	11.49	15.47	35%	17.7X	15.5X	13.3X	20.9X	1.9X	1.7X	1.5X	2.3X
黑猫股份	002068.SZ	Neutral	461	6.03	7.99	33%	17.4X	12.7X	10.7X	16.8X	2.2X	1.9X	1.6X	2.5X
兴发集团	600141.SS	Buy	966	16.6	21.94	32%	18.5X	14.1X	11.6X	18.6X	2.8X	2.3X	2.0X	3.1X
金发科技	600143.SS	Neutral	2,032	4.8	6.13	28%	15.0X	12.7X	10.6X	16.2X	1.6X	1.5X	1.4X	1.9X
齐翔腾达	002408.SZ	Neutral	1,021	13.92	17.76	28%	19.7X	12.9X	10.1X	16.4X	2.4X	2.1X	1.8X	2.7X
南岭民爆	002096.SZ	Neutral	455	11	14	27%	25.6X	21.6X	19.8X	27.5X	4.6X	3.9X	3.3X	5.0X
红宝丽	002165.SZ	Neutral	432	5.09	5.1	0%	27.7X	21.4X	16.3X	21.5X	2.8X	2.5X	2.2X	2.5X
龙星化工	002442.SZ	Sell	240	4.69	4.43	-6%	44.3X	24.6X	19.2X	23.2X	1.9X	1.8X	1.7X	1.7X

*表明该股位于地区强力买入名单。

资料来源：公司数据、万得、高华证券研究预测

投资摘要：2013年国际磷产业景气有望上升，兴发集团磷矿扩产加速

我们首次覆盖兴发集团，并给予买入评级。兴发集团是中国磷化工全产业链龙头企业，拥有突出的磷资源和廉价水电优势，在中国磷化工产业中占据领先地位。公司磷矿产能未来3年有望实现翻倍增长，配合下游磷铵、湿法精细磷酸业务发展将保障公司利润增长。我们预测公司2012—2014年EPS为0.90/1.18/1.43元，年增长41%/31%/21%。

- **非洲和中东将接替中国成为全球磷化工产业发展的动力。**中国是过去十年全球磷化工发展的动力。但随着中国资源保护意识的增强以及需求增长趋缓，中国磷化工产业增速将放缓。作为拥有全球最丰富磷资源的非洲和中东地区将主导未来全球磷化工增长，并主要供应国际市场。2014年以前，国际磷矿石和磷铵新投产产能有限，2014年以后非洲和中东产能投放加速。
- **在三方面因素影响下，我们认为2013年国际磷肥和磷矿石价格有望走高。**首先，2012年美国大旱推动农产品价格上涨，将促进2013年种植季磷肥需求旺盛。其次，目前美国磷肥库存较过去5年平均低15%，也低于2011年同期水平，并且2012年由于印度大幅减少进口使得磷肥价格在农产品价格大幅上涨背景下反而走弱，处于低位水平。再次，2013年国际磷矿和磷肥新投放产能较为有限，供求关系有望同比改善。
- **在政策性出口限制下，中国磷矿石出口量小，市场自成体系。**但磷肥出口量占产量比重超过20%，中国磷肥价格与国际磷肥价格相关度较高。国际磷市场景气将通过磷肥传导到国内，进而传导至磷矿市场，我们预计2013年国内磷矿价格仍有小幅上升空间。
- **兴发集团目前拥有1.8亿吨磷矿资源，品位高于国内平均水平。**公司仍有两块在探区块，初探储量超过1亿吨，未来2年公司磷矿储量有望超过3亿吨。湖北宜昌地区磷资源丰富，公司是宜昌地区磷矿龙头企业，长期仍有望获得更多磷矿资源。公司目前拥有295万吨磷矿石产能，根据扩产规划到2015年权益产能将实现翻倍，达到600万吨左右。2012上半年公司磷矿产品毛利率为78%，盈利能力强。磷矿资源和产能增长是公司盈利增长动力。2013年我们预计公司磷矿石产销量有望增长80—100万吨，增幅超过25%。
- 公司拥有18个小水电站，合计14万千瓦发电能力，年发电量约4.5亿度，发电成本约0.3元/度，显著低于0.6—0.7元/度的外购电，每年能为公司节约电力成本1.35亿元以上。磷矿自给和廉价水电确保了公司磷酸盐产品成本优势，使得公司在磷酸盐市场低迷的环境下仍能实现较好盈利。公司发展磷肥和精细磷酸产品来实现磷矿石价值变现，60万吨磷铵2012年四季度投产，2013年开始贡献盈利。

我们预测公司2012—2014年EPS为0.90/1.18/1.43元，年增长41%/31%/21%，并沿用我们一直使用的P/B vs ROE估值方法。我们给予兴发集团18%的估值溢价，反映过去1年兴发集团相对可比公司具有18%的P/B溢价水平；基于3.1倍的2013年预期P/B以及18%的2013年预期ROE得出目标价21.94元，隐含上行空间32%，首次覆盖兴发集团给予买入评级。

图表 2: 高华预测与万得一致预测

	每股盈利 (Rmb)			收入 (Rmb mn)			净利率 (%)			净利润 (Rmb mn)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
GH 预测	0.90	1.18	1.43	9,507	11,419	12,864	3.5%	3.8%	4.1%	328	431	521
万得一致预期	0.89	1.22	1.54	9,442	11,912	14,466	3.6%	3.8%	4.0%	336	459	584
GH vs. 一致预期	1%	-3%	-8%	1%	-4%	-11%	-0.1ppt	-0.1ppt	+0.0ppt	-2%	-6%	-11%

资料来源：万得、公司数据、高华证券研究预测

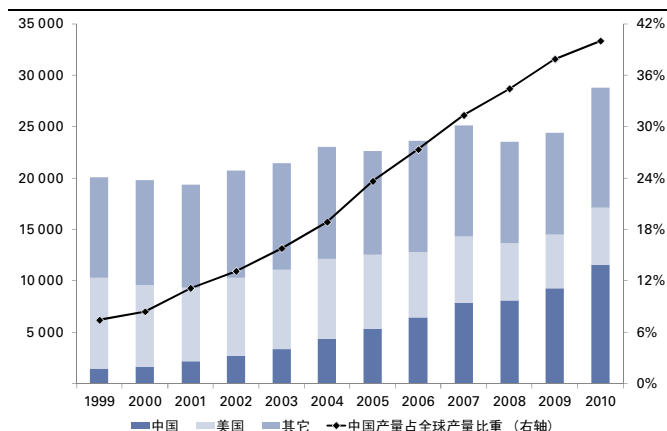
十年变迁，全球磷矿增长重心将从亚洲转向非洲、中东

作为前十年全球磷矿、磷肥产量增长的核心驱动者，中国未来将放慢步伐

2000—2011年全球磷矿产量年均复合增长率为2.6%，而除中国外其他地区磷矿产量年均复合增长率仅为0.5%，可见中国在过去十年间是全球磷矿增长的主要驱动力。1999年开始中国磷矿产量以年均10.2%速度递增，产量占全球份额快速增长，2011年已达40%。同样现象也在磷矿主要下游产品磷肥（这里包括DAP/MAP/TSP）上也得到显现，1999—2011年，中国主要磷肥产量年均增速高达20%，而同期全球其它地区产量则以-0.7%的速度缩减，中国在全球主要磷肥产量占比从7%提升至40%。

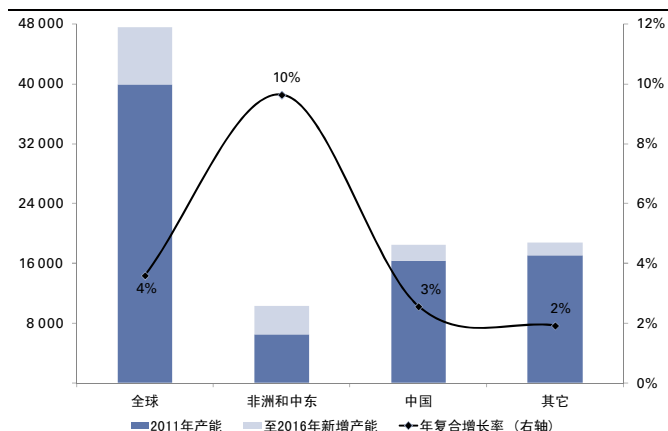
近几年国内磷肥产能过剩问题日趋严重，中国政府开始通过控制新建产能、限制出口来防止盲目扩产和出口，随着在建产能在2012、2013年投产后，未来中国磷肥产能增速将显著下降。同时为保护磷资源，近几年中国政府也加强了国内磷资源管控，随着政府主导的整合逐步推进，预计未来中国磷矿石产量增速也将逐步放缓。

图表 3: 中国带动过去十年全球磷肥产销增长
按地区分类全球 DAP/MAP/TSP 产量，P2O5 含量，千吨



资料来源: IFA

图表 4: 非洲、中东将主导未来产能扩张
2011 至 2016 年全球 DAP/MAP/TSP 产能变化，P2O5 含量，千吨



资料来源: IFA、高华证券研究预测

非洲、中东拥有异常丰富的磷矿资源，全球磷矿储量足够长期使用

非洲和中东地区是全球磷矿资源最丰富的地区。USGS 统计显示在 2011 年全球 710 亿吨磷矿储量中，非洲和中东合计接近全球的 80%，其中摩洛哥储量达到 500 亿吨，占全球的 70.4%。相对于非洲、中东当前开采量，未来开发潜力巨大。以 2011 年产量测算，非洲国家摩洛哥和阿尔及利亚的可开采年限均超过 1000 年。

储采比达到 356，全球磷矿石储量依然十分丰富。并且随着磷矿价格上涨，具备经济开采价值的磷矿储量也相应上升。2010 年美国地质勘探局将摩洛哥储量从 57 亿吨大幅调高至 500 亿吨，由此全球磷矿石储量从 160 亿吨跃升到 710 亿吨，增长约 4.5 倍。以 2011 年全球磷矿石开采量计，还可开发 356 年。与此同时，全球勘探开发活动的增加和技术的进步也在不断增厚全球磷矿储量及资源量，基于美国地质勘探局的最新预测，全球磷矿远景资源量超过 3000 亿吨。

图表 5: 全球可开采磷资源按国家分布

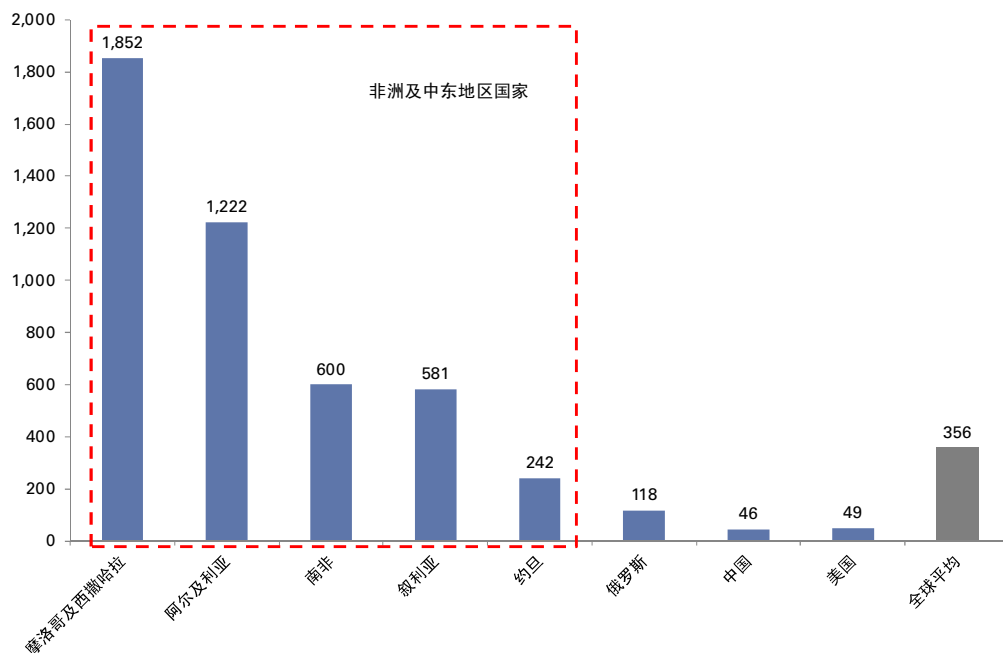
按 2011 年储量计全球前九大磷资源国磷矿储量变化, 百万吨

国家	2000年储量	2009年储量	2011年储量	2011年占比
摩洛哥及西撒哈拉	5,700	5,700	50,000	70.4%
伊拉克	-	-	5,800	8.2%
中国	500	3,700	3,700	5.2%
阿尔及利亚	-	-	2,200	3.1%
叙利亚	60	100	1,800	2.5%
南非	1,500	1,500	1,500	2.1%
约旦	900	1,500	1,500	2.1%
美国	1,000	1,100	1,400	2.0%
俄罗斯	150	200	1,300	1.8%
全球	12,000	16,000	71,000	100.0%

资料来源: USGS

图表 6: 非洲、中东国家未来磷矿开发有潜力

按 2011 年产量和储量计算的主要磷资源国可开采年限



资料来源: USGS、中华商务网、高华证券研究

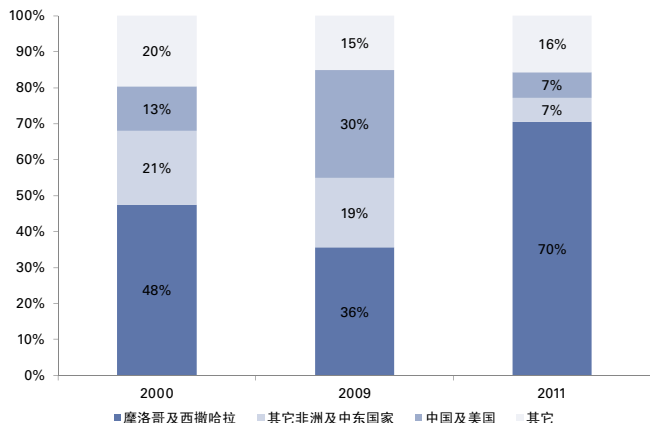
非洲、中东将代替中国成为全球磷产品增长中心, 产能投产主要在 2014 年之后

作为主要磷肥生产、消费国, 2011 年中国和美国以不到 7% 的储量完成了全球 55% 的磷矿生产。但经过长期开采, 中、美已开始有意识保护磷矿这种不可再生资源, 美国从 2000 年起逐步收紧其国内开采量, 转而向摩洛哥进口, 美国磷矿年产量从 1999 年的 4060 万吨下降到 2011 年的 2840 万吨。近几年中国政府也加强了政府调控, 抑制无序开采, 在目前全球开采量第一的高基数下, 我们认为中国磷矿石产量增速未来将放缓。

非洲、中东地区拥有最丰富的磷矿资源, 随着资本投入增加, 未来十年里将代替中国成为全球磷矿、磷肥产能增长的中心。2011 年, 非洲摩洛哥拥有全球 70.4% 的磷矿储量, 但其磷矿产量仅占全球 14%, 增长潜力巨大。

图表 7: 非洲、中东地区磷资源优势明显

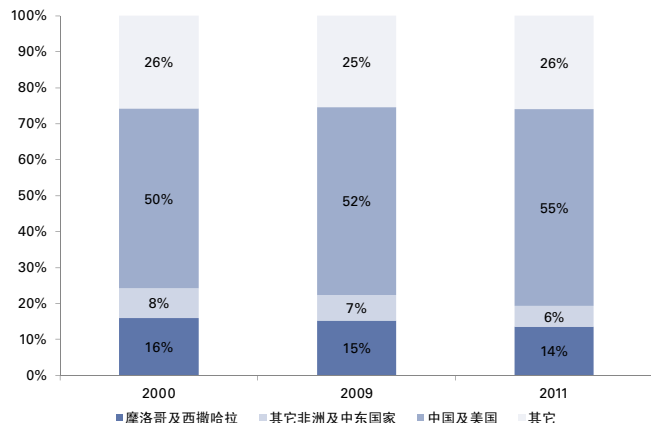
各主要磷资源国磷矿储量占全球当年储量的比重, 其它非洲及中东国家为约旦, 南非及叙利亚



资料来源: USGS、高华证券研究预测

图表 8: 过去十年全球磷矿生产主要集中在中美两国

各主要磷资源国磷矿产量占全球当年产量的比重, 其它非洲及中东国家为约旦, 南非及叙利亚



资料来源: USGS、中华商务网、高华证券研究预测

在 2009 年全球磷肥消费复苏带动下, 磷矿产能也开始新一轮扩张, 非洲和中东取代中国成为世界磷矿勘探、开发最活跃的地区。据 IFA 预测, 全球磷矿产能将从 2011 年的 2.13 亿吨增长到 2016 年的 2.56 亿吨, 年复合增长 3.7%, 其中非洲将贡献一半新增产能。从计划时点看, 非洲、中东磷矿投产主要从 2013 年开始, 但历史上磷矿实际投产时间通常晚于计划时点。IFA 数据显示 2009 年以后新磷矿投产通常较计划时点晚 2-3 年。

图表 9: 国外主要大型磷矿建设计划

全球除中国外主要磷矿石新增产能

地区	国家	公司	矿区	设计产能 (千吨)	预计投产时间
非洲	摩洛哥	OCP	Khouribga	20,000	2011-2018
	阿尔及利亚	Somiphos	Bled El Habda, Jebel Onk	7,000	2014
	突尼斯	Compagnie des Phosphates de Gafsa	Sra Ouertane	4,000-5,000	2012
	刚果	Cominco Resources Ltd.,	Hinda	4,000	勘探阶段
	纳米比亚	Namibian Marine Phosphate (Pty) Ltd.,	Sandpiper offshore project, Walvis Bay	3,000	2013
	莫桑比克	Vale	Evate	2,000	2017
中东	哈萨克斯坦	Sunkar Resources	Chilisai	5,000	试生产阶段
	叙利亚	GECOPHAM	Charkiya	6,000	2013年起
	沙特	Maaden	Al-Khabra	5,000	2020
北美	约旦	Jordan Phosphate Mines Co.	Eshidiya	2,000	2015
	加拿大	PhosCan	Martison, Ontario	2,000	勘探阶段
拉美	巴西	Vale	Salitre, Minas Gerais	2,200	2014
	秘鲁	Vale	Bayovar II	1,900	2014
欧洲	俄罗斯	JSC Acron	Oleny Ruchey	2,000	2012
大洋洲	澳大利亚	Legend Int. Holdings Inc.,	Paradise Phosphate Project, Queensland	1,250	2013
合计				67,850	

资料来源: AFA、高华证券研究

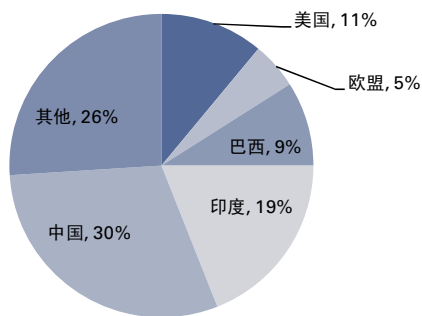
依托磷矿资源，2011年后非洲、中东新增磷肥产能将主导全球产能扩张。至2016年，来自非洲和中东的新增磷肥产能将占全球新增量的一半。沙特 Maaden 和摩洛哥 OCP 是主要的扩产厂商。沙特 Maaden 公司一期 500 万吨磷矿产能于 2010 年投产，其规划二期 500 万吨产能将在 2020 年左右投产；其一期 300 万吨 DAP/MAP 产能已于 2011 年正式投产，主要面向国际市场；远景规划约 500 万吨产能也将视上游磷矿石勘探和磷肥市场景气情况相应推进。OCP 计划在 2011 年到 2018 年间，将磷矿石产能从当前 3000 万吨扩大到 5000 万吨，同时将 MAP/DAP 产能从当前的 300 万吨扩大到 900 万吨。

非洲、中东新增磷矿、磷肥产能将主要用于出口

由于非洲和中东都不是主要磷肥消费地区，非洲和中东新增磷矿、磷肥产能将主要用于出口，这将显著改变未来的国际贸易格局。根据我们测算，在 2015 年非洲和中东新增达产投产后，针对国际出口市场的新增供应将达到 2010 年全球 DAP/MAP/TSP 出口量的 25%。

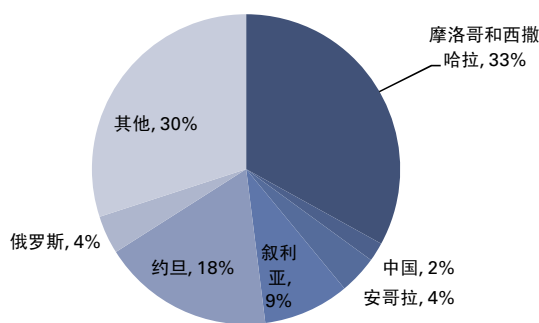
尽管 2010 年非洲和中东 DAP/MAP/TSP 产量仅占全球 14%，但由于约 80% 产量用于出口，其占全球出口市场份额 27%，高于东亚、北美等磷肥主产区。如规划产能如期投产，2016 年非洲和中东 DAP/MAP/TSP 出口相对 2010 年将翻番，达到约 630 万吨 P₂O₅，其占国际出口市场份额也将达到 41%。在非洲和中东带动下，全球出口量占产量比重将从 2010 年的 41% 重新上升到 2016 年的约 46%。国际磷肥市场上相对充裕的供应将抑制磷肥价格上涨空间，进而影响磷矿石价格走势。

图表 10: 2010 年全球磷肥消费地区占比



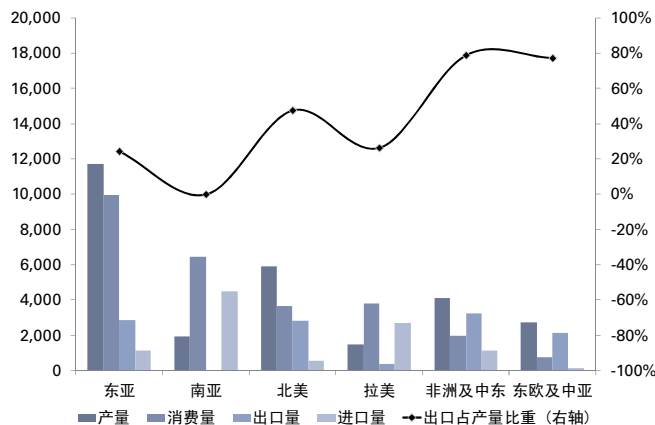
资料来源: IFA、PhosAgro、高华证券研究

图表 11: 2010 年国际磷矿出口国家占比



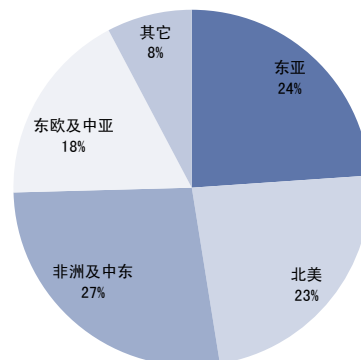
资料来源: IFA、PhosAgro、高华证券研究

图表 12: 非洲和中东大部分磷肥产出用于出口
2010 年全球主要地区磷肥产量，消费量及进出口情况，按 P₂O₅ 含量，千吨



资料来源: IFA

图表 13: 非洲和中东成为最重要的磷肥出口地区
2010 年各地区出口量占全球总出口的份额



资料来源: IFA

国际磷矿石：滞后磷肥变动，2013年价格有望走高

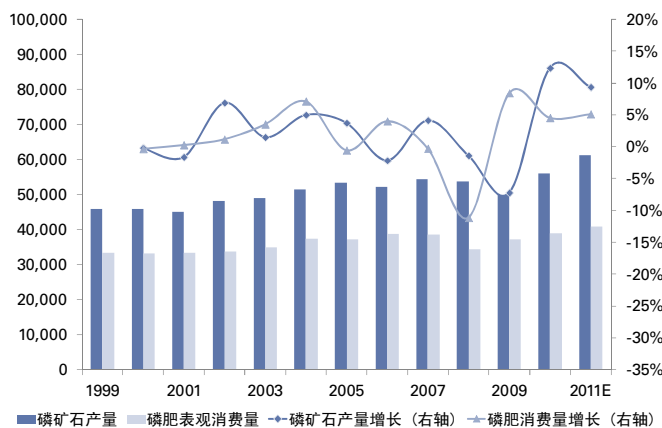
磷肥价格和磷矿供求是影响磷矿价格走势的两大影响因素。由于磷肥（主要品种为DAP/MAP/TSP）消耗了全球约70%的磷矿，磷肥对磷矿石价格的承受能力决定了磷矿石上涨空间，因此磷肥行业的景气度很大程度上决定了磷矿行业走势。

数据显示国际磷矿石产销量和价格均滞后于磷肥而变化

图表14显示1999年后，国际磷矿石产销量滞后于磷肥消费量变化。图表15也可看到磷矿石价格滞后于磷肥价格变动。2005年后的三次主要趋势均是磷肥价格先于磷矿石价格变动。2007年初，受成本推动及需求刺激，磷酸二铵价格在不到三个月内从约230美元一吨迅速上升到420美元，并在2008年三月以1200美元一吨的价格见顶。磷矿石价格在二铵价格上涨后半年才开始上涨，之后一路跟随二铵价格上涨，并在二铵价格见顶后三个月左右触及450美元的高点。之后受全球金融危机的影响，二铵及磷矿石价格暴跌，整个下跌过程仍然是二铵价格带动磷矿价格变动。

图表 14: 磷矿石产量增长滞后于磷肥消费量增长

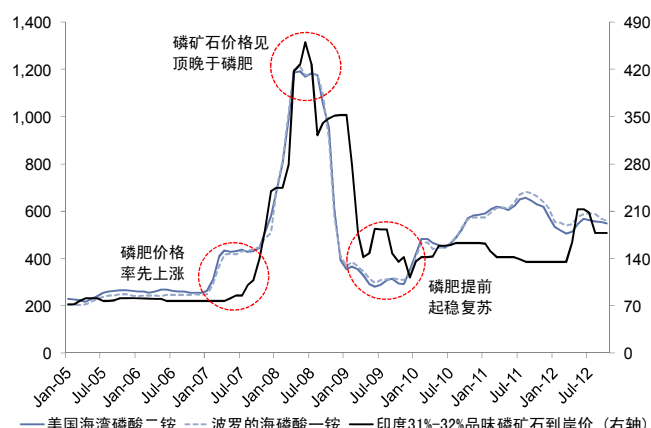
全球磷矿石产量、磷肥消费量及增长率，按 P2O5 含量，千吨



资料来源：IFA、USGS、高华证券研究预测

图表 15: 磷矿石价格跟随磷肥价格变动

磷酸二铵，磷酸一铵与磷矿石历史价格走势，吨，美元



资料来源：中华商务网、高华证券研究预测

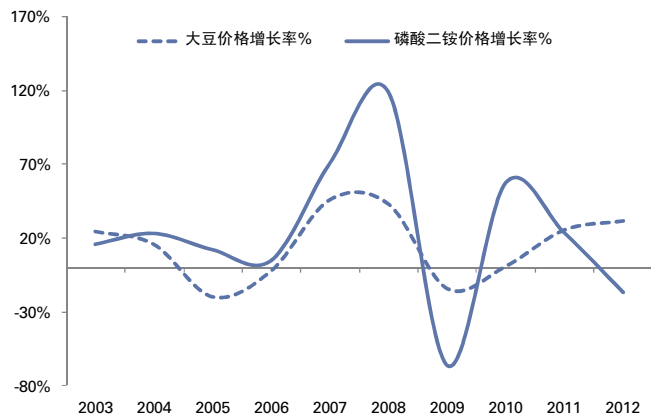
国际农产品价格高位，磷肥价格低位，将支撑 2013 年磷肥需求

磷肥价格受农产品价格和磷肥供需关系两大主要因素影响。其中我们认为农产品价格对磷肥价格影响更大，决定趋势；而供需影响的是变化的相关程度。另外，短期的供需关系在某种程度上是可以人为控制和调节的，比如厂商控制开工率，或经销商囤货。

今年美国干旱严重，美国农业部下调玉米和大豆亩产量，引发玉米、大豆涨价。高盛大宗商品团队认为，在南美洲下一个收获季节来临前，紧张的供需将在中短期内推动玉米和大豆价格上涨，对 3、9 个月 CBOT 玉米合约价格预测分别为 8.25 美元/蒲式耳、8.25 美元/蒲式耳；对 CBOT 玉米合约价格预测分别为 16.5 美元/蒲式耳、15.5 美元/蒲式耳。我们农化小组预计由于南美和美国在下个播种期种植面积扩大，将增加对磷肥的需求；农产品价格上涨改善种植收益，从而提升对化肥的价格承受能力，有助于化肥价格上升。根据历史价格趋势，农产品价格走高通常带来化肥价格上涨，化肥价格和农产品价格间的相关性很高，为 0.7—0.9。（请见报告《种植面积和价格承受能力上升；强力买入华鲁恒升；买入中海化学/盐湖股份》；金俊；2012 年 9 月 28 日）。

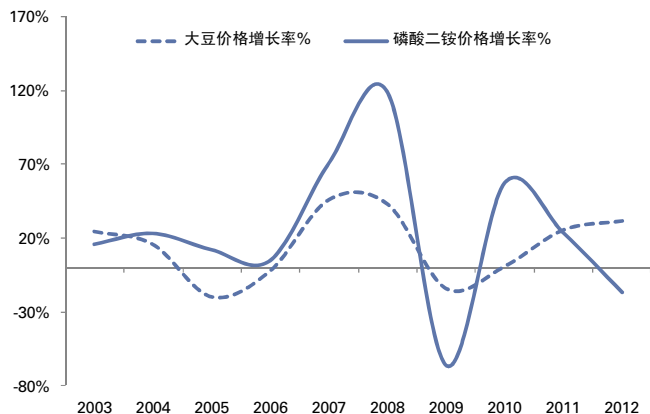
虽然今年农产品价格表现强劲，但在印度减少进口量等因素影响下，磷肥价格反而下行至 2011 年以来的低位。截至今年 9 月底，北美磷肥生产商库存水平较过去 5 年平均值低 15%，也低于 2011 年同期，这将有 利于 2013 年农业旺季来临时磷肥价格的表现。

图表 16: 国际磷酸二铵和玉米价格涨幅走势



资料来源: 彭博、中华商务网、高华证券研究

图表 17: 国际磷酸二铵和大豆价格涨幅走势



资料来源: 彭博、中华商务网、高华证券研究

2011年集中扩产后, 国际磷肥新产能集中投放将在2014—2015年

受金融危机冲击, 2008年全球磷肥消费量同比减少11.1%, 但2009年强劲复苏。2009至2011年, 磷肥消费量以6%的年均增速递增, 超过1999年至2011年1.7%的平均增速。全球磷肥消费量在经历三年高速增长后将逐渐向历史平均水平回归。IFA预测全球磷肥消费量2012年将达到4190万吨P₂O₅含量, 相比2011年增长2.3%, 2016年达到4530万吨, 年复合增长2.1%。

2009年景气的市场带动全球磷肥产能扩张, 在2011年形成一个投产高峰, 新的产能集中投放将在2014—2015年。2011年全球主要磷肥品种磷酸二铵、磷酸一铵和重过磷酸钙(DAP/MAP/TSP)产能约4000万吨P₂O₅含量。到2016年, 产能将扩大约4800万吨P₂O₅含量, 年复合增长4%。按照该假设, 全球MAP/DAP/TSP产能利用率将从2011年约77%降至2016年的71%。

2013年国际磷肥和磷矿扩产有限, 农产品价格高位, 加上磷肥价格位于2年低位, 我们看好2013年农业用肥旺季的国际磷肥表现。随着2014—2015年非洲、中东磷矿、磷肥新产能集中释放, 预计国际磷肥和磷矿景气度或将走弱。

中国磷矿石: 整体成本提升, 高品位磷资源受益价格上涨

截至2010年底, 中国磷矿探明基础储量29.6亿吨, 资源量157亿吨。2010年前后又在湖北和贵州发现大型磷矿, 增厚国内资源储量约12亿吨。我国磷矿资源总量并不少, 特点是分布集中和高品位矿占比低。湖北、云南、贵州、四川和湖南五省合计基础储量占全国80%。中国磷矿石的平均品位仅17%, 其中品位低于26%的占到总资源量90%以上, 而品位大于30%的仅占9%。

中国过去十年是全球磷化工产业发展最快的地区, 2001到2011年, 中国磷矿石产量从2100万吨增长到8100万吨, 年均增长14.5%, 磷肥产量从P₂O₅折纯含量770万吨增长到1550万吨, 年增长7.8%。2006年前中国磷肥需从国外进口, 随着产能高速增长, 2006年从净进口变为净出口。到2010年中国磷铵出口量占全球总出口的比例已达22%。

出口关税与配额制将中国磷矿石与国际市场隔离

基于保证国内粮食生产安全及稳定粮食价格的考虑, 中国政府一直对涉农产业实行较严格监管。2004年后为保护磷矿资源和鼓励磷化工产业升级, 政府开始收紧磷矿石出口。2004年1月1日起, 中国停止磷矿石出口13%的出口退税。2006年11月1日起, 中国开始征收磷矿石出口关税, 税率10%。在2007—2008年国际磷矿石价格暴涨并显著高于国内后, 为限制国内廉价资源外流, 出口关税曾一度达到120%。然而, 尽管2008年大部分时间磷矿石出口关税高达120%, 2008年磷矿石出口仍达到180万吨, 远超过2007年96万吨的水平。受此影响, 为限制磷矿石

出口，中国政府决定从2009年开始施行磷矿石出口配额制，当年配额为150万吨，从此中国磷矿出口进入关税和配额制并存的时期。除此外，2006年后地方政府对初级磷矿出省的各种限制也是磷矿出口下降的原因之一。

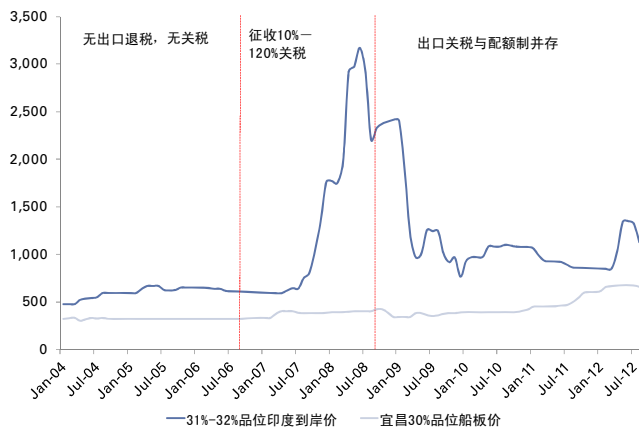
关税和配额制的存在使中国磷矿石市场与国际市场相关性减弱，尤其在2009年推出配额制之后，出口总体呈下降趋势，中国磷矿石市场基本自成体系。相对国际市场，我国磷矿价格走势波动小得多，即使在2007—2008年国际磷矿暴涨阶段，国内磷矿价格也总体稳定。

图表 18: 历次磷矿石出口政策调整一览表

时间	事件	实际出口税率	当年出口配额
2004年1月1日	取消13%出口退税	0%	
2006年11月1日	开始征收出口关税，税率为10%	10%	
2007年6月1日	出口关税调整为20%	20%	
2008年5月20日	对所有磷产品出口征收100%特别关税	120%	
2008年12月1日	出口关税调整至35%，同时将出口特别关税降低至75%	110%	
2009年1月1日	出口特别关税降低至50%，开始施行磷矿石出口配额制，2009年配额为150万吨	85%	150万吨
2009年7月1日	取消磷矿石出口特别关税	35%	150万吨
2010年1月1日	2010年出口配额第一批为90万吨，第二批为60万吨，合计150万吨	35%	150万吨
2011年1月1日	2011年出口配额第一批为90万吨，第二批为60万吨，合计150万吨	35%	150万吨
2012年1月1日	2012年磷矿石出口配额为120万吨	35%	120万吨

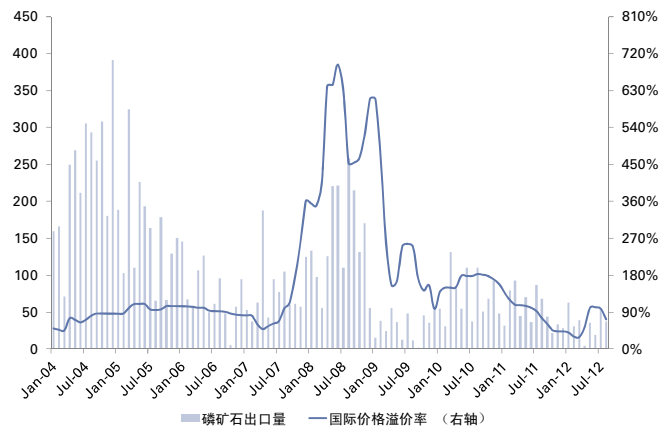
资料来源：商务部、财政部、高华证券研究

图表 19: 中国磷矿石价格与国际市场相关性较弱
国际与国内磷矿石价格差比较，人民币



资料来源：中华商务网、高华证券研究

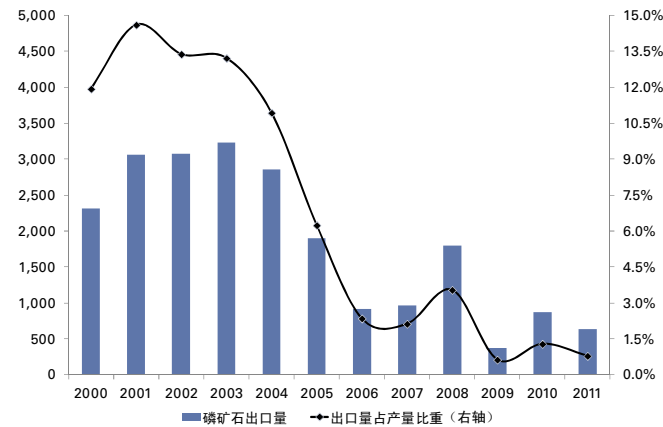
图表 20: 中国磷矿石出口与国际价格溢价率
月度磷矿石出口量与国际磷矿石价格相对国内价格溢价率，千吨



资料来源：中华商务网、中国海关、高华证券研究

图表 21: 中国磷矿出口总体呈下降趋势

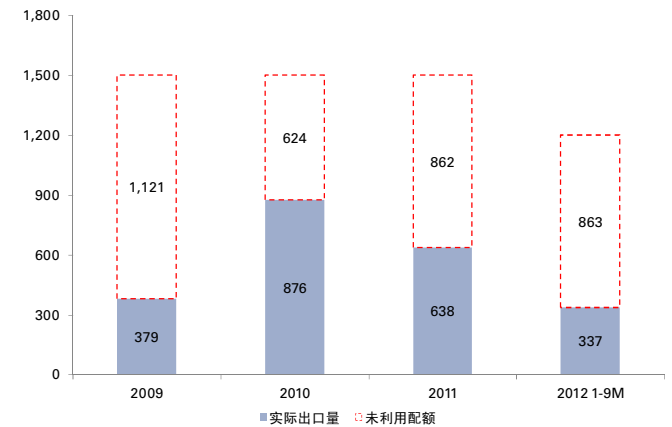
中国磷矿石出口情况, 千吨



资料来源: 国家统计局、中国海关、中华商务网

图表 22: 2009 年实施配额制后每年配额均有剩余

2009 年至 2012 年实际出口量与出口配额情况, 千吨



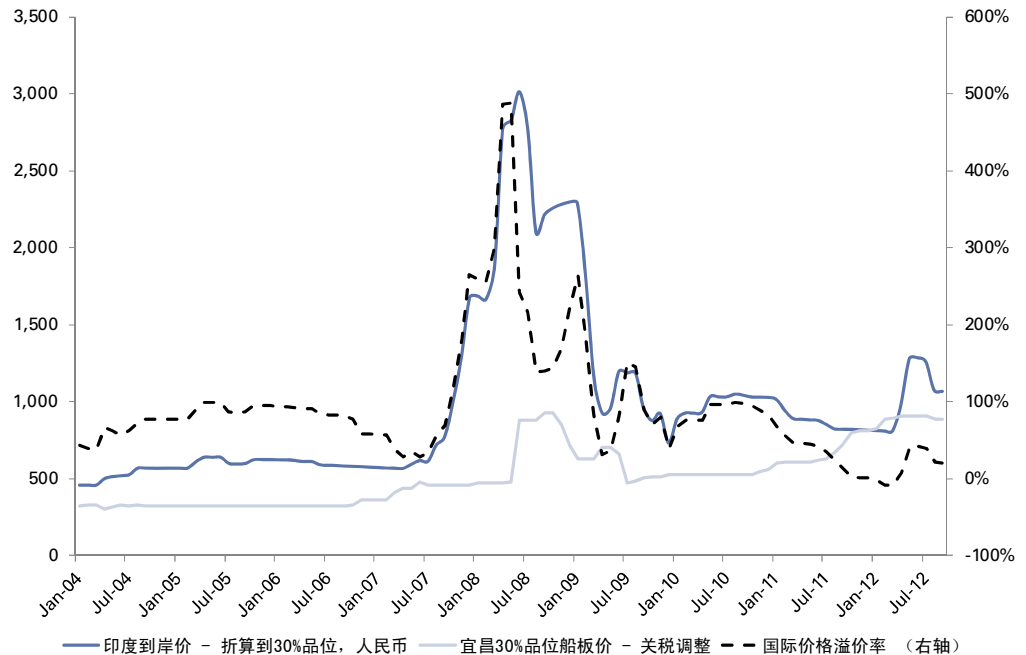
资料来源: 中华商务网、中国海关、高华证券研究

考虑关税但不考虑运费, 当前国内外磷矿价差约 20%

剔除品位、关税等因素影响后, 国内外磷矿价差已不大。2009 年以后, 国际磷矿价格累计下跌 50%, 而国内价格接近翻倍, 2011 下半年后国际价格相对国内价格溢价明显缩小。经过品位调整和国内出口关税调整后, 在不考虑运费的情况下, 2011 年末 2012 年年初国内磷矿石价格一度高于国际价格。我们认为国内磷矿价格上涨的主因并非通常所说的国内外价差造成。

图表 23: 中国、印度磷矿价格及国际价格溢价率

经品位和关税调整后中国与印度磷矿石价格比较, 元/吨



资料来源: 中华商务网、高华证券研究预测

2012 年 9 月, 印度 31%-32%品位到岸均价为 177.5 美元/吨, 按九月 6.32 的人民币兑美元平均汇率, 折合人民币 1122 元。由于印度标的磷矿石品位较国内交易标的高, 因此需折算到 30% 品位才方便与国内比较。根据我们测算, 印度到岸价折算到 30%品位时为 1066 元。2012 年 9 月

湖北宜昌 30%品位磷矿船板价为 655 元，按照目前 35%出口税率，出口价格将达到 884 元，较国际价格低 182 元。在不考虑中国磷矿运费的情况下，经品位调整的印度磷矿石价格相对经出口关税调整的中国价格溢价 21%。如考虑运输费用，该溢价将进一步降低。2012 年我国磷矿出口量将继续小于配额，前九个月出口磷矿 33.7 万吨，同比降 39%。前 9 个月出口量仅占 2012 年 120 万吨出口配额的 28%。

中国磷矿涨价动因是行政整合、磷肥价格和成本推动，高品位磷资源受益

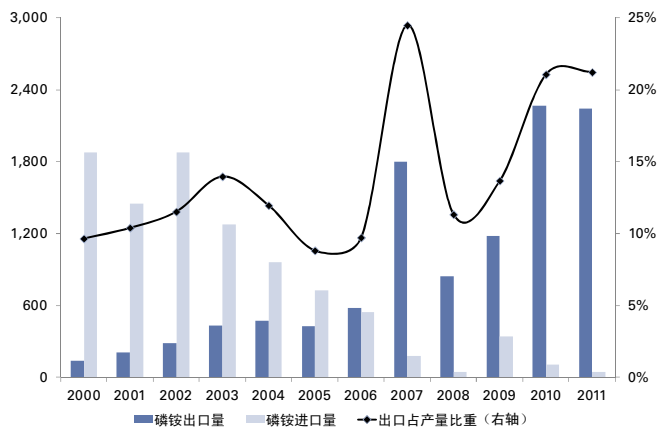
磷矿属于初级稀缺低值矿产资源，而磷肥属于深加工工业品。与尽力限制磷矿出口不同，我国政府对磷肥出口的指导思想是在不影响国内农业用肥，不造成国内价格大幅上涨的前提下允许出口。因此虽然国内磷肥出口政策一直在变化，但始终是给了企业出口的空间。目前的出口政策是实行淡旺季关税，引导企业在国内磷肥施用淡季进行出口。由于磷铵淡季出口税率较低，同时中国是国际磷铵市场重要的供应国，国内磷铵市场与国际市场联系仍相对较紧。历史上看，国内磷铵价格与国际价格联动，仅在 2008 年暂时性征收 135% 出口税率时出现过背离。我们前面分析中认为 2013 年农业旺季国际磷肥价将企稳，届时有望带动国内磷肥价格复苏。

图表 24: 中国磷铵出口关税政策汇总

时间	实际出口政策
2004年4月1日	取消磷铵11%的出口退税
2007年6月1日	开始征收磷铵出口关税：2007年6月1日至9月30日税率为20%，10月1日至12月31日税率为10%
2008年1月1日	征收季节性关税：2月15日至9月30日为35%，其余时间为20%
2008年5月20日	对所有磷产品出口征收100%特别关税
2008年12月1日	出口特别关税降至75%，开始执行淡旺季区别性关税政策并首次设立磷铵出口淡季基准价格。旺季出口税率为35%，淡季税率在不超过出口基准价格的情况下，为10%，超过基准价格时税率为 $(1 + \text{淡季出口税率} - \text{基准价格} / \text{出口价格}) * 100\%$ 。磷铵出口旺季为每年2至5月和8至10月。磷酸一铵/二铵基准价格分别为3700元/吨和4000元/吨
2009年1月1日	取消淡季出口特别关税，仅旺季征收75%特别关税
2009年7月1日	将旺季时间调整为每年2至5月，9月1日至10月15日，缩短一个半月
2010年1月1日	将淡季税率下调到7%
2010年12月1日	2010年12月执行旺季关税政策
2011年1月1日	将旺季时间调整为每年1至5月，10至12月，较之前增加两个半月，同时将一铵/二铵淡季基准价格下调到2900和3400元/吨

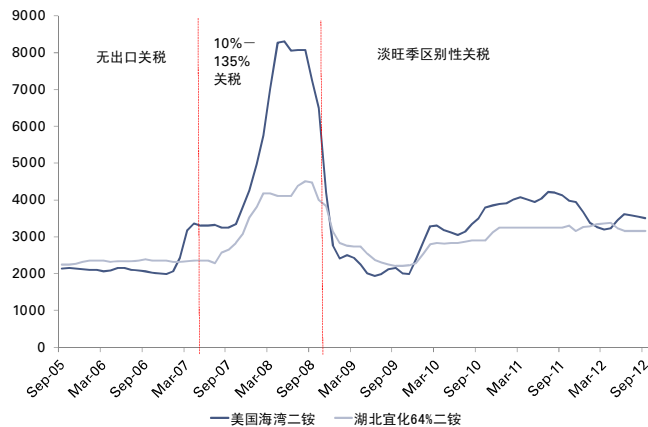
资料来源：财政部、中国海关、高华证券研究

图表 25: 中国磷铵进出口及出口占产量比重，千吨



资料来源：CEIC、中国海关、高华证券研究

图表 26: 中国磷铵价格与国际价格趋势一致
国际与国内磷酸二铵价格差比较，人民币 元/吨



资料来源：中华商务网、高华证券研究

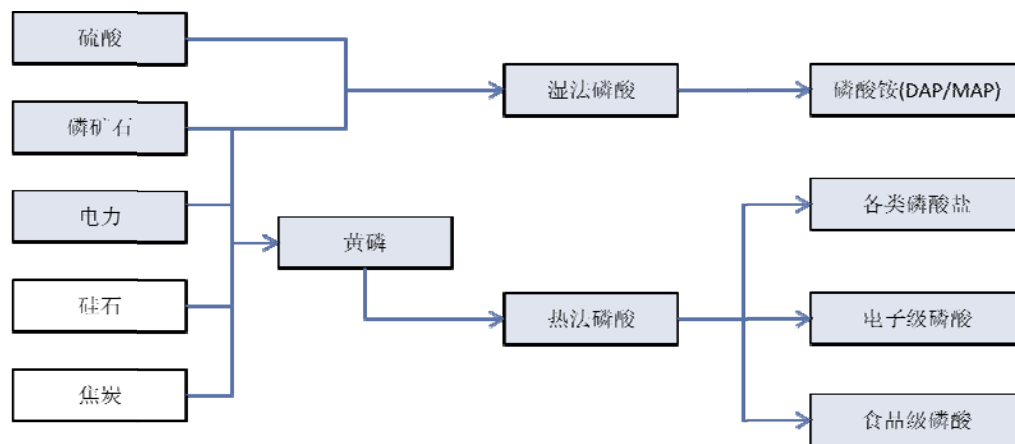
政府行政性整合成为中国磷矿行业整合最重要的推手。2005年颁布的《云南省磷矿采选行业准入条件》将磷矿开采规模限制提高到2008年15万吨和2010年50万吨。贵州和湖北随后也相继出台了类似的行业准入条件。2011年，中国化学矿业协会公布的《化工矿业十二五发展规划》中指出要建立磷矿矿产地储备机制，并且适当提高新建矿山最低开采规模和准入门槛。除行业准入政策之外，各省相关部门还可通过资源税，生产配额，出口限制，产能规划等多种临时或者长期措施管理本省磷矿资源。目前云南省的磷矿开采已经基本集中于云天化下属的云南磷化集团，贵州省则集中于瓮福、开磷和锦磷三大集团。相比云南、贵州，湖北省目前集中程度仍较低，但政府监管力度在加大，湖北省磷矿资源集中度将在未来逐步提升。我们认为行政推动整合造成的集中度上升是2009年后国内磷矿价格上涨的重要原因之一。

磷矿生产成本上升由两方面构成，一方面为常规型因素，包括剥采比上升，燃油、人工成本，相关税费上升；另一方面为结构性因素，主要由于品位降低造成低品位磷矿需要进行浮选加工才能使用，而磷矿浮选成本达到150元/吨左右，因此低品位磷矿占比高的企业成本上升较快。根据中国石油与化学工业联合会发布的《磷复肥行业十二五发展思路》，中国已建成世界领先的中低品位磷矿选矿技术，2009年已建成选矿产能1450万吨，另有650万吨的在建产能和1700万吨的拟建产能，中国低品位矿石洗选已形成产业化，洗选成本将造成我国磷矿成本整体上升。结构性成本上升主要针对低品位磷矿，高品位磷矿则不受此影响。成本上升推动磷矿价格上涨，特别是高品位磷矿稀缺度上升，价格上涨更快。**磷矿石价格上涨并非惠及所有开采企业，但拥有高品位磷矿资源的企业将显著受益。**

兴发集团：掌握资源的全产业链磷化工龙头

兴发集团地处磷资源和小水电丰富的湖北宜昌地区，是中国磷电化一体化龙头企业，业务覆盖磷化工上游磷矿石、电力，中游黄磷、磷酸及下游磷酸盐、磷肥业务。公司资源优势突出，现有磷矿储量1.5亿吨及14万千瓦水电装机，公司仍有具潜力的后坪、瓦屋四矿段处于探矿阶段。凭借资源优势，公司积极开拓磷化工下游产业，现有磷矿石295万吨，黄磷7.6万吨，各类磷酸盐32万吨及磷肥60万吨产能。

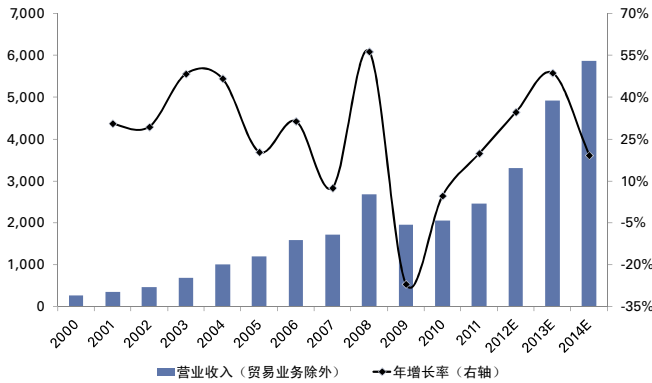
图表 27: 兴发集团磷化工产业链简图



资料来源：公司公告、高华证券研究

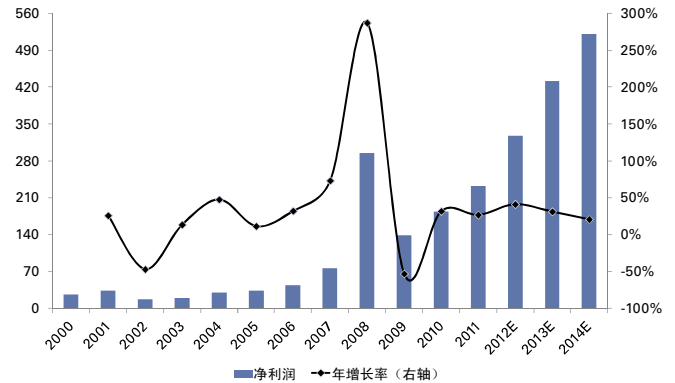
作为拥有上游资源的磷化工企业，公司受益于中国磷化工十年来的高速发展。2000年以来，公司收入/净利润以年均33.5%/21.8%的速度增长，规模持续扩大。公司收入增长主要依赖磷矿石和贸易业务；磷矿石资源是公司的核心竞争力及主要的利润来源。

图表 28: 2000 至 2014 年除贸易业务外公司年收入及增速
百万, 人民币



资料来源: 公司数据

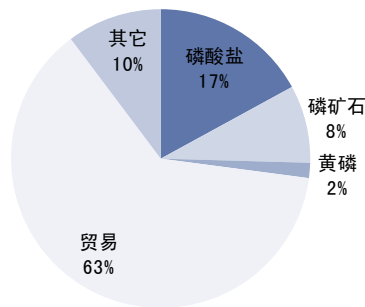
图表 29: 2000 至 2014 年公司净利润及增速
百万, 人民币



资料来源: 公司数据

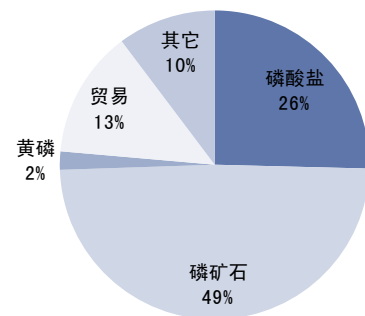
在母公司磷矿资产注入以及湖北省磷矿资源整合的推动下, 公司磷矿石销售收入从 2008 年 1.4 亿增长到 2011 年 5.5 亿元, 同时毛利率从 71% 上升到 81%。2011 年尽管磷矿石收入仅占公司收入的 8%, 但却贡献了公司接近一半的毛利。公司自 2009 年开始发展贸易业务, 至 2011 年, 公司贸易业务收入已达到 41 亿元。由于贸易业务毛利率较低, 公司整体毛利水平相应从 2008 年 28% 降至 2011 年 14%。磷酸盐及黄磷作为公司的传统业务, 受下游需求收缩影响, 近几年收入与毛利率水平略有下降。凭借公司自有磷矿及水电的优势, 公司黄磷和磷酸盐业务依旧维持盈利。

图表 30: 2011 年公司收入分业务占比
贸易收入占比最高



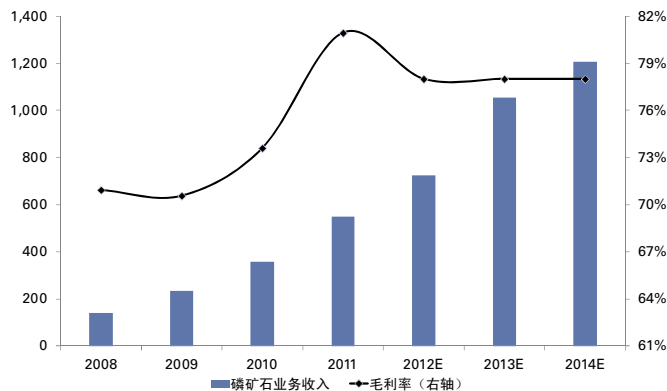
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 31: 2011 年公司各业务毛利占比
磷矿石贡献主要毛利



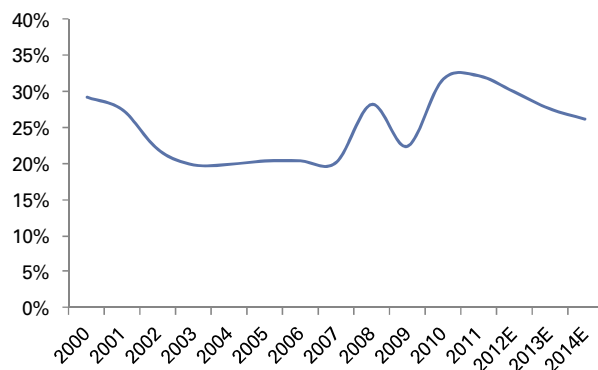
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 32: 公司磷矿石业务收入预测及毛利率, 百万人民币



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 33: 公司剔除贸易业务后毛利率变化



资料来源: 公司数据、高华证券研究

磷矿石资源整合稳步推进, 2015 年权益产能有望翻倍

公司是湖北磷矿开发龙头企业, 到 2011 年底磷矿储量约 1.5 亿吨, 设计产能 295 万吨。公司 2012 年 6 月从控股股东收购磷化公司全部股权。磷化公司持有枫叶化工 51% 股权, 枫叶化工拥有的树控坪和店子坪磷矿储量约 6000 万吨, 规划产能 205 万吨。公司目前磷矿储量 1.8 亿吨, 正在勘探树控坪后坪及瓦屋四矿段两个矿区, 初查预计资源储量超过 1 亿吨。

不考虑正在探矿的树控坪后坪及瓦屋四矿段两个矿区。待枫叶公司的树控坪及店子坪矿区达产后, 公司磷矿产能将达到 500 万吨, 权益产能约 384 万吨。后续随着后坪及瓦屋四矿段陆续进入开发期, 公司磷矿权益产能有望达到 600 万吨。

在推进储量和产量增长以外, 公司积极开发中低品位磷矿利用技术。树控坪矿业建设 60 万吨重介质选矿工程。同时, 公司规划在子公司宜都兴发新建 200 万吨浮选装置, 两项选矿工程完成后, 公司中低品位磷矿利用水平将显著提高。

图表 34: 兴发集团磷矿资源及矿山情况

子公司	公司权益	资源储量 (万吨)	现有产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	备注
兴盛矿业	99.93%	6000	80	80	
楚峰化工	100%	7,300	100	100	
武山矿业	70%	600	50	35	
树控坪矿业葛坪, 蒋家湾, 申家山	100%	1,000	65	65	
合计		14,900	295	280	
树控坪矿业树控坪后坪	100%	4,621	-	-	勘探阶段
树控坪矿业瓦屋四矿段	100%	10,397	-	-	2013年开始建设
枫叶公司店子坪	51%	3,023	125	64	规划产能, 尚未开始生产
枫叶公司树控坪	51%	3,003	80	41	已开始建设
合计		21,044	205	105	
合计		35,944	500	384	

资料来源: 公司数据、高华证券研究

磷电一体化优势明显

黄磷及磷酸盐是公司的传统业务。由于湖北省矿票制度的存在, 磷矿石直接销售到省外存在量的限制, 黄磷及磷酸盐成为磷矿石价值变现的载体。近年来黄磷及磷酸盐业务销售受外围需求疲软而萎缩, 但由于公司磷矿石自给并拥有黄磷生产必须的电力资源, 公司在行业普遍亏损的情况下仍能实现盈利。

黄磷生产通过磷矿石等原材料在高温电炉反应制得，通过黄磷制磷酸的工艺称为热法磷酸工艺。热法磷酸是生产高纯度磷酸的传统工艺，目前公司磷酸盐业务均是通过热法制成磷酸后再生产磷酸盐。生产黄磷每吨大约需要 13000 到 16000 度电，并且电耗会随着磷矿石品位降低而增加。公司拥有 18 座小水电站合计 14 万千瓦发电能力，年发电量约 4.5 亿度，能够满足公司 40—50% 电力需求。公司自有水电成本约每度 0.3 元，而外购电价格约为 0.6-0.7 元。相当于自发电每年可为公司节省 1.35—1.8 亿元电力成本。凭借自有水电，公司黄磷生产成本显著低于外购电力的黄磷生产商，在磷化工行业具有很强的竞争力。

磷酸铵拥有原材料成本和运输优势

2012 年 11 月 1 日公司公告宜都兴发建设的 60 万吨磷铵项目试车成功，磷铵业务将成为公司新的利润增长点。与黄磷生产需要块状矿石不同，磷铵生产可使用粉矿，但对磷矿石品位要求高于黄磷。一般而言，生产磷酸一铵需要不低于 27% 含量的磷矿石；生产磷酸二铵需要不低于 30% 品位磷矿石。公司将利用浮选技术将低品位磷矿石加工成磷酸铵原料，发展磷铵业务将提高公司中低品位矿石利用率，进一步深化公司磷矿石资源利用水平。

宜都兴发磷铵项目拥有原材料成本和运输两方面优势。磷铵的主要原料包括磷矿石、硫酸和合成氨。生产 1 吨磷酸二铵需消耗 1.6—1.7 吨磷矿；硫酸 1.3 吨；合成氨 0.23 吨。公司磷矿可自给自足，生产硫酸的硫磺将采购重庆、安徽有色企业的副产品，具备成本优势。宜都地处长江沿线，水运便捷，且厂区所在工业园已通铁路，物流优势明显。

盈利预测：2012—2014 年净利润同比增速为 41%/31%/21%

不考虑公司定向增发，我们预测公司 2012—2014 年 EPS 为 0.90/1.18/1.43 元，同比增速分别为 41%/31%/21%。

营业收入方面，公司贸易业务将由注重规模扩张转向注重提高效益，公司收入增速将放缓。我们预测公司 2012—2014 年收入分别增长 45%/20%/13%。除贸易业务外，由于公司磷铵业务将在 2012 年底进入正式产销阶段以及公司磷矿石业务仍有较大增量，我们预测除贸易业务外收入增速为 35%/49%/19%。公司磷铵业务已试车成功，预计 2012 年四季度开始少量销售，我们预测公司 2012—2014 年分别销售磷铵 5/40/60 万吨。磷矿石方面，尽管公司磷铵业务满产后每年会消耗约 100 万吨磷矿石，但下属枫叶公司树控坪磷矿目前已开工建设，树控坪矿业瓦屋四矿段也正由探矿转向采矿，建设过程中即可附带挖出磷矿，我们认为公司磷矿石增量能够完全覆盖磷铵业务的矿石消耗并维持矿石外销量增长的趋势。我们预测 2012—2014 年公司磷矿石外销量（包括对宜都兴发磷铵项目销售）为 220/310/350 万吨。

2010、2011 年三项费用占收入的比重分别为 7.9% 与 7.6%。我们预计公司费用率保持稳定，考虑到低运营成本的贸易业务仍有增量，预测 2012—2014 年公司费用率分别为 7.2%/7.2%/6.8%。

图表 35: 兴发集团主要财务数据预测

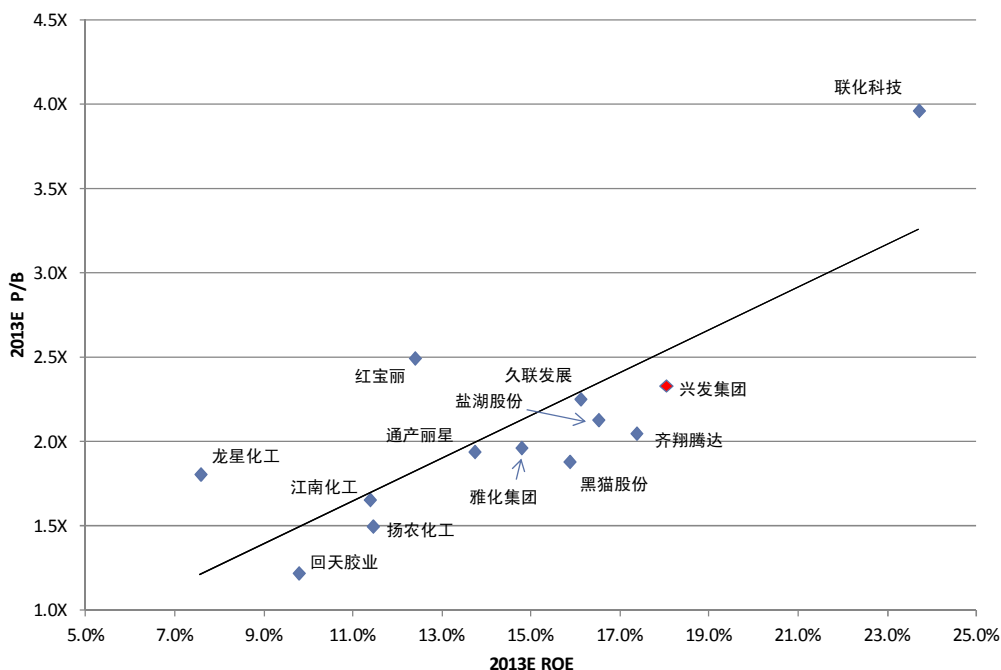
主要盈利预测	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入 (百万人民币)	3,044	4,678	6,569	9,507	11,419	12,864
贸易产品	1,089	2,630	4,113	6,200	6,500	7,000
磷酸盐	1,216	1,128	1,121	1,577	1,741	1,765
磷矿石	313	357	551	726	1,054	1,208
磷酸	88	97	142	138	162	161
黄磷	106	97	108	106	109	108
液碱	-	83	234	240	237	241
磷酸铵	-	-	-	150	1,208	1,830
磷肥 (普钙)	-	34	29	70	80	80
二甲基亚砷	150	58	38	41	47	52
其他		194	234	260	280	420
毛利率	14.8%	15.2%	13.8%	12.4%	13.6%	13.5%
贸易产品	1.3%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%
磷酸盐	16.5%	26.2%	20.6%	17.0%	16.7%	16.5%
磷矿石	78%	74%	81%	78%	78%	78%
磷酸	16.9%	18.4%	5.5%	16.2%	16.0%	15.5%
黄磷	11.8%	10.6%	16.1%	5.0%	3.0%	3.0%
液碱	-	-	-	42%	36%	35%
磷酸铵	-	-	-	7%	9%	8%
磷肥 (普钙)	-	1%	16%	18%	16%	16%
二甲基亚砷	14%	12%	-6%	-15%	-10%	-10%
其他	-69%	19%	4%	3%	3%	7%
销量 (万吨)						
磷矿石	109	164	175	220	310	350
黄磷	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
磷酸	2.3	2.5	4.0	3.5	4.0	4.0
三聚磷酸钠	19.0	11.9	10.0	7.0	8.5	8.0
六偏磷酸钠	3.5	4.1	4.3	3.0	3.2	3.0
次磷酸钠	0.9	1.3	1.2	0.8	1.0	1.1
液碱	-	11	15	15	15	15
磷酸铵	-	-	-	5	40	60
二甲基亚砷	1.3	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
单价 (元/吨, 不含税)						
磷矿石	287	218	315	330	340	345
黄磷	11,130	12,249	14,367	14,188	14,530	14,444
磷酸	3,751	3,901	3,602	3,932	4,060	4,017
三聚磷酸钠	4,226	4,673	4,850	4,701	4,786	4,786
六偏磷酸钠	5,050	5,507	5,300	5,470	5,556	5,470
次磷酸钠	9,360	12,285	12,000	10,427	10,684	10,684
液碱	-	-	1,558	1,600	1,581	1,607
磷酸铵	-	-	-	3,000	3,020	3,050
二甲基亚砷	11,966	10,256	10,684	9,060	9,402	9,402

资料来源: 公司数据、高华证券预测

估值：12个月目标价人民币 21.94 元，给予“买入”评级

我们沿用行业一直使用的 P/B vs ROE 方法进行估值，得到目标价为人民币 21.94 元，潜在上行空间 32%。我们给予兴发集团 18% 的估值溢价，以反映：1) 相对我们的 A 股化工行业覆盖公司，兴发集团最近一年享有 18% 的 P/B 估值溢价；2) 兴发集团丰富的磷矿和廉价水电资源，及全产业链发展优势。我们的 12 个月目标价基于 3.1 倍的 2013 年预期 P/B 以及 18% 的 2013 年预期 ROE，首次覆盖兴发集团给予买入评级。

图表 36: 我们覆盖公司 2013E P/B vs. 2013E ROE



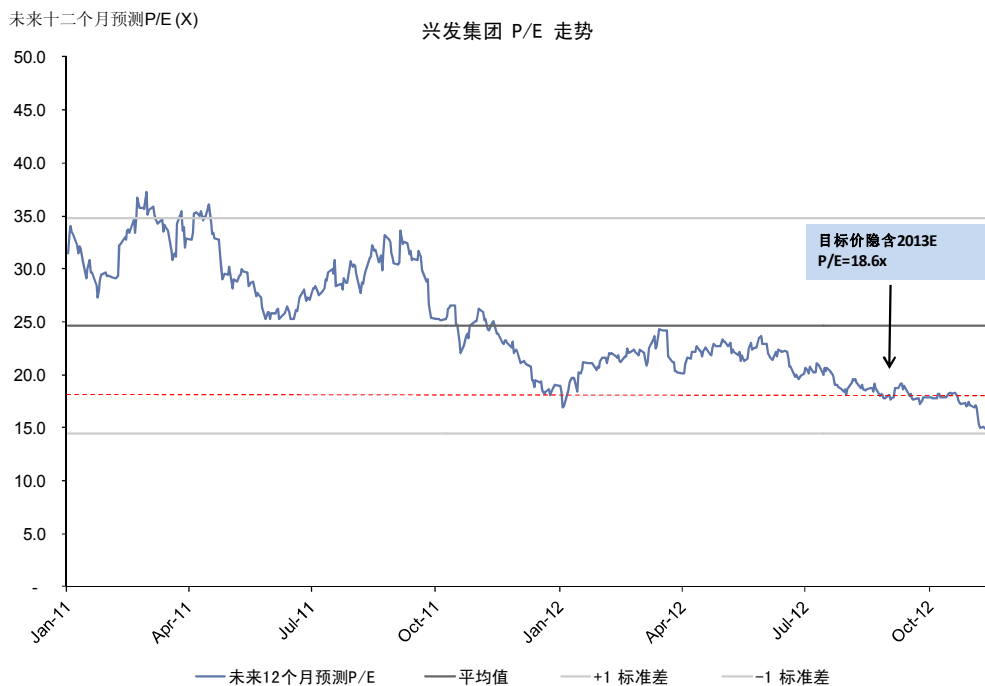
资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表 37: 目标价格导出过程

	2012E	2013E	2014E
2013E ROE		18.1%	
回归线斜率		13.74	
回归线截距		0.15	
基准目标2013E P/B		2.4X	
过去一年P/B溢价		18%	
应用的P/B溢价		18%	
2013E BVPS		7.07	
目标2013 P/B		3.1X	
目标价 (Rmb)		21.94	
当前价格		16.6	
潜在上行空间		32%	
预测EPS	0.90	1.18	1.43
隐含P/E	24.4X	18.6X	15.4X

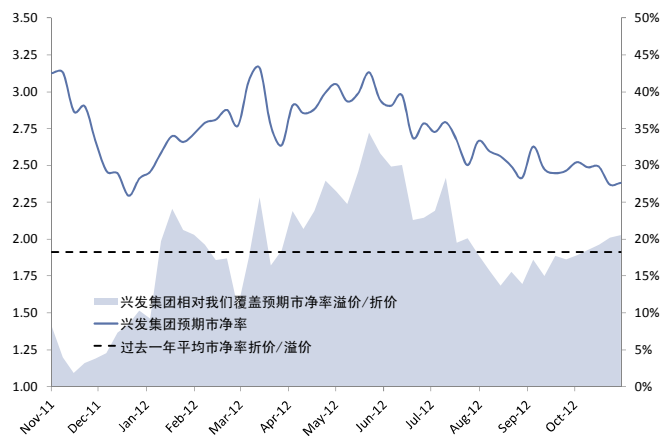
资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表 38: 兴发集团未来十二个月预测 P/E 历史走势



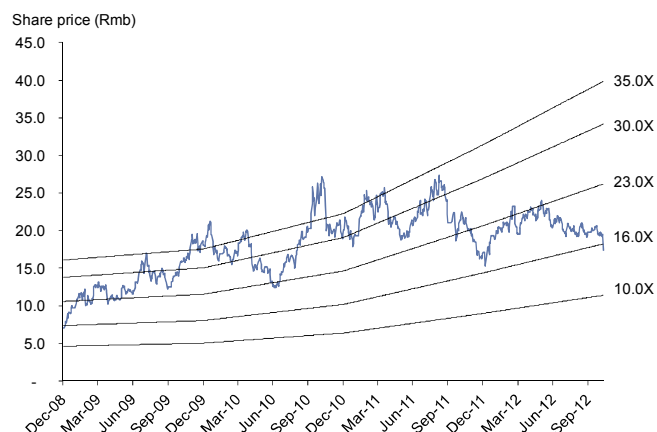
资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

图表 39: 兴发集团过去 12 个月预期市净率平均溢价 18%



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

图表 40: 兴发集团过去 12 个月价格及 P/E 区间



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究预测

主要风险

1. 公司磷矿石产能扩张速度慢于预期。磷矿石业务是公司主要的利润来源，2011 年公司磷矿石业务毛利占到总毛利的一半。磷矿石产量变化对公司盈利有显著影响。

图表 41: 磷矿石销量对 2013E EPS 预测的敏感性分析

磷矿石销量假设 (百万吨)	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5
2013E EPS	0.96	1.07	1.18	1.29	1.40
相对我们预测的变化	-18.5%	-9.3%	0.0%	9.3%	18.5%

资料来源: 高华证券研究预测

2. **印度超预期降低磷肥补贴**。印度在 2013 年进一步降低磷肥补贴将不利于全球磷肥价格复苏, 进而影响中国磷肥及上游磷矿石市场。受印度降低磷肥补贴的影响, 2012 年前九个月中国磷铵出口同比下降 6%。由于国内产能过剩, 出口进一步萎缩将不利于国内磷铵价格反弹。

3. **公司宜都兴发磷铵项目调试时间超出我们预期**。公司管理层预期磷铵项目能在 2012 年底正式投产并在 2013 年满负荷生产。在我们的盈利预测中, 我们相对保守地假设 2013 年磷铵销量为 40 万吨, 而非满产时的 60 万吨。由于磷铵相对磷矿石项目盈利能力较差, 在其它条件不变的情况下, 产量变化对 EPS 的影响程度小于磷矿石业务。根据我们的测算, 2013 年每 10 万吨产量的变化对 EPS 的影响幅度为 2.3%。

信息披露附录

申明

本人，魏涛，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公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的部分不与，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。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

魏涛：亚洲化工行业。

亚洲化工行业：江南化工、中海化学、久联发展、华鲁恒升、回天胶业、兴发集团、湖北宜化、南岭民爆、长青股份、扬农化工、黑猫股份、金发科技、联化科技、龙星化工、红宝丽、盐湖股份、通产丽星、雅化集团、中化化肥、烟台万华、云天化、齐翔腾达。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：兴发集团 (Rmb16.62)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征购股票要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。