

2012 年 1 月 5 日

徐莹

XY_Cherry@e-capital.com.cn

目标价(元) 21.20

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价 (12/01/04)	16.53
上证综合指数 (12/01/04)	2169.39
股价 12 个月高/低	27.39/16.2
总发行股数 (百万)	365.48
A 股数 (百万)	359.80
A 市值 (亿元)	59.47
主要股东	宜昌兴发集团 有限责任公司 (21.30%)
每股净值 (元)	5.12
股价/帐面净值	3.23
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-11.31 -18.85 -11.45

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

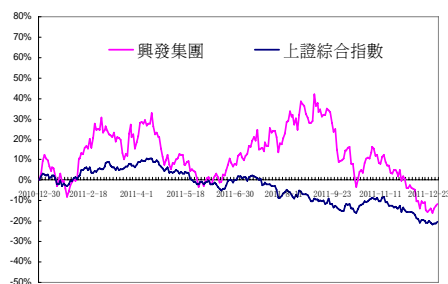
产品组合

贸易产品	56.22%
磷酸盐	24.11%
磷矿石	7.63%
磷酸	2.07%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.18%
社保基金	1.17%
一般法人	32.61%

股价相对大盘走势



兴发集团(600141.SH)

Buy 买入

磷矿产储量持续增长 磷肥项目提供后续增长动能

结论与建议:

兴发集团作为资源价值突出的国内磷化工龙头企业, 拥有丰富的水电和磷矿资源, 水电自给率高达 50%。伴随后坪、瓦屋四矿探、采矿工作推进, 大股东磷矿资源注入, 公司未来资源储备和磷矿产能都有望翻番。磷矿石业务目前景气仍有提升空间, 磷肥、电子级磷酸专案则为后续利润增长提供动能, A 股对应 12、13 年动态 PE 为 16 倍和 12 倍, 给予买入的投资建议。

- 公司 11 年 1-3Q 实现销售收入 50.4 亿元, 同比增长 48.1%, 实现净利 1.92 亿, 同比增长 23.89%, 每股收益 0.526 元。3Q 公司综合毛利环比上升 2.03 个百分点至 15.36%, 受益于主要产品涨价。因行业整合政策刺激, 宜昌 30%磷矿石价格由 11 年初的 430 元/吨升近 40%至目前的 600 元/吨。
- 公司磷矿石产量约 245 万吨/年, 探明储量约 1.62 亿吨, 未来产能提升来自于 1) 现有矿区范围增加、产能提升; 2) 后坪、瓦屋四矿段新增 180 万吨产能; 3) 磷化集团逾 200 万吨产能注入; 4) 作为湖北省磷化工龙头企业, 受益于省内磷矿资源整合。保守预估 11-13 年, 磷矿石销量为 140、150 和 180 万吨。大股东承诺完成宜昌磷化集团重组事宜后将相关资源注入上市公司, 资源储量及产能都有望进一步增长。
- 目前国内磷矿石价格处在 600 元/吨左右, 与近 200 美元/吨的国际价格仍有一定差距。我们认为未来磷矿资源整合将持续, 因其稀缺性和开采成本上升长期看磷矿石价格仍然趋升, 拥有丰富磷矿石储量和开采量的企业优势将更加明显, 预计公司 11、12、13 年磷矿石销售价格将分别上涨 18%、10%和 10%, 至 470 元/吨、520 元/吨和 570 元/吨。
- 60 万吨磷铵项目是公司 2012、2013 年业绩增长亮点。公司拥有丰富的磷矿资源储量, 但中低品位磷矿未得到完全充分利用, 磷肥项目有助于消化公司富余磷矿石实现磷矿资源综合利用。预计 2012 年 5 月投产后 12、13 年产量分别可达 20 万吨和 50 万吨, 按 3200 元/吨的市场价格和 27%的较高毛利水准 (磷矿石完全自给) 计算, 磷肥项目将为公司 12、13 年贡献 6.4 亿、16 亿的营收, 及 1 亿、2.6 亿净利。
- 预计公司 2011-13 年分别实现营收 67.33 和、79.12 和 98.8 亿元, 分别同比增长 44%、18%和 25%; 净利润 2.6、3.86、5.18 亿元, 同比增长 42%、49%和 34%; EPS 分别为 0.71、1.06 和 1.43 元。

..... 接续下页

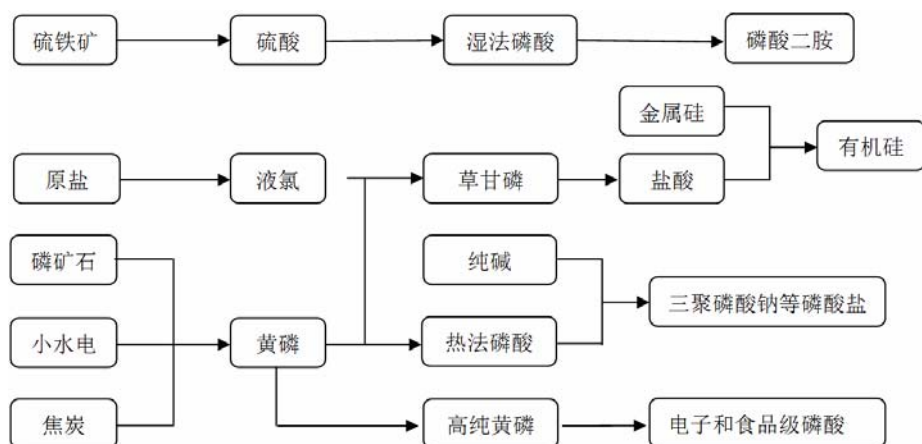
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011 F	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	139	183	260	386	518
同比增减	%	-52.94%	31.95%	41.65%	48.74%	34.12%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.380	0.502	0.710	1.057	1.417
同比增减	%	-30.16%	31.95%	41.65%	48.74%	34.12%
A 股市盈率 (P/E)	X	44.5	33.7	23.8	16.0	11.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.12	0.12	0.15
股息率 (Yield)	%	0.59%	0.59%	0.71%	0.71%	0.89%

公司介绍

湖北兴发化工集团股份有限公司成立于1994年，经营专案包括磷化工系列产品 and 精细化工产品的开发、生产和销售，是中国最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业，现拥有工业级、食品级、牙膏级、饲料级等系列产品50个，主导产品出口亚、欧、美、非等全球30多个国家和地区。

近年来公司推进磷化工资源和企业的重组整合，完成了兴山县内磷矿和水电资源整合，巩固了电矿化结合优势。通过推进收、并购工作，相继在神农架、保康等地收购了当地的磷矿资源和深加工企业，在重庆垫江、云南安宁、江苏扬州、广西柳城等地建立了规模化生产基地，基本形成了“矿电磷”一体化的发展格局。

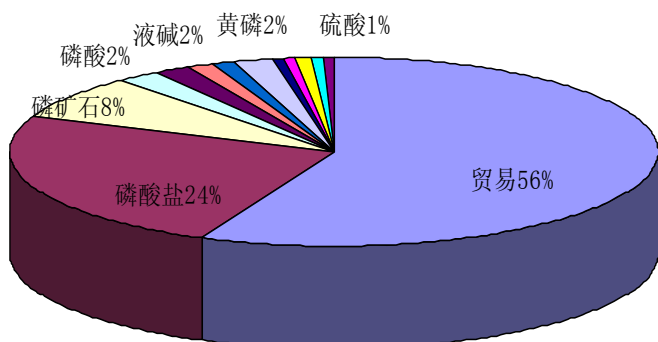
图：公司产业链



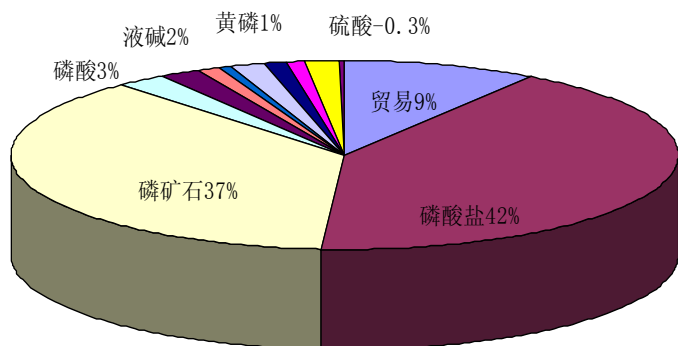
资料来源：公司资料、群益证券

目前兴发集团主要产品包括贸易、磷酸盐及磷矿石，营收占比分别为56%、24%和8%；毛利收入占比分别为9%、42%和37%；其他经营产品包括磷酸、硫酸、磷肥、液碱、液氯、黄磷等产品。其中磷矿石虽然只占总营收的8%，但由于其高达70%毛利率，贡献了近40%营业利润，是公司利润的重要构成因素之一。

图：2010年分产品营业收入结构



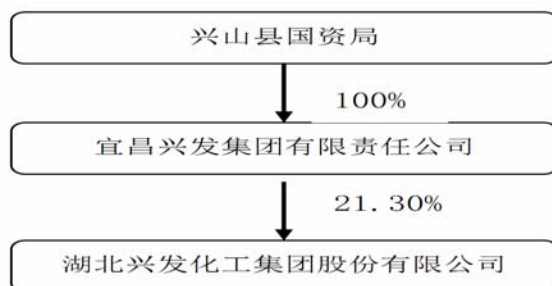
图：2010年分产品毛利结构



资料来源：公司公告、群益证券

公司控股股东为宜昌兴发集团有限责任公司，持有公司 21.3%的股权，为公司实际控制人。

图：公司股权结构图



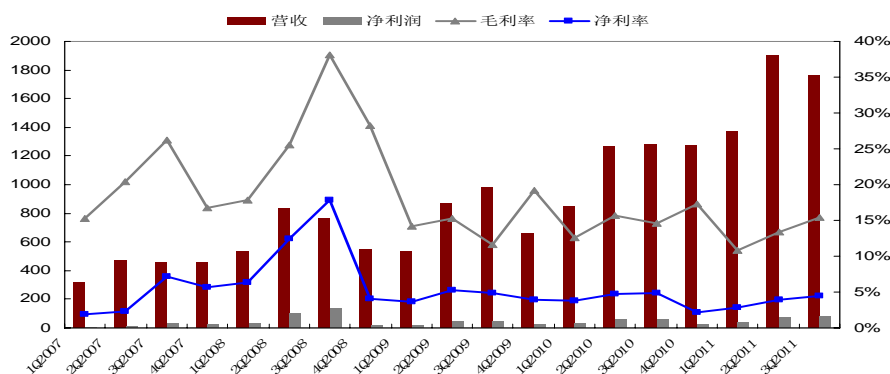
资料来源：公司公告、群益证券

营运分析

公司 1-3Q 实现销售收入 50.4 亿元，同比增长 48.1%，实现归属于母公司股东的净利润 1.92 亿，同比增长 23.89%，对应基本每股收益 0.526 元。3Q 销售收入 17.65 亿，同比增长 37.8%，归属于母公司股东的净利润 7906 万元，同比增长 25.9%，对应 EPS 为 0.29 元。3Q 公司综合毛利环比上升 2.03 个百分点至 15.36%，受益于主要产品涨价；行业整合政策刺激，宜昌地区 30%磷矿石价格由 2011 年初的 430 元/吨攀升近 40%至目前的 600 元/吨。

公司公告拟为宜都兴发 836 项目（包括 2×80 万吨硫酸、2×30 万吨磷酸、60 万吨磷铵、30 万吨普钙）配套建设 200 万吨/年磷矿选矿装置，提高中低品位磷矿利用率，以满足化工装置对原料磷精矿的品质和数量需求，有利于实现磷资源价值最大化。

图：兴发集团营收、净利、毛利率及净利率情况（百万元，%）



资料来源：公司公告、群益证券

磷矿产量和资源储备持续增长

目前公司磷矿石产量约 245 万吨/年，探明储量约 1.62 亿吨，现正推进对瓦屋四矿和后坪洞矿的勘探工作，未来资源储量和产能的提升将主要来自于：

1) 现有矿区范围增加、产能提升 2012 年神农架武山矿区产能将由原先的 30 万吨/年扩大至 50 万吨/年；

2) **瓦屋四矿、后坪矿段** 2012 年矿石基础建设可带来近 20 万吨磷矿石增量，待探矿完毕 13-14 年将分别申请 80 万吨和 100 万吨的采矿权，为公司新增磷矿石产能约 180 万吨/年；

3) **磷化集团注入** 大股东宜昌兴发集团正着手宜昌磷化工集团重组事宜，承诺重组完成后 6 个月内将下属树空坪和店子坪相关资产转让给上市公司，为公司带来近 205 万吨产能增量；

4) **湖北省磷矿石资源整合** 湖北省磷矿石开采业将进一步进行整合重组，兴发作为省内磷化工龙头受益可能性较大。

未来磷矿产量稳步提升，由磷酸盐、新增 60 万吨磷肥项目分别消耗矿石约 90 万吨/年、100 万吨/年，保守预估 11-13 年磷矿石对外销售量分别为 140、150 和 180 万吨。待大股东完成磷化集团重组、注入相关资源，磷矿石产量及资源储量有望进一步增长。

表：兴发磷矿石储量和产能情况

单位：万吨

	公司	磷矿储量	产能	产量			
				2011E	2012E	2013E	2014E
现有	楚峰化工	7300	100	100	100	100	100
	兴盛矿业	6500	50	50	50	50	50
	武山矿业	600	50	30	50	50	50
	树空坪	1800	65	65	65	65	65
探矿中	瓦屋四矿	10400	80		15	35	65
	后坪	4600	100		5	5	40
待注入	磷化集团	6026	205				
	现有合计	16200	650	245	285	305	370
	总合计	37226					

资料来源：群益证券

行业整合有利于磷矿资源价值提升

磷矿资源具有稀缺、不可再生性。因磷矿成因年代久远，成矿条件极其复杂，其再生性几乎不太可能。且磷矿资源一旦经开发利用，磷素随下游加工产品的消费领域分散到自然界中，几乎不可再回圈利用。

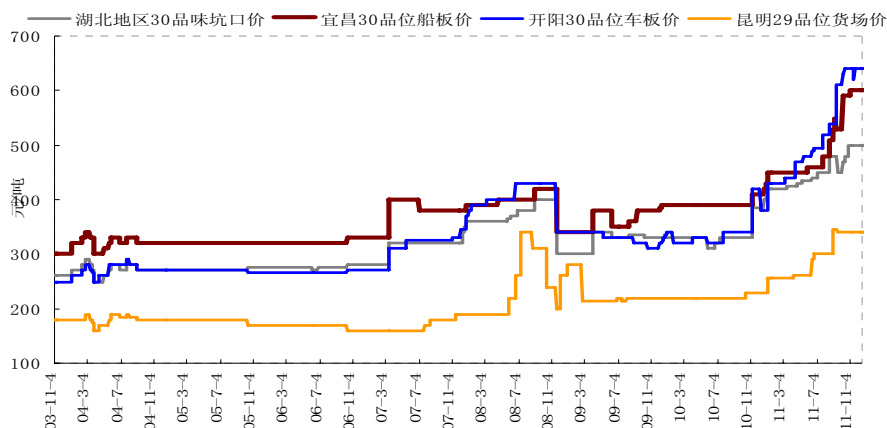
我国磷矿石平均品位较低，开采成本逐年上升。中国磷矿经济储量为 37 亿吨，仅次于摩洛哥，但整体品位仅为 17%，可开采储量平均品位也仅为 23%，远低于 30% 的全球平均水准，是世界上矿石平均品位最低的国家。主要磷化工产品生产对磷矿石的品位有一定要求，一方面低品位矿石需要通过选矿、配矿才能使用，相应的设备投资将有所增加，另一方面品位下降意味着获得同等数量的磷元素需要开采更多的矿石。在国内矿石品位不断降低的情况下，开采成本逐年增长不可避免。

基于磷矿石重要战略地位，国家连续出台相关政策提出提高相关开采准入门槛。中国化学矿业协会公布《化学矿业十二五发展规划》和湖北省出台的《关于进一步加强磷矿高磷铁矿资源开发管理的意见》指出将进一步减低磷矿开发主体，逐步重组和关闭年生产能力在 15 万吨以下的磷矿企业，使资源向优势企业和大型重点磷化工企业集中。

2011 年随整合政策刺激及资源保护性开发的政策接连推出，国内磷矿石价格上涨近 40%，目前国内磷矿石价格处在 600 元/吨左右，与近 200 美元/吨的国际价格仍有一定差距。我们认为未来磷矿资源整合将持续，因其稀缺性和开采成本上升长期看磷矿石价格仍然趋升，拥有丰富磷矿石储量和开采量的企业优势将更加明显，预计公司 11、12、13 年磷矿石销售价格将分别上涨 18%、10%和 10%，至 470 元/吨、520 元/吨和 570 元/吨。

图：国内磷矿石价格

单位：元/吨



资料来源：中华商务网、群益证券

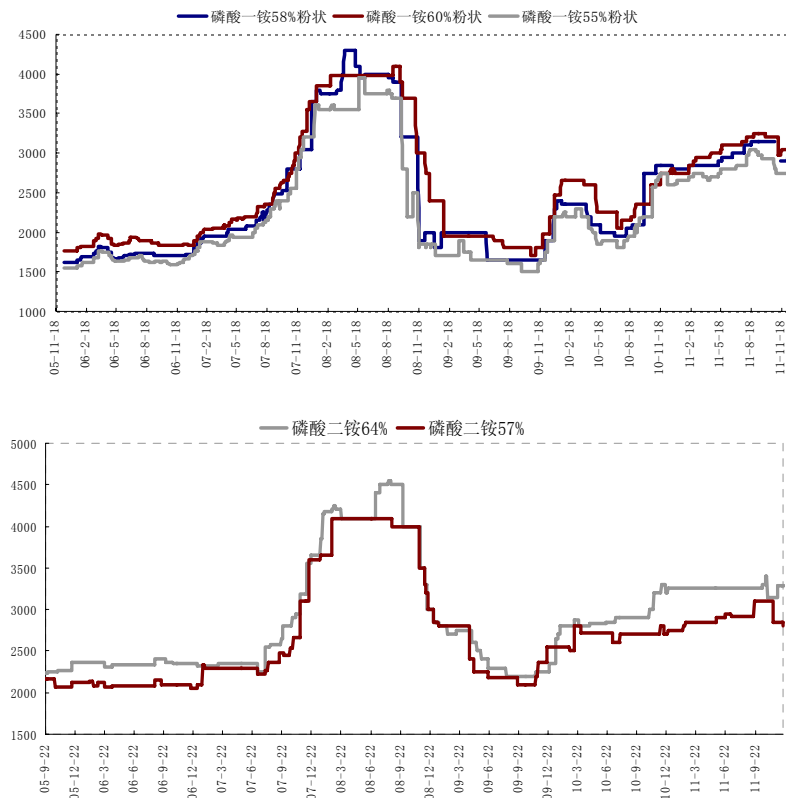
重点发展精细磷化工、磷肥专案

近年来公司着力于产品结构的调整，提升电子级磷酸、阻燃剂和三氯化磷等精细磷化工产品占比。2011 年业绩增长亮点在于 1) 2010 年底公司投产 1 万吨电子级磷酸和 2 万吨食品级磷酸产线 其中电子级磷酸产品主要运用于积体电路、薄膜液晶显示器等电子器件的清洗和蚀刻，价格在 1.2 万元/吨上下，毛利率在 30%以上，盈利能力高于一般磷化工产品。且联产的 2 万吨食品级磷酸还可根据需求调整为毛利较高的电子级磷酸产能，满产后可为公司带来约 1.2 亿元的销售收入和约 2400 万元的净利增长，是公司未来业绩增长亮点。2) 2010 年底建成的 6 万吨有机硅项目 预计项目 11 年贡献一半产能，将为公司增加近 5 亿元的销售收入以及 3000 万元的净利润。

2012、2013 年业绩增长动力将主要来自于 60 万吨磷肥项目。生产 1 吨磷酸二铵需消耗 30%品位磷矿石约 1.7 吨，占磷肥生产总成本的约 30%。公司拥有丰富的磷矿资源储量，但中低品位磷矿未得到完全充分利用，磷肥项目有助于消化公司富余磷矿石实现磷矿资源综合利用。预计 2012 年 5 月投产后 12、13 年产量分别可达 20 万吨和 50 万吨，按 3200 元/吨的市场价格和 27%的较高毛利水准（因磷矿石完全自给）计算，磷肥项目将为公司 12、13 年贡献 6.4 亿、16 亿的营收，及 1 亿、2.6 亿净利。

图：国内磷肥价格

单位：元/吨

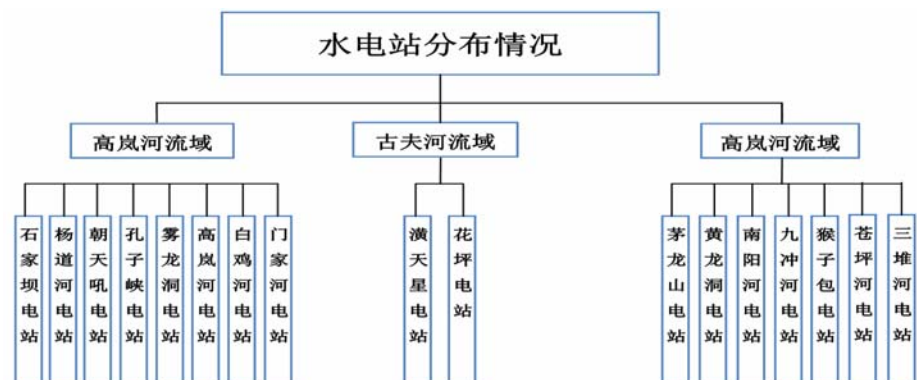


资料来源：中华商务网、群益证券

水力发电自给率高达 50%

兴发集团在兴山县南阳河流域、古夫河流域和高岚河流域拥有小水电站十多座，年发电量约 4 亿千瓦时。2010 年公司定向增发收购了古洞口水电站，该水库式电站发电量稳定，装机容量 4.5 万千瓦时，年发电量 1.2 亿度。目前公司年自发电可达约 5 亿度，用电自给率在 50%左右，发电成本 0.25 元/度，显著低于约 0.5 元/度的外购电价。磷化工产业尤其是黄磷的生产耗电量巨大，公司较高的水力发电自给率在提升公司盈利水准的同时，保障公司尽量较小的受到限电措施影响。

图：公司小水电站情况



资料来源：公司资料、群益证券

盈利预测

预计公司 2011-13 年分别实现营收 67.33 和、79.12 和 98.8 亿元，分别同比增长 44%、18%和 25%；净利润 2.6、3.86、5.18 亿元，同比增长 42%、49%和 34%；EPS 分别为 0.71、1.06 和 1.43 元。

作为资源价值突出的国内磷化工领先企业，兴发集团拥有丰富的水电和磷矿资源，水电自给率高达 50%。伴随后坪、瓦屋四矿探、采矿工作推进，大股东磷矿资源注入，公司未来资源储备和生产能力能将不断提升。磷矿石业务目前景气仍有提升空间，磷肥、电子级磷酸专案则为后续利润增长的又一亮点，目前 A 股对应 12、13 年动态 PE 为 16 倍和 12 倍，给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表（合并后）

人民币百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3044	4678	6733	7912	9879
经营成本	2594	3965	5813	6682	8193
营业税金及附加	35	61	88	105	25
销售费用	111	125	134	162	346
管理费用	82	106	147	180	286
财务费用	98	140	189	263	329
资产减值损失	1	10	23	1	1
投资收益	23	17	0	0	0
营业利润	146	287	339	520	699
营业外收入	24	22	30	21	21
营业外支出	11	70	26	8	8
利润总额	159	239	343	534	712
所得税	19	51	85	123	164
净利润	140	187	258	411	548
少数股东损益	1	4	-2	25	30
归属于母公司股东权益	139	183	260	386	518

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	148	183	211	242	279
应收账款	180	275	456	525	603
存货	351	459	574	718	897
流动资产合计	750	1224	1577	1855	2192
长期股权投资	370	194	355	355	355
固定资产	1963	3327	3759	4248	4800
在建工程	275	875	919	965	1013
非流动资产合计	2886	4963	5832	6697	7766
资产总计	3640	6192	7409	8552	9958
流动负债合计	973	1133	1785	2568	3569
非流动负债合计	1385	3089	3347	3515	3691
负债合计	2358	4222	5132	6083	7259
少数股东权益	35	277	276	289	304
股东权益合计	1282	1970	2277	2469	2698
负债及股东权益合计	3640	6192	7409	8552	9958

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	359	386	-37	174	260
投资活动产生的现金流量净额	-621	-873	-389	-894	-1351
筹资活动产生的现金流量净额	310	533	453	752	1128
现金及现金等价物净增加额	49	45	28	32	36

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。