

分析师： 刘俊 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 梅崧 玺 (8621) 68751310 meiyx@cjsc.com.cn

## 下游磷肥需求景气拉动磷矿石涨价

### 事件描述

1月4日，云南磷化集团磷矿石 2011 年价格出台，报价上涨 50-60 元/吨，29 品位省内车板价达到 290 元/吨，省外车板价在 370-380 元/吨，其他矿企也积极响应，先后提涨价格，期待已久的磷矿石涨价如期兑现，我们有以下几点点评：

**第一，2010 年下半年以来磷矿石持续涨价。**

**第二，磷肥需求和盈利较好是拉动磷矿石涨价的根本原因，我们认为磷矿石还有涨价的空间。**

**第三：兴发集团是为数不多拥有磷矿的上市公司，将完全的受益于矿石价格的上涨。**

**第四，盈利预测和估值：**

预计公司 60 万吨磷肥项目 2011 年底建成，根据公司预算磷肥项目公告，磷肥建成投产后，年平均销售收入 14.59 亿元，年均新增利润总额 2.4 亿元。不考虑磷矿石价格上涨的情况下，预计公司 2010，2011，2012 年业绩分别为 0.52，0.82，1.27 元。考虑到矿石价格上涨，磷肥产能 2012 年贡献业绩，公司是 A 股中为数不多的真正拥有资源的上市公司，维持“推荐”评级。

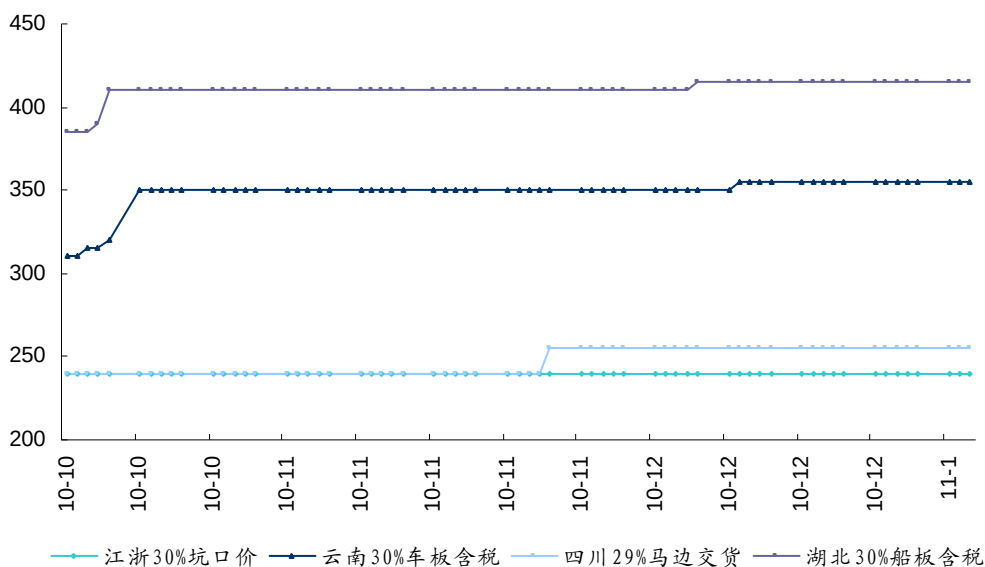
### 事件评论

**第一，2010 年下半年以来磷矿石持续涨价。**

1月4日，云南磷化集团磷矿石 2011 年价格出台，报价上涨 50-60 元/吨，29 品位省内车板价 290 元/吨，省外车板价在 370-380 元/吨，其他矿企也积极响应，先后提涨价格。当前云贵地区涨价呼声较高，湖北地区磷矿石企业涨价意向强烈，据了解当地经销商前期从保康地区拿 28 品位磷矿石车板价涨了 20 元/吨。磷矿石合同价格当前上涨主要原因是磷肥需求和价格超之前预期，磷矿石价格 2011 年下半年以来销售比较顺畅，一些签订老客户企业的磷矿石价格 2~3 年均没有调整，当前调价较为合理。

此外，矿石当前短期涨价部分是由于资源税改革，成品油价格上调增加成本，矿区冬季检修等原因，但这个并不是主要原因，事实上，矿石价格从 2010 年 10 月中旬有了 30 元/吨的涨幅。湖北（30%船板含税）价格从 385 上涨至 410 元/吨，12 月 10 日从当前的 410 上涨 5 元/吨至 415 元/吨。云南的涨价幅度大于湖北，2010 年 10 月 14 日价格从 315 元/吨上涨至 350 元/吨，12 月 14 日价格从 350 元/吨上涨至 355 元/吨。我们认为矿石涨价主要是下游需求好，二铵盈利较好决定。

**图 1：近期磷矿石涨价情况**

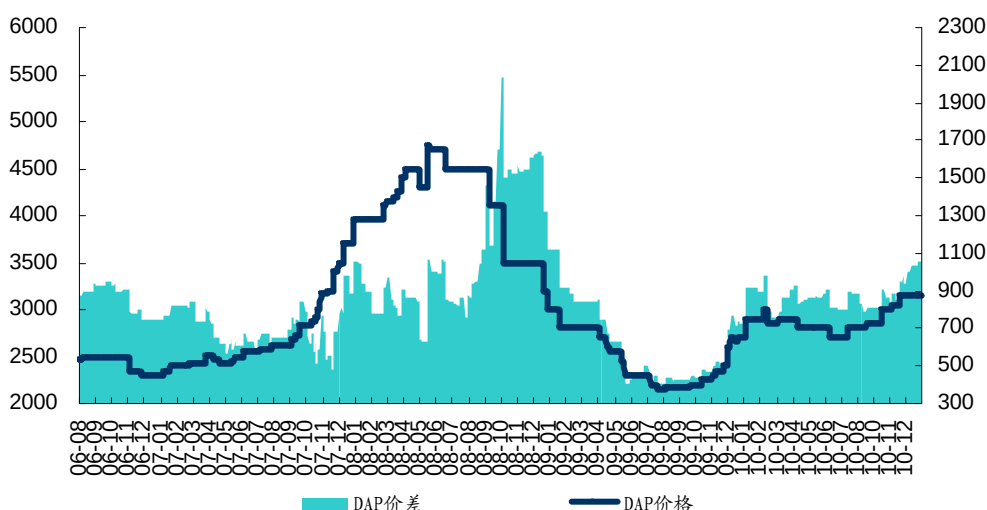


资料来源：长江证券研究部

**第二，磷肥需求和盈利较好是拉动磷矿石涨价的根本原因，我们认为磷矿石还有涨价的空间。**

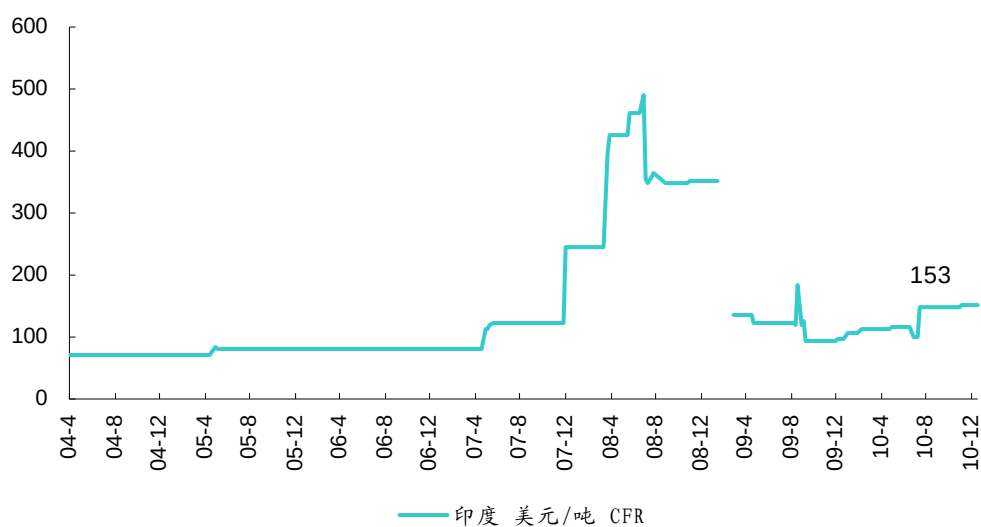
国内磷肥盈利较好的根本原因有两个：(1)硫磺供应过剩，这个在我们之前的报告中已多次阐述；(2)国内磷矿石价格便宜，国内磷矿石价格显著低于国际。国家政策通过配额的手段完全的割裂了国内矿石和国际矿石市场，造成产品二铵的价格国内外看齐的同时主要原料采国内磷矿石价格大幅低于国际（国内 400，国际 1000 元/吨），这也造成当前国内磷肥盈利较好。以当前国内某大型二铵企业为例，二铵成本 2300，售价 3000，目前单吨净利润在 500 以上。根据每吨二铵消耗 2 吨矿石，假设矿石涨价 100 元/吨，二铵的成本只提高 200 元/吨，也就是说当前下游磷肥企业游能够承担。**我们认为，上游磷矿的资源壁垒和政策壁垒高于中游二铵的制造业，因此我们认为未来盈利将有望进一步向磷矿石倾斜，矿石涨价是有空间且合理的。**

图 2：磷肥盈利目前较好



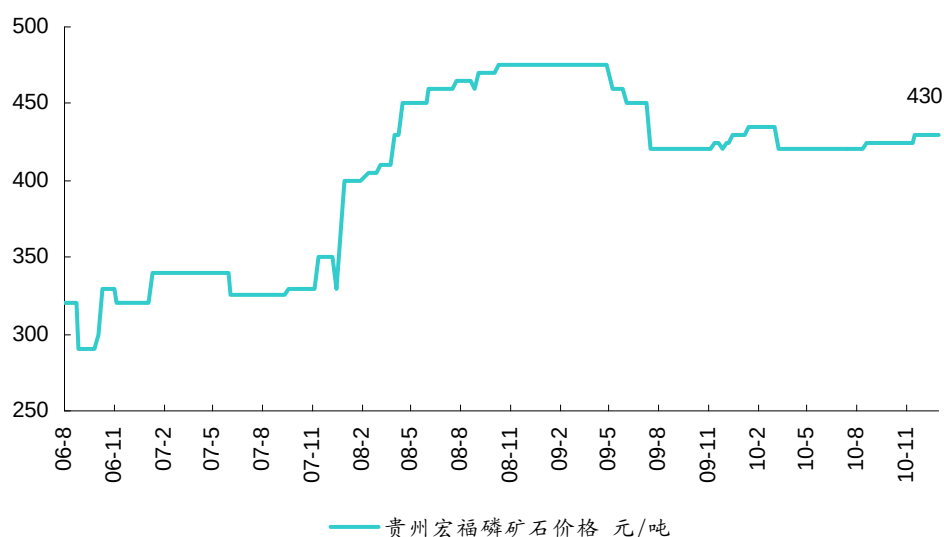
资料来源：长江证券研究部

图 3：国际磷矿石价格已经开始反弹



资料来源：长江证券研究部

图 4：国内磷矿石价格有望获得升势



资料来源：长江证券研究部

### 第三：兴发集团是为数不多拥有磷矿的上市公司，将完全的受益于矿石价格的上涨。

公司拥有磷矿石储量 3.6 亿吨，按当前市值估值每吨矿石对应 22 元，与当前业内转让磷矿石价格（储量/吨）价格相当，这个角度上看，当前股票价格是具有安全边际的。公司当前产能 200 万吨，未来磷肥项目建好之后，磷矿石 300 万吨产能有望满产。矿石价格每波动 100 元，对应 EPS 为 0.59 元，业绩弹性较大。

表 1：兴发集团磷肥的业绩弹性（12 年建成之后）

| 代码     | 公司   | 磷肥产能/万吨 | 每万股折算磷肥产能/吨 | 磷肥价格上涨 100 元业绩弹性 |
|--------|------|---------|-------------|------------------|
| 000422 | 湖北宜化 | 70      | 12.91       | 0.11             |
| 600141 | 兴发集团 | 60      | 16.42       | 0.14             |

资料来源：长江证券研究部

**表 2：兴发集团当前磷矿石的业绩弹性**

| 代码     | 公司   | 磷矿石产能/万吨 | 每万股折算矿石产能/吨 | 磷矿石价格上涨 100 元业绩弹性 |
|--------|------|----------|-------------|-------------------|
| 000422 | 湖北宜化 | 0        | 0.00        | 0.00              |
| 600141 | 兴发集团 | 200      | 54.72       | 0.47              |

资料来源：长江证券研究部

**表 3：兴发集团未来磷矿石的业绩弹性**

| 代码     | 公司   | 磷矿石产能/万吨 | 每万股折算矿石产能/吨 | 磷矿石价格上涨 100 元业绩弹性 |
|--------|------|----------|-------------|-------------------|
| 000422 | 湖北宜化 | 100      | 18.44       | 0.13              |
| 600141 | 兴发集团 | 300      | 82.08       | 0.60              |

资料来源：长江证券研究部

**表 4：兴发集团矿石储量**

| 代码     | 公司   | 未来磷矿石储量/万吨 | 每万股折算矿石储量/吨 |
|--------|------|------------|-------------|
| 000422 | 湖北宜化 | 10000      | 0.18        |
| 600141 | 兴发集团 | 36000      | 0.99        |

资料来源：长江证券研究部

#### 第四，盈利预测和估值

预计公司 60 万吨磷肥项目 2011 年底建成，根据公司预算磷肥项目公告，磷肥建成投产后，年平均销售收入 14.59 亿元，年均新增利润总额 2.4 亿元。不考虑磷矿石价格上涨的情况下，预计公司 2010，2011，2012 年业绩分别为 0.52，0.82，1.27 元。考虑到矿石价格上涨，磷肥产能 2012 年贡献业绩，公司是 A 股中为数不多的真正拥有资源的上市公司，维持“推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)     |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入          | 3044  | 2908  | 3040  | 4758  | 货币资金        | 148   | 291   | 304   | 476   |
| 营业成本          | 2594  | 2368  | 2405  | 3710  | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利            | 450   | 540   | 636   | 1048  | 应收账款        | 188   | 180   | 188   | 294   |
| % 营业收入        | 14.8% | 18.6% | 20.9% | 22.0% | 存货          | 351   | 320   | 325   | 501   |
| 营业税金及附加       | 35    | 34    | 35    | 55    | 预付账款        | 35    | 33    | 33    | 51    |
| % 营业收入        | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  | 其他流动资产      | 4     | 4     | 4     | 6     |
| 销售费用          | 111   | 105   | 109   | 171   | 流动资产合计      | 754   | 853   | 881   | 1371  |
| % 营业收入        | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用          | 82    | 79    | 82    | 128   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 2.7%  | 2.7%  | 2.7%  | 2.7%  | 长期股权投资      | 370   | 370   | 370   | 370   |
| 财务费用          | 98    | 100   | 103   | 100   | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 3.2%  | 3.4%  | 3.4%  | 2.1%  | 固定资产合计      | 2247  | 2461  | 2670  | 2767  |
| 资产减值损失        | 1     | -1    | 1     | 9     | 无形资产        | 259   | 246   | 234   | 222   |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 23    | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 10    | 0     | 0     | 1     |
| 营业利润          | 146   | 224   | 305   | 584   | 其他非流动资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 4.8%  | 7.7%  | 10.0% | 12.3% | 资产总计        | 3640  | 3930  | 4155  | 4731  |
| 营业外收支         | 13    | -30   | 0     | 0     | 短期贷款        | 483   | 670   | 662   | 559   |
| 利润总额          | 159   | 194   | 305   | 584   | 应付款项        | 309   | 281   | 285   | 440   |
| % 营业收入        | 5.2%  | 6.7%  | 10.0% | 12.3% | 预收账款        | 59    | 58    | 61    | 95    |
| 所得税费用         | 19    | 29    | 46    | 88    | 应付职工薪酬      | 28    | 26    | 26    | 40    |
| 净利润           | 140   | 165   | 259   | 496   | 应交税费        | 11    | 13    | 17    | 30    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 138.9 | 165.0 | 259.3 | 496.5 | 其他流动负债      | 83    | 76    | 77    | 119   |
| 少数股东损益        | 1     | 0     | 0     | 0     | 流动负债合计      | 973   | 1123  | 1127  | 1282  |
| EPS (元/股)     | 0.44  | 0.52  | 0.82  | 1.26  | 长期借款        | 1353  | 1353  | 1353  | 1353  |
| 现金流量表 (百万元)   |       |       |       |       | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 递延所得税负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额     | 359   | 509   | 594   | 798   | 其他非流动负债     | 32    | 32    | 32    | 32    |
| 取得投资收益        | 28    | 0     | 0     | 0     | 负债合计        | 2358  | 2508  | 2512  | 2667  |
| 收回现金          |       |       |       |       | 归属于母公司      | 1246  | 1387  | 1607  | 2029  |
| 长期股权投资        | -6    | 0     | 0     | 0     | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 无形资产投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 固定资产投资        | -447  | -429  | -430  | -348  | 股东权益        | 1282  | 1422  | 1643  | 2065  |
| 其他            | -167  | 0     | 0     | 0     | 负债及股东权益     | 3640  | 3930  | 4155  | 4731  |
| 投资活动现金流净额     | -621  | -429  | -430  | -348  | 基本指标        |       |       |       |       |
| 债券融资          | 0     | 0     | 0     | 0     |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股权融资          | 13    | 0     | 0     | 0     | EPS         | 0.437 | 0.519 | 0.816 | 1.264 |
| 银行贷款增加 (减少)   | 684   | 187   | -8    | -103  | BVPS        | 4.12  | 4.59  | 5.06  | 6.38  |
| 筹资成本          | 152   | -124  | -142  | -175  | PE          | 49.79 | 41.91 | 26.67 | 17.22 |
| 其他            | -538  | 0     | 0     | 0     | PEG         | 0.94  | 0.79  | 0.50  | 0.33  |
| 筹资活动现金流净额     | 310   | 62    | -150  | -278  | PB          | 5.28  | 4.75  | 4.30  | 3.41  |
| 现金净流量         | 48    | 143   | 13    | 172   | EV/EBITDA   | 24.85 | 15.68 | 13.44 | 8.82  |
|               |       |       |       |       | ROE         | 11.1% | 11.9% | 16.1% | 24.5% |

### 分析师介绍

梅崧奎，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。