



业绩符合预期，未来磷矿产能大增保障业绩增长

2012年10月23日

推荐/维持

兴发集团

财报点评

——兴发集团(600141)2012年三季报点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
联系人: 杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件:

公司2012年前三季度营业收入74.04亿元，同比增长46.94%，归属于母公司股东的净利润2.52亿元，同比增长30.92%，基本每股收益0.69元。其中，Q3营业收入与净利润分别为27.08亿元、0.93亿元，分别同比增长53.43%、17.14%，每股收益0.25元。业绩基本符合市场预期，公司产能规模扩大是营业收入增长的主要原因。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入(百万元)	1372.46	1900.80	1765.33	1529.93	2108.82	2586.33	2708.49
增长率(%)	61.50%	49.48%	37.78%	19.96%	53.65%	36.07%	53.43%
毛利率(%)	10.78%	13.33%	15.36%	15.44%	12.97%	12.60%	12.56%
期间费用率(%)	6.57%	5.75%	7.57%	10.69%	7.04%	6.88%	7.18%
营业利润率(%)	2.97%	5.47%	6.11%	5.12%	4.53%	3.92%	5.16%
净利润(百万元)	38.38	74.84	79.06	40.18	65.60	93.52	92.61
增长率(%)	19.17%	24.33%	25.91%	43.04%	70.93%	24.96%	17.14%
每股盈利(季度, 元)	0.105	0.205	0.216	0.110	0.179	0.256	0.253
资产负债率(%)	69.94%	72.12%	72.81%	69.58%	73.98%	74.55%	75.18%
净资产收益率(%)	1.94%	3.62%	3.22%	1.80%	2.57%	2.88%	3.64%
总资产收益率(%)	0.58%	1.01%	0.88%	0.55%	0.67%	0.73%	0.90%

评论:

积极因素:

➤ 12年磷矿石产销量增加，未来磷矿石资源储备将大幅增加，带动磷矿石产能持续增长。磷矿石产能的增加仍是保证公司盈利能力提升的关键，公司武山磷矿去年底产能由20万吨增加到50万吨，11年楚烽磷矿100万吨产能，产量70-80万吨，还有20多万吨的产量提升空间，预计12年磷矿石产能与产量均同比提升20%左右，磷矿石产销量增加使公司在下游需求普遍景气度下降的形势下，收入依然保持稳定增长。

公司已拥有磷矿石储量1.6亿吨，考虑到未来磷化集团磷矿注入以及瓦屋与后坪磷矿资源，未来五年公司磷矿储量将增加至3.7亿吨，资源量大幅增加保证磷矿石产能未来可实现持续增长。

表 1：公司磷矿石储量与产能分布情况

资源	所在矿区	储量, 万吨	产能, 万吨	权益占比
已有磷矿	楚烽化工	7300	100	99.93%
	兴山兴盛矿业	6500	60	100%
	武山矿业	600	50	70%
	树崆坪矿业	1000	75	100%
未来将注入公司的 磷化集团资产	树崆坪	3002.9	80	51%
	店子坪	3023.12	120	51%
未来可能由探转采 的矿产资源	瓦屋矿区	10400	50	100%
	后坪矿区	4600	50	100%
总计		36426	5850	

资料来源：东兴证券整理

➤ **延伸磷矿石下游产业链，提高附加值、业绩贡献高。**除磷矿石资源之外，公司水电资源丰富，自给率达到 50%，依托矿电优势，在传统磷化工下游品如黄磷、磷酸、磷酸盐普遍盈利能力不景气的背景下，公司大力延伸磷矿石产业链。宜都兴发 60 万吨磷酸二铵项目已开始试生产，预计 12 年可贡献 10-20 万吨产量；与瓮福集团签订了技术转让合同，获得 10 万吨/年湿法磷酸净化制取工业级、食品级磷酸成套技术，预计 13 年底之前可投产。以上产品盈利能力均明显优于黄磷与磷酸盐，提高了磷矿石附加值，保证公司业绩增长的持续性。

消极因素：

- 财务费用增加。前三季度财务费用 2.54 亿元，同比增长 82.86%，主要由于公司营业规模扩大，借款金额增加。
- 磷化工产品需求不振，盈利能力堪忧。黄磷价格持续走低，产能明显过剩，盈利能力下降；磷酸及磷酸盐之前出口比例为 50%，需求端低迷影响了其业绩贡献。

业务展望：

- **13 年磷矿石产能产量将增长可观。**树崆坪项目建设目前有序推进，预计 13 年可投产，瓦屋与后坪矿区是 13 年公司磷矿石产能增量的看点，结合以上项目的产能规模，明年磷矿石产能产量将有可观增长。
- **预计 12 年年底之前完成非公开增发，缓解资金压力。**公司资产负债率较高，三季度已达到 75%，财务费用明显侵蚀利润，公司非公开增发申请已于 9 月底通过证监会审核，如果年底之前增发获得通过，资金压力将大为缓解，200 万吨/年选矿项目、10 万吨/年湿法磷酸精制项目、60 万吨磷酸二铵项目的顺利投产将是业绩增长的有力保障。

盈利预测与投资建议：

公司未来看点：1) 所拥有磷矿石资源量将由 1.6 亿吨提高至 3.7 亿吨；2) 磷化集团的矿区项目及瓦屋后坪矿区建设顺利，预计 13 年开始贡献产量，明年磷矿石产能增幅较今年更为可观；3) 产业链延伸，发展磷肥与高端精细磷化工，更注重需求刚性、技术高端。

预计公司12-14年EPS分别为0.87元、1.25元、1.67元，对应PE23倍、16倍、12倍，给予13年20倍估值，未来12个月目标价25元，维持“推荐”评级。

风险提示：

磷肥出口受限导致磷矿石跌价的风险；在建矿区投产延迟的风险

表 2 公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	4,678.04	6,568.51	9,235.87	11,343.00	15,436.00
增长率（%）	53.66%	40.41%	40.61%	22.81%	36.08%
净利润（百万元）	183.29	232.46	319.14	458.34	608.46
增长率（%）	31.95%	26.83%	37.29%	43.62%	32.75%
每股收益(元)	0.509	0.636	0.873	1.254	1.665
ROE	10.83%	12.24%	14.57%	21.37%	29.19%
PE	39.80	31.82	23.18	16.14	12.16

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好数字： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性数字： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡数字： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。