

磷化工行业

报告原因：公司调研

2013 年 6 月 28 日

市场数据：2013 年 6 月 27 日

总股本/流通股本(亿) 4.35/3.65

收盘价(元) 11.19

流通市值(亿元) 40.90

基础数据：2013 年 3 月 31 日

资产负债率 69.86%

毛利率 11.52%

净资产收益率(摊薄) 2.10%

相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

助理研究员：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层

<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

兴发集团 (600141)

首次

矿石资源积累就绪，放量抵御磷肥低迷

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

● **磷矿石资源储备丰富。**公司现有磷矿产能 300 万吨以上。另外，在建磷矿规划产能分别为店子坪磷矿 125 万吨、树崆坪磷矿 80 万吨、瓦屋 IV 矿段磷矿正在办理探转采手续。此外，树崆坪后坪矿段处于详查阶段，平水—蒿坪磷矿仍处于普查阶段。预计公司在 2013 年底将拥有至少 400 万吨的磷矿石产能。

● **磷矿石下游项目储备为产销放量打下基础。**未来公司磷矿石产量增长来源主要来自兴山总部。国家对湖北保康等地实施磷矿准运制度，只对具有采矿权证的主体矿山企业发放《磷矿产品准运单》，制止非法开采、乱挖滥采。公司针对准运制度积极发展下游黄磷、磷酸及下游磷酸盐产业链。在兴山、神农架、保康、襄阳等主要磷矿石产区投资建设黄磷及下游产能，在力求实现磷矿石就地深加工的同时，为磷矿石获取销售配额以及产销平衡打下基础。

● **磷矿石资源税改削薄部分磷矿石利润。**2013 年 1 月 1 日起湖北省率先落实国家对磷矿石资源税从价计征的政策。原有政策下的磷矿石资源税从量计征 15 元/吨，2013 年开始以磷矿石价格的 10% 计征。新政策不同程度上削薄了磷矿石的利润，尤其是高品位矿石利润下降幅度更大，从而鼓励磷矿石开采加工企业加强对低品位矿石的利用，减少目前“采富弃贫”的现象。公司依照 2012 年数据预计税改将削薄毛利 3000 万元。如果公司按计划扩大磷矿石销售力度，毛利将进一步被削薄。

● **依靠独有资源发展湿法磷酸技术，提升产品附加值。**公司在建 30 万吨湿法磷酸（836 项目）和 10 万吨湿法精制磷酸项目，分别对应下游磷肥产业链和磷酸盐产业链。通过筛选国内多家拥有先进湿法磷酸技术的企业和科研单位，最终选定与拥有 10 万吨稳定生产技术的瓮福集团合作。公司磷矿资源中磷矿石的平均品位在 23%-24% 左右，且湖北省 90% 的磷矿属于中低品位矿石。湿法磷酸技术有助于提高低品位磷矿石利用率。此外，湿法成本低于热法成本约 800 元/吨，其中包括低品位磷矿石的运用、节能环保等因素。

● **积极延伸产业链，深度加工提高产品附加值。**公司不但积极参与磷矿石就地加工，在磷矿矿区配套建设黄磷、磷酸盐产能。并且充分利用全国各地资源发展产品附加值高、技术含量高的产品。公司利用重庆、

新疆和贵州等地的天然气优势，引进行业领军人才，大力开发国家“两高一优”实验性产品二甲基亚砜产品。目前拥有产能约3万吨，产能居全球第一，正在新疆、贵州等地扩建5万吨产能，预计将在年底建成投产。

◎ **磷肥产能即将投产，静待下游复苏。**2012年磷肥价格曾一度上浮导致经销商恐慌性囤货，再加上今年春耕时期磷肥市场旺季不旺，最后导致至今下游仍处于消库存阶段。受下游磷肥需求影响，公司836项目规划60万吨磷铵产能将逐步达产。虽然磷肥需求不旺，但6-9月的磷肥仍有希望依靠政策支持出口重振需求。

◎ **盈利预测和评级。**公司磷矿石资源难以复制，在建产能上升空间明确，探矿阶段矿区储量丰富对未来的发展空间有所保证，且与矿产配套的就地深加工能建设进度符合公司磷矿石2013年放量的速度，磷矿石销售增长必要条件基本满足；另外公司投资建设湿法磷酸和磷肥项目未来将部分投产贡献业绩，期待磷肥下游下半年回暖；因此我们认为可以给予17倍市盈率及“增持”的评级。

◎ **风险提示。**下半年磷肥市场复苏缓慢，三季度出口鼓励政策力度小，对下游需求影响较小，致使公司836项目开工率低下，无法消化建成后固定资产逐渐转固造成的摊销折旧费用。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万					更新日期:		13/06/27
利润表		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入		6,568.51	9,612.04	11,683.55	13,796.07	15,523.08	现金	423.96	1,723.50	1,207.43	875.50	733.50	
YOY(%)		40.4%	46.3%	21.6%	18.1%	12.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业成本		5,659.96	8,392.45	10,295.86	12,048.07	13,479.67	应收款项净额	360.07	904.25	1,099.13	1,297.86	1,460.33	
营业税金及附加		87.02	93.34	116.84	137.96	155.23	存货	562.36	884.11	1,058.79	1,241.40	1,393.16	
销售费用		139.66	174.57	246.66	278.15	310.99	其他流动资产	118.57	388.31	472.00	557.34	627.11	
占营业收入比(%)		2.1%	1.8%	2.1%	2.0%	2.0%	流动资产总额	1,464.96	3,900.17	3,837.34	3,972.10	4,214.10	
管理费用		174.63	235.50	289.76	346.24	385.99	固定资产净值	4,080.58	5,146.44	7,510.53	7,977.68	8,155.13	
占营业收入比(%)		2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	减: 资产减值准备	(4.69)	(32.39)	(47.27)	(50.21)	(51.33)	
EBIT		507.24	716.18	697.89	949.10	1,154.65	固定资产净额	4,075.89	5,114.05	7,463.26	7,927.47	8,103.80	
财务费用		182.28	364.39	233.57	324.28	332.18	工程物资	7.20	26.79	0.00	0.00	0.00	
占营业收入比(%)		2.8%	3.8%	2.0%	2.4%	2.1%	在建工程	1,578.85	2,628.24	479.66	337.24	221.51	
资产减值损失		(4.69)	(32.39)	(42.33)	(50.79)	(55.87)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益		10.50	76.31	62.40	57.60	52.80	固定资产总额	5,661.94	7,769.08	7,942.92	8,264.71	8,325.31	
营业利润		330.79	395.72	484.40	631.64	819.39	无形资产	695.63	1,420.22	1,383.68	1,347.13	1,310.59	
营业外净收入		(24.33)	(3.88)	(4.10)	(4.10)	(4.10)	长期股权投资	264.53	413.27	562.01	710.75	859.49	
利润总额		306.45	391.84	480.30	627.54	815.29	其他长期资产	161.98	298.29	298.29	298.29	298.29	
所得税		73.07	72.19	96.06	125.51	163.06	资产总额	8,249.04	13,801.03	14,024.23	14,592.98	15,007.77	
所得税率(%)		23.8%	18.4%	20.0%	20.0%	20.0%	循环贷款	1,595.96	3,228.19	3,000.00	3,142.69	3,229.79	
净利润		233.38	319.65	384.24	502.03	652.24	应付账款	450.60	767.79	919.48	1,078.07	1,209.87	
占营业收入比(%)		3.6%	3.3%	3.3%	3.6%	4.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
少数股东损益		(0.92)	(25.07)	(2.00)	(5.00)	(6.50)	其他流动负债	747.44	756.76	910.25	1,066.85	1,196.94	
归属母公司净利润		232.46	294.58	382.24	497.03	645.74	流动负债	2,794.00	4,752.74	4,829.74	5,287.61	5,636.59	
YOY(%)		26.8%	26.7%	29.8%	30.0%	29.9%	长期借款	2,697.70	3,196.98	3,196.98	3,196.98	3,196.98	
EPS (元)		0.64	0.68	0.88	1.14	1.48	应付债券	0.00	791.76	791.76	791.76	791.76	
主要财务比率		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	其他长期负债	248.07	509.55	771.03	1,032.51	1,293.99	
成长能力							负债总额	5,739.77	9,251.03	9,589.51	10,308.86	10,919.32	
营业收入		40.4%	46.3%	21.6%	18.1%	12.5%	少数股东权益	610.12	1,122.94	1,122.34	1,120.84	1,118.89	
营业利润		15.2%	19.6%	22.4%	30.4%	29.7%	股东权益	1,899.16	3,427.07	3,312.40	3,163.29	2,969.57	
净利润		26.8%	26.7%	29.8%	30.0%	29.9%	负债和股东权益	8,249.05	13,801.04	14,024.24	14,592.99	15,007.78	
获利能力							现金流量表						
毛利率(%)		13.8%	12.7%	11.9%	12.7%	13.2%	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
净利率(%)		3.6%	3.3%	3.3%	3.6%	4.2%	税后利润	232.46	294.58	382.24	497.03	645.74	
ROE(%)		12.2%	8.6%	11.5%	15.7%	21.7%	加: 少数股东损益	-0.30	-7.86	-0.60	-1.50	-1.95	
ROA(%)		2.8%	2.1%	2.7%	3.4%	4.3%	公允价值变动	4.69	32.39	42.33	50.79	55.87	
偿债能力							折旧和摊销	194.58	266.05	605.50	681.02	718.96	
流动比率		0.52	0.82	0.79	0.75	0.75	营运资金的变动	547.78	-656.29	128.31	112.91	140.49	
速动比率		0.32	0.63	0.58	0.52	0.50	经营活动现金流	979.21	-71.13	1,157.77	1,340.26	1,559.11	
资产负债率%		69.6%	67.0%	68.4%	70.6%	72.8%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营运能力							长期股权投资	-70.47	-148.74	-148.74	-148.74	-148.74	
总资产周转率		79.6%	69.6%	83.3%	94.5%	103.4%	固定资产投资	-1,631.10	-2,368.50	-800.00	-1,020.00	-800.00	
应收账款周转天数		20.01	34.34	34.34	34.34	34.34	投资活动现金流	-1,701.57	-2,517.24	-948.74	-1,168.74	-948.74	
存货周转天数		36.97	39.26	39.26	39.26	39.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
每股指标(元)							公司债券发行/(1)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
每股收益		0.64	0.68	0.88	1.14	1.48	股利分配	-308.56	-386.90	-496.91	-646.14	-839.46	
每股净资产		5.20	7.87	7.61	7.27	6.82	计入循环贷款前副	-169.46	1,711.21	-496.91	-646.14	-839.46	
估值比率							循环贷款的增加/(i)	1,639.46	2,064.32	-228.19	142.69	87.10	
P/E		17.6	16.5	12.7	9.8	7.5	融资活动现金流	962.96	3,887.91	-725.10	-503.45	-752.37	
P/B		2.2	1.4	1.5	1.5	1.6	现金净变动额	240.60	1,299.54	-516.07	-331.93	-142.00	

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。