

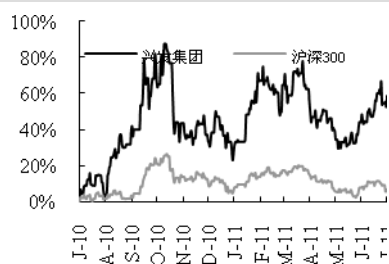


化工  
Chemistry

2011 年 07 月 28 日

市场数据	2011 年 07 月 27 日
当前价格(元)	22.87
52 周价格区间(元)	14.25-28.05
总市值(百万)	8358.53
流通市值(百万)	8228.52
总股本(万股)	36548
流通股(万股)	35980
日均成交额(百万)	168
近一月换手(%)	61.43
Beta(2 年)	22.87
第一大股东	宜昌兴发集团有限责任公司
公司网址	www.xingfagroup.com

#### 一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
兴发集团	10.1	10.2	58.9
沪深 300	-0.9	-5.1	7.3

杨杰

执业证书编号: S0370511030002

+86 755 83025935

[yangjie@jvzq.cn](mailto:yangjie@jvzq.cn)

## 兴发集团(600141)中报点评

——磷矿石和水电资源优势突出, 受益磷化工产业结构调整升级

评级: 增持

赢利预测	2010 年	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	4678	6422	7487	8524
主营收入增长率(%)	53.7%	37.3%	16.6%	13.9%
净利润(百万元)	183	274	408	545
净利润增长率(%)	32.0%	49.5%	48.7%	33.8%
每股收益(元)	0.50	0.75	1.12	1.49
PE	45.6	30.5	20.5	15.3

资料来源: 金元证券研究所

### 公司业绩较快增长

- 2011 年 1-6 月公司实现营业收入和净利润分别为 32.73 亿元和 1.13 亿元, 同比增长 54.3% 和 22.53%。公司实现每股收益 0.31 元, 每股经营性现金流净额 0.66 元, 净资产收益率 6.51%。

### 点评

- 磷矿石业务是驱动公司业绩增长的核心因素。2010 年下半年以来, 在天气、节能减排和下游产能投放等因素的驱动下, 国内磷矿石价格持续上涨。目前湖北 30% 磷矿石的船板含税价为 530 元/吨, 同比大幅上涨 37.67%。受益于磷矿石涨价以及产量恢复, 公司上半年磷矿石收入达到 2.93 亿元, 同比剧增 70.06%。公司磷矿石毛利率高达 70.36%, 同比提高了 4.23 个百分点。综合来看, 公司上半年毛利同比增加 9559 万元, 磷矿石贡献了其中的 96.58%。
- 贸易和磷酸盐业务增收不增利。上半年公司贸易业务收入同比增长 56.34%, 但毛利下降 27.5%。上半年五钠、六偏市场需求平稳的同时生产成本有所上升, 公司上半年磷酸盐毛利率同比下降了 7.12 个百分点。我们预计下半年受下游价格传导不顺的制约, 公司磷酸盐盈利能力难以明显好转。
- 国内磷矿石资源将走向集中, 磷矿价格将逐渐体现其“稀缺性”。根据 U.S. Geological Survey, 我国磷矿石储量和基础储量分别为 41 亿吨和 100 亿吨, 分别占全球的 27.14% 和 21.28%。但由于我国富矿少、贫矿多, 平均品位仅 17%, 我国富矿的使用年限不超过 20 年。美国早在上世纪 80 年代开始限制磷矿石出口并大量进口。我国也逐步认识到磷矿资源的重要性, 并对出口实施了配额限制。近期,

WTO 裁决我国对黄磷等 9 种工业原材料施加出口配额和出口关税等措施违背了入世承诺。我们认为，无论最后结果如何，我国都将加快推动磷矿石和磷化工产业的整合，提高资源成本和价格，从而达到减少磷资源出口、避免更多贸易冲突的目标。目前国际磷矿石 CFR 价格高达 193 美元/吨（相当于 1243 元/吨），远高于国内 530 元/吨的水平。尽管我们认为我国磷矿石出口限制不会取消，但产业整合和下游产品出口限制的可能弱化，都将导致国内外磷矿石价差的收敛。

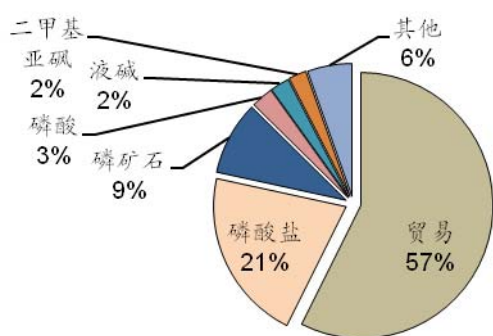
随着我国磷矿石、磷化工行业的结构调整、产业集中度的提升，未来我国磷矿和磷化工行业景气有望大幅上行。我国磷矿主要集中在云贵川鄂，各地方政府开始保护并推动磷矿石产业的整合。其中湖北省政府规定从 2011 年起，除省级地质勘察基金项目外，暂停省级磷矿规划区内所有矿种探矿权、采矿权的审批；逐步重组和关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷矿企业，推动资源向优势企业和大型重点磷化工企业集中；省国土资源管理部门可依法有偿收回商业性投资的磷矿探矿权；推进磷化工产业结构调整，推进现有磷化工产业升级，支持精细磷化工产品开发，禁止新上低浓度磷肥项目和单纯生产黄磷的项目。可以预见，未来我国磷矿石行业将逐步改变粗放经营、乱挖滥采的局面，资源将逐步向大型磷化工企业集中，磷化工的上下游一体化。未来随着磷化工行业的结构调整和集中度提高，行业竞争环境和盈利能力将得到改善。

- **公司磷矿资源丰富。**目前公司拥有磷矿资源 1.44 亿吨，未来获得磷化有限公司店子坪磷矿和树崆坪磷矿后，可新增磷矿资源 6026 万吨。此外，瓦屋 IV 矿段探矿项目、后坪探矿等项目正在实施（储量在 1.5 亿吨左右）。受益于湖北省磷矿石资源的整合，未来公司磷矿储量有望继续增加。公司将建设 120 万吨重介质选矿一期项目，可提高公司对中低品位磷矿资源的利用率，预计将新增净利润 900 万元。随着未来磷矿资源价格的上涨，公司资源价值将得到极大提升。
- **公司磷化工业务逐步向高端发展。**依托磷矿资源优势，公司具有向下游发展磷化工业务的基础。公司 1 万吨电子级磷酸项目已经投产，未来将逐步释放利润。60 万吨磷铵项目（配套 80 万吨硫磺制酸、30 万吨湿法磷酸装置）有望 2012 年上半年竣工投产，将是公司未来两年业绩重要的增长点。公司磷铵项目资源优势明显、产业配套齐全，达产后预计可实现收入近 20 亿元，毛利率在 20% 以上。公司与瑞士 Dequest AG 合资成立富兴化工（公司持股 45%），生产膦酸盐产品，从而介入水处理剂行业。公司还将加快湿法磷酸精制、有机磷及水处

理剂等关键技术攻关，推动公司产品结构将高端发展。

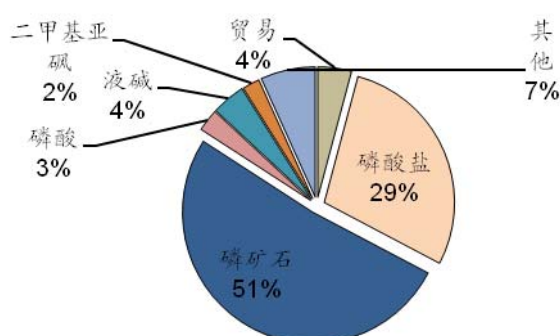
- **公司电力自给率高达 50%左右。**磷化工属于高耗电行业，每生产 1 吨黄磷耗电 1.4 万度，电力成本占黄磷生产成本的 50%左右。公司现有电站 19 座、总装机容量 13.7 万千瓦，年发电量接近 4 亿千瓦时，电力自给率在 50%左右。公司发电成本 0.25 元/度（外加 0.04-0.05 元/度的过网费），显著低于外购电约 0.5 元/度的水平。电力自给不仅为公司提供了大约 8000 万元的成本优势，更在于保障了公司生产经营的持续性，资产利用率远高于同行。2011 年上半年湖北地区干旱较为严重，抬高了企业生产成本；但随着旱转涝和雨季的到来，公司下半年电力成本将有所下降。
- **公司磷酸盐盈利能力低于预期，我们小幅下调公司 11-13 年 EPS 至 0.75、1.12、1.49 元，对应 PE 为 30.5、20.5、15.3 倍，**公司磷、矿、电一体化优势明显、具有很强的资源优势、规模优势和成本优势。随着公司产品结构不断向高端发展，以及磷矿石资源价值的提高，公司未来发展前景乐观。我们维持公司增持评级。

图表 1 公司 2011 年上半年收入主要来自于贸易、磷酸盐和磷矿石



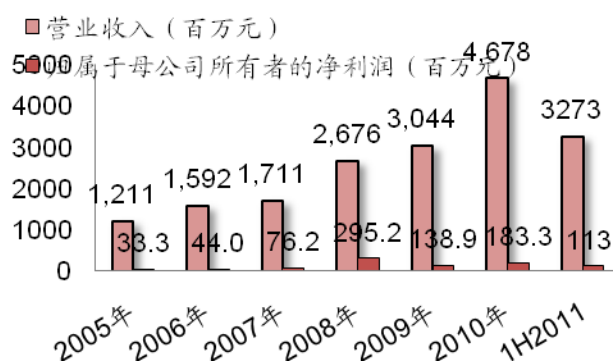
资料来源：wind 金元证券研究所

图表 2 公司 2011 年上半年毛利主要来自于磷矿石和磷酸盐



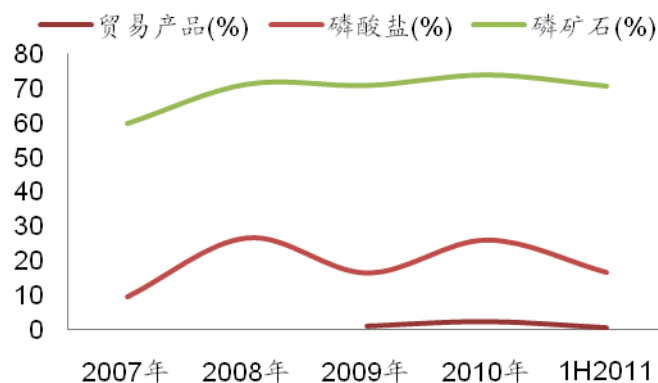
资料来源：wind 金元证券研究所

图表 3 公司近年来业绩快速增长



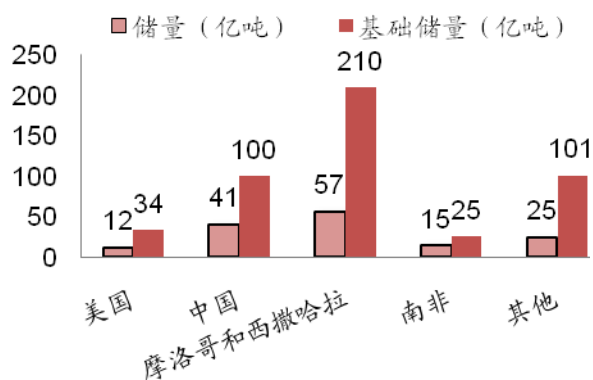
资料来源: wind 金元证券研究所

图表 4 公司主要产品毛利率情况



资料来源: wind 金元证券研究所

图表 5 我国磷矿石基础储量占全球的 21.3%



资料来源: Mineral Commodity Summaries, 2009

图表 6 公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4678.04	6422	7487	8524
营业成本	3965	5542	6361	7145
营业税金及附加	61	84	98	112
销售费用	125	193	225	256
管理费用	106	148	168	192
财务费用	140	115	122	130
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	17	17	17
营业利润	287	348	519	696
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	70	0	0	0
利润总额	239	348	519	696
所得税	51	68	103	139
净利润	187	280	417	557
少数股东损益	4	6	9	12
归属于母公司净利润	183	274	408	545
EBIT	378	463	641	826
EPS (元)	0.50	0.75	1.12	1.49

资料来源：金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.