

期待行业复苏

事件：公司公布 2009 年中报，报告期实现销售收入 14.05 亿元，同比增长 2.9%，利润总额 8421 万元，同比减少 56%，归属于母公司的净利润 6558 万元，同比减少 51%。实现基本每股收益 0.22 元；非公开增发预案不超过 4200 万股，用于建设食品级和电子级磷酸，收购电厂和偿还贷款。

研究结论

- **基本符合预期：**公司盈利 6558 万元，扣除政府补助等非经常性损益为 5855 万，折年初股本 EPS 为 0.23 元/股，基本符合我们的预期。
- **销售收入维持正增长：**由于需求下降、产品价格同比下滑，公司主要下游磷酸盐产品五钠、六偏、磷酸氢钙等产品的销售收入出现 30—50% 的大幅下滑，国际销售额下滑 39%；但由于公司磷酸等新产品的投放，黄磷销售的增多以及磷矿石二季度销量的复苏，公司整体销售收入仍然实现了 2.9% 的正增长，其中国内销售增加 43.18%。
- **产品价格下滑拉底毛利率：**公司 1H09 综合毛利率 14.9%，环比下降 7.6 个百分点，2Q09 综合毛利率 15.3%，环比上升 1.1 个百分点。产品价格在上半年的长期低迷是导致 1H09 毛利率同比大幅下滑的主要原因。公司的主要产品三聚磷酸钠的市场价格较去年高点下跌近 50%，中间产品黄磷的湖北地区市场价格上半年始终维持在 12000 元/吨左右，较去年同期均价下降 30% 以上，黄磷产品毛利率仅为 2.5%，较去年同期下降 15 个百分点以上。预计随经济复苏，磷化工产品需求会在 10 年逐渐转好，但目前国内水电资源充沛，短期黄磷等产品价格难有很好的表现。
- **投资收益缩水，费用率压缩：**公司 1H 三项费率合计 8.8%，较同期下降 2 个百分点。其中销售费率下降贡献 0.2 个百分点，财务费率下降贡献 1.7 个百分点。主要是由于借款利率和票据贴现利率的下降所致，其中新增的 2.7 亿短期借款年利率仅为 3.51%。同时由于草甘膦行业低迷，参股公司泰盛化工盈利减少，公司投资收益仅有 744 万，同比大幅下降近 90%。
- **公司的价值体现有赖于磷肥行业的复苏：**公司最大的价值在于其丰富的磷矿资源。但由于国内磷肥行业上半年仍未完全复苏，公司磷矿石的销量在一季度受到较大影响，使公司的资源属性未得到明显的体现。但二季度随着磷肥企业开工率的上升，公司磷矿石销量有了较大的增加（我们估计平均月销量在 10 万吨左右）是二季度业绩环比增加的主要原因。预计未来随着磷肥行业库存的正常化，公司的价值将体现得更为明显。
- **维持增持投资评级：**不考虑增发项目，我们调整公司的 09—10 年的业绩预测至 0.51，0.72 元/股。随着磷肥行业的复苏和公司白竹 100 万吨磷矿的达产，公司的资源价值将得到充分的体现；公司的增发项目也将有利于完善公司的矿电磷一体化产业链。目前公司股价对应 10 年 PE21 倍，维持其增持的评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本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影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云

化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

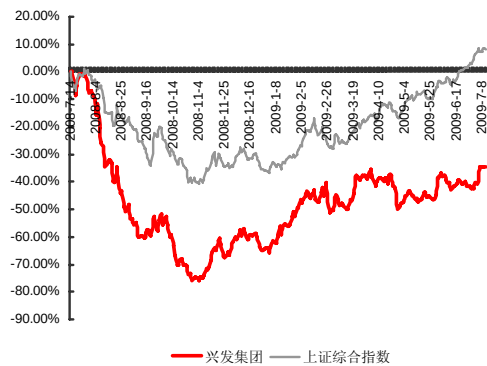
王晶

石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 1 日) 15.13 元
目标价格 (6 个月) 18 元
总股本/A 股 (万股) 30240/30240
A 股市值 (百万元) 5443
国家/地区 中国
行业 化工
报告日期 2009 年 7 月 13 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.63%	8.95%	-34.64%
相对表现 (%)	-1.69%	-21.90%	-46.67%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入	2676	2722	3024	3387
同比 (%)	56%	2%	11%	12%
归属母公司净利润	295	155	217	254
同比 (%)	284%	-47%	40%	17%
毛利率 (%)	28.1%	15.4%	17.6%	17.6%
ROE (%)	26.2%	12.3%	16.0%	17.3%
每股收益 (元)	0.98	0.51	0.72	0.84
P/E	14.33	27.27	19.52	16.65
P/B	3.75	3.35	3.12	2.89

资料来源：东方证券研究所预测

增发项目有利于完善公司矿电磷一体化产业链

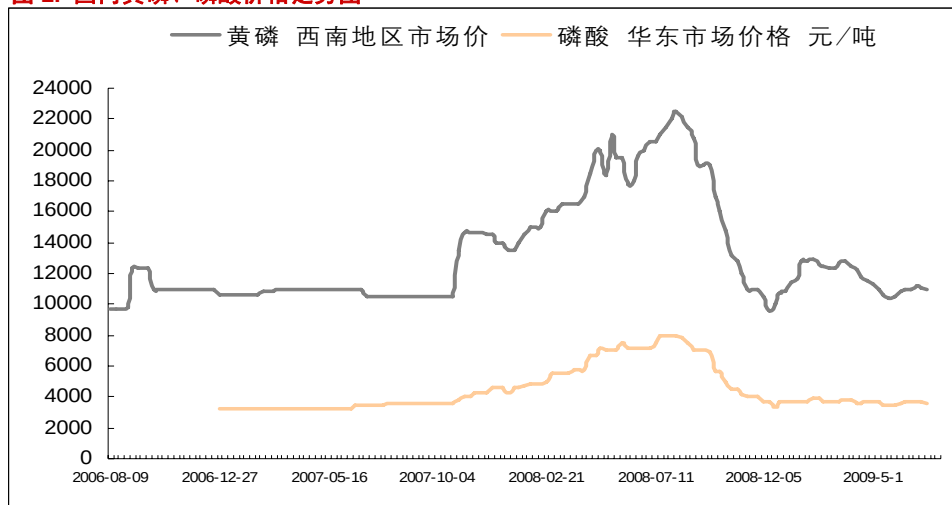
表 1. 公司增发项目预案

项目名称	项目总投资额 (万元)	本次募集资金投入金额(万元)	项目内容
增资本公司控股子公司兴福电子建设 1 万吨/年电子级磷酸联产 2 万吨/年食品级磷酸项目	15,636.00	8,800.00	固定资产投资
收购古洞口电站经营性资产	22,371.84	22,371.84	资产收购
偿还银行贷款	18,850.00	18,850.00	偿还银行贷款
合计	56,857.84	50,021.84	-

资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司非公开增发预案预计发行不超过 4,200 万股，发行价格不低于 12.53 元/股。其中大股东宜昌兴发集团认购不少于 20.75%，认购金额不低于 1 亿元。募集金额 5 亿元左右。

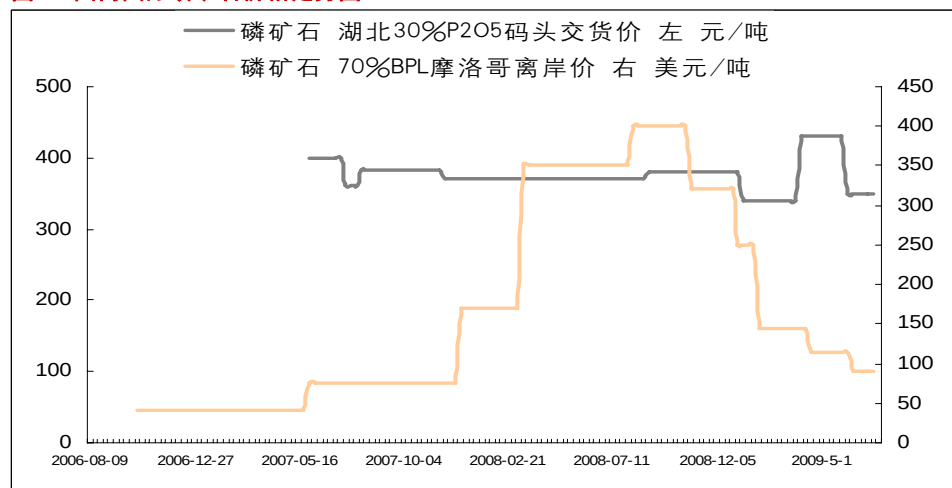
- 其中食品级和电子级磷酸的建设有利于进一步完善公司的产业链，实现磷矿资源价值。但短期磷酸产品的盈利能力难有明显回升。根据公司公布数据，上半年公司食品级磷酸毛利率为 15.5% 左右。我们认为随着国家取消工业级磷酸出口特别关税，食品级磷酸市场将会受到一定冲击。
- 收购古洞口电站后公司将获得年均 8,000 万度以上的电力产能，新增电力产能占公司目前电力产能 20% 左右以上。按目前生产能力计算，公司在兴山县境内电力自给率将提高到约 70%，将进一步保障公司生产所需电力稳定供给。根据公司计算，按照目前自发电力和外购电力差价约 0.25 元计算，每年将降低公司用电成本约 2,000 万元。如果我们按照 2.237 亿元的收购价格，12.53 元的增发价折算，可折 1785 万股，相当于收购资产的 EPS 在 0.95 元/股，增厚作用明显。
- 2009 年内公司将有 4.645 亿元转化为 1 年内到期的非流动负债，并在 2010 年到期偿还。届时公司将面临较大的到期债务偿还压力。本次募集资金 18,850 万元用于偿还银行贷款后，公司的短期偿债能力和现金支付能力将显著提高。按照一年期贷款利率 5.31% 计算，预计可以减少财务费用 850 万元。同上进行计算，相当于每股收益 0.57 元，增厚不明显。但主要可以缓解公司目前的财务压力。

图 1. 国内黄磷、磷酸价格走势图


资料来源：东方证券研究所

公司的价值体现有赖磷肥行业复苏

公司最大的价值仍然在于其丰富的磷矿资源，随着公司磷矿开采能力的不断加大（估计目前在 175 万吨左右），磷矿石的盈利规模将会大幅提升。但由于国内磷肥行业上半年仍未完全复苏，公司磷矿石的销量在一季度受到较大影响，磷矿石销售量很少使公司的资源属性未得到明显的体现。但二季度随着磷肥企业开工率的上升，公司磷矿石销量有了较大的增加（我们估计平均月销量在 10 万吨左右）是二季度业绩环比增加的主要原因。预计未来随着磷肥行业库存的正常化，公司的价值将体现得更为明显。

图 2. 国内国际磷矿石价格走势图


资料来源：东方证券研究所

维持增持投资评级

我们调整公司的 09-10 年的业绩预测至 0.51, 0.72 元/股。随着磷肥行业的复苏和公司白竹 100 万吨磷矿的达产，公司的资源价值将得到充分的体现；公司的增发项目也将有利于完善公司的矿电磷一体化产业链。目前公司股价对应 10 年 PE21 倍，维持其增持的评级。

表. 公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	678	1124	1224	1377	营业收入	2676	2722	3024	3387
现金	204	547	603	678	营业成本	1924	2302	2491	2790
应收账款	201	219	245	274	营业税金及附加	28	23	25	28
其它应收款	14	29	33	36	营业费用	118	87	106	119
预付账款	8	46	50	56	管理费用	89	68	94	98
存货	236	268	277	315	财务费用	119	70	73	72
其他	15	16	17	18	资产减值损失	57	0	0	0
非流动资产	2355	2565	2634	2711	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	225	286	286	286	投资净收益	79	15	15	15
固定资产	1674	1926	2071	2186	营业利润	419	187	251	296
无形资产	220	214	209	203	营业外收入	13	5	5	5
其他	236	139	68	36	营业外支出	58	5	5	5
资产总计	3033	3690	3858	4088	利润总额	373	187	251	296
流动负债	872	1409	1476	1591	所得税	64	28	38	44
短期借款	150	463	456	459	净利润	310	159	213	251
应付账款	173	104	112	126	少数股东损益	15	4	5	6
其他	549	842	908	1007	归属于母公司净利润	295	155	217	254
非流动负债	982	965	965	965	EBITDA	630	339	418	471
长期借款	964	964	964	964	EPS (元)	0.98	0.51	0.72	0.84
其他	18	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	1854	2373	2441	2556	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	52	55	60	66	成长能力				
股本	252	302	302	302	营业收入	56.4%	1.7%	11.1%	12.0%
资本公积	390	318	318	318	营业利润	282.2%	-55.4%	34.0%	18.0%
留存收益	486	641	737	846	归属于母公司净利润	283.8%	-47.4%	39.7%	17.3%
归属母公司股东权益	1128	1261	1357	1466	获利能力				
负债和股东权益	3033	3690	3858	4088	毛利率	28.1%	15.4%	17.6%	17.6%
现金流量表					净利率	11.0%	5.7%	7.2%	7.5%
单位:百万元					ROE	26.2%	12.3%	16.0%	17.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	15.7%	6.9%	8.5%	9.5%
经营活动现金流	547	437	406	455	偿债能力				
净利润	310	159	213	251	资产负债率	61.1%	64.3%	63.3%	62.5%
折旧摊销	91	83	94	103	净负债比率				
财务费用	119	70	73	72	流动比率	0.78	0.80	0.83	0.87
投资损失	-79	-15	-15	-15	速动比率	0.47	0.61	0.64	0.67
营运资金变动	15	159	28	33	营运能力				
其它	91	-18	12	10	总资产周转率	0.91	0.81	0.80	0.85
投资活动现金流	-283	-276	-149	-165	应收账款周转率	15	12	12	12
资本支出	214	243	165	179	应付账款周转率	16.06	16.64	23.10	23.48
长期投资	-85	62	0	0	每股指标 (元)				
其他	-154	29	16	14	每股收益	0.98	0.51	0.72	0.84
筹资活动现金流	-427	182	-201	-215	每股经营现金流	1.81	1.44	1.34	1.50
短期借款	-354	313	-7	2	每股净资产	3.73	4.17	4.49	4.85
长期借款	163	0	0	0	估值比率				
普通股增加	42	50	0	0	P/E	14.33	27.27	19.52	16.65
资本公积增加	-21	-72	0	0	P/B	3.75	3.35	3.12	2.89
其他	-257	-110	-194	-217	EV/EBITDA	7	13	10	9
现金净增加额	-162	343	56	75					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

法律声明

本报告仅供东方证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在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惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn