

磷化工行业

报告原因：半年报公布

2013年7月24日

市场数据：2013年7月24日

收盘价（元）	11.78
一年内最高/最低（元）	21.04/10.77
市净率	1.51
股息率	-
流通A股市值（百万元）	4305.35

基础数据：2013年6月30日

每股净资产（元）	7.74
资产负债率%	71.97
总股本/流通A股(百万)	435.39/365.48
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

兴发集团(600141)调研简报——矿石资源积累就绪，放量抵御磷肥低迷

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

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

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



兴发集团 (600141)

增持

多重阻力打压磷矿石利润，下半年期待政策调整

维持评级

半年目标价：10.39-13.96元

盈利预测：单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	9612.0	8392.5	294.6	0.68	17.3
2013E	11506.0	10353.0	202.5	0.47	25.1
2014E	13564.7	12097.4	286.0	0.66	17.8
2015E	16090.4	14287.0	434.0	1.00	11.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **公司2013年半年报显示：**2013年上半年营业收入56.67亿元，营业成本51.04亿元，实现归属母公司净利润0.81亿元，同比分别增长20.69%、24.62%和-49.10%。
- **磷矿石产能投放复合预期。**上半年磷矿石产量基本达到210万吨左右。预计在2013年底磷矿石产能将达450万吨，目前在建的树岭坪矿段80万吨产能处于基建阶段，一般建设期在半年左右，预计年底将竣工并形成产能。
- **磷矿石受多重阻力影响，盈利能力下降幅度较大。**2013年上半年对磷矿石原有税收制度征收15元/吨进行改革，调整为每吨磷矿石按价计税征收10%资源税。公司开采成本中人工成本和辅料成本的上涨也对磷矿石利润有所冲击。公司磷矿石毛利率从2012年底的80.41%降至54.64%。
- **湖北省内磷矿石企业经营压力较大，期待税费政策调整。**目前在湖北省内不仅征收10%资源税，还征收40-100元/吨不等的行政规费。企业希望政府调整磷矿石规费征收，一旦调整将缓解经营压力。
- **下半年期待秋季磷肥需求增长，加大力度拓展下游客户。**今年上半年以来，磷矿石已由原来的卖方市场迅速转换为买方市场，磷矿石价格持续下跌，销售难度加大。下半年公司将积极抢抓秋肥市场行情，加大磷矿石、磷肥等产品的市场开发力度，着力提升公司产品竞争力。
- **我们预测公司2013-2015年EPS为0.47、0.66、1.00元，**公司2013年上半年受下游需求、当地政府税收政策、生产成本、外省竞争等原因影响，磷矿石毛利率降幅超过20个百分点，下半年如果税收政策调整到合理范围内，磷矿石盈利能力将有望好转；公司投资泰盛化工草甘膦盈利能力较好，为公司增加5205万投资收益，下半年草甘膦产量预计将较上半年有所增长；磷肥则期待秋季需求峰季的到来，改善上半年开工率低及亏损的状态；所以我们给予22倍市盈率及“增持”评级，半年目标价10.39-13.96元。

- **磷矿石产能投放复合预期。**上半年磷矿石产量基本达到 210 万吨左右。预计在 2013 年底磷矿石产能将达 450 万吨。目前在建的枫叶公司树崆坪矿段 80 万吨产能处于基建阶段，预计年底将竣工并形成产能。另外，枫叶公司店子坪磷矿仍处于前期阶段，尚未启动基建；瓦屋 IV 矿段正在加快办理探转采手续，力争年底前完成。
- **磷矿石受多重阻力影响，盈利能力下降幅度较大。**2013 年上半年对磷矿石原有税收制度征收 15 元/吨进行改革，调整为每吨磷矿石按价计税征收 10% 资源税。如果平均价格为 250 元/吨的磷矿石，将削薄公司磷矿石毛利率 4 个百分点；如果平均价格在 350 元/吨的磷矿石，将削薄毛利率 6 个百分点。从而导致高品位磷矿石盈利能力的大幅缩水。此外，磷矿石上半年价格跌幅在 15-30% 不等，其中高品位的磷矿石跌幅最大，比如品位 28% 的磷矿石从去年的 500 元/吨以上下跌到现在的 380 元/吨。公司开采成本中人工成本和辅料成本的上涨也对磷矿石利润有所冲击。公司磷矿石毛利率从 2012 年底的 80.41% 降至 54.64%。
- **湖北省内磷矿石企业经营压力较大，期待税费政策调整。**从今年湖北省实行磷矿石资源税改革以来，正逢下游需求不旺致使磷矿石价格下挫幅度较大，且受到云贵两省产能集中投放的竞争冲击等几大因素综合导致省内磷矿石企业经营状况较往年有较大幅度的下调。目前在湖北省内不仅征收 10% 资源税，还征收 40-100 元不等的行政规费。像公司这样的具有一定规模的磷矿石企业在获得资源的同时承担了下游深加工和附加值较高的产品生产及销售任务，在下游景气度下行阶段直接大幅调整资源税的征收对企业造成不小的经营压力；更不用说一些早期通过并购获得磷矿的企业更承担高溢价和低毛利带来的不利影响经营状况堪忧。企业期望政府相应调整磷矿石规费，一旦调整将缓解磷矿企业经营压力。
- **下半年期待秋季磷肥需求增长，调整支付方式加大力度拓展下游客户。**公司上半年 60 万吨磷肥项目受下游需求不振影响开工率不足，同时受正式投产时间不长等因素影响，肥料收入仅 6009 万元，以 2800 元/吨售价估算，产量仅 2 万吨左右，下半年有望随秋季磷肥需求增长开工率有所改善。黄磷及磷酸盐产品上半年虽然上半年收入同比增长超过 30%，因价格下跌导致毛利率同比下降约 5 个百分点，其中磷酸盐价格下跌幅度较大，约 5-10%。下半年公司将加大力度迎合由卖方市场向买方市场的战略位置的变换，加大磷矿石、磷肥、磷酸盐产品的市场开发力度，通过增加承兑汇票等付款方式的占比来增加竞争力。

➤ 核心假设：

1. 磷矿石产能扩张较原计划有所延迟，树崆坪 80 万吨、瓦屋 IV100 万吨、店子坪 125 万吨分别将于今年年底、今年四季度、明年投产，但建设阶段都有部分矿石产出。此外磷矿石产能有最高向上浮动 50%能力，所以预计今年产能将达 500 万吨。
2. 湖北省内磷矿石行政规费仍保持现有阶段征收幅度。
3. 公司销售磷矿石品位结构不变，不考虑高品位矿石销售增加的可能性。
4. 磷肥下半年开工率较上半年有大幅提升。
5. 下半年湖北当地气候较上半年干旱天气有所缓解，公司水力发电量环比增长，生产能源成本有所降低。
6. 有机硅产品价格回暖，下半年扭转亏损趋势，达到盈亏平衡。
7. 不考虑下半年草甘膦价格向下大幅调整的可能性。
8. 2013-2015 年不考虑泰盛化工的 7 万吨草甘膦产能向 15 万吨扩建的可能性。

➤ 风险提示：

1. 磷肥市场短期需求回暖势头难以延续，不能挽回全年颓势，造成下半年磷肥开工率继续维持低位，无法消化固定资产折旧对利润的削薄。

当前股价	11.78					单位: 百万	更新日期: 13/07/24				
财务报表预测与财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润表						资产负债表					
营业收入	6,568.51	9,612.04	11,505.98	13,564.74	16,090.39	现金	423.96	1,723.50	1,284.89	875.50	733.50
YOY(%)	40.4%	46.3%	19.7%	17.9%	18.6%	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	10,353.05	12,097.39	14,286.96	应收款项净额	360.07	904.25	1,082.42	1,276.10	1,513.70
营业税金及附加	87.02	93.34	115.06	135.65	160.90	存货	562.36	884.11	1,065.06	1,247.63	1,482.44
销售费用	139.66	174.57	242.91	273.49	322.35	其他流动资产	118.57	388.31	464.82	547.99	650.02
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	3,897.19	3,947.22	4,379.66
管理费用	174.63	235.50	285.36	340.44	400.10	固定资产净值	4,080.58	5,146.44	7,353.57	7,553.63	7,689.07
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)	(46.28)	(47.54)	(48.39)
EBIT	507.24	716.18	473.06	681.23	883.53	固定资产净额	4,075.89	5,114.05	7,307.29	7,506.09	7,640.67
财务费用	182.28	364.39	233.38	320.13	324.32	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%	2.0%	在建工程	1,578.85	2,628.24	639.54	775.12	718.46
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	7,946.83	8,281.21	8,359.13
营业利润	330.79	395.72	259.76	367.91	556.14	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	255.66	363.81	552.04	其他长期资产	161.98	298.29	298.29	298.29	298.29
所得税	73.07	72.19	51.13	72.76	110.41	资产总额	8,249.04	13,801.03	14,088.00	14,584.60	15,207.16
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	3,007.53	3,096.24
净利润	233.38	319.65	204.53	291.05	441.63	应付款项	450.60	767.79	924.93	1,083.48	1,287.40
占营业收入比(%)	3.6%	3.3%	1.8%	2.1%	2.7%	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)	(7.59)	其他流动负债	747.44	756.76	914.65	1,071.01	1,271.96
归属母公司净利润	232.46	294.58	202.53	286.05	434.04	流动负债	2,794.00	4,752.74	4,839.58	5,162.02	5,655.60
YOY(%)	26.8%	26.7%	-31.2%	41.2%	51.7%	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	0.47	0.66	1.00	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	9,599.35	10,183.27	10,938.33
营业收入	40.4%	46.3%	19.7%	17.9%	18.6%	少数股东权益	610.12	1,122.94	1,122.34	1,120.84	1,118.56
营业利润	15.2%	19.6%	-34.4%	41.6%	51.2%	股东权益	1,899.16	3,427.07	3,366.31	3,280.50	3,150.28
净利润	26.8%	26.7%	-31.2%	41.2%	51.7%	负债和股东权益	8,249.05	13,801.04	14,088.01	14,584.61	15,207.17
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	13.8%	12.7%	10.0%	10.8%	11.2%	税后利润	232.46	294.58	202.53	286.05	434.04
净利率(%)	3.6%	3.3%	1.8%	2.1%	2.7%	加: 少数股东损益	-0.30	-7.86	-0.60	-1.50	-2.28
ROE(%)	12.2%	8.6%	6.0%	8.7%	13.8%	公允价值变动	4.69	32.39	42.33	50.79	55.87
ROA(%)	2.8%	2.1%	1.4%	2.0%	2.9%	折旧和摊销	194.58	266.05	602.58	670.11	701.89
偿债能力						营运资金的变动	547.78	-656.29	154.77	118.23	92.76
流动比率	0.52	0.82	0.81	0.76	0.77	经营活动现金流	979.21	-71.13	1,001.61	1,123.68	1,282.29
速动比率	0.32	0.63	0.59	0.52	0.51	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	69.6%	67.0%	68.1%	69.8%	71.9%	长期股权投资	-70.47	-148.74	-148.74	-148.74	-148.74
营运能力						固定资产投资	-1,631.10	-2,368.50	-800.00	-1,020.00	-800.00
总资产周转率	79.6%	69.6%	81.7%	93.0%	105.8%	投资活动现金流	-1,701.57	-2,517.24	-948.74	-1,168.74	-948.74
应收账款周转天数	20.01	34.34	34.34	34.34	34.34	股权融资	337.58	1,598.83	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	36.97	39.26	39.26	39.26	39.26	长期贷款的增加/	-198.48	499.28	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/ (:	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.64	0.68	0.47	0.66	1.00	股利分配	-308.56	-386.90	-263.29	-371.86	-564.25
每股净资产	5.20	7.87	7.73	7.53	7.24	计入循环贷款前融	-169.46	1,711.21	-263.29	-371.86	-564.25
估值比率						循环贷款的增加(:	1,639.46	2,064.32	-228.19	7.53	88.71
P/E	18.5	17.4	25.3	17.9	11.8	融资活动现金流	962.96	3,887.91	-491.48	-364.33	-475.55
P/B	2.3	1.5	1.5	1.6	1.6	现金净变动额	240.60	1,299.54	-438.61	-409.39	-142.00

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@1618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

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。