

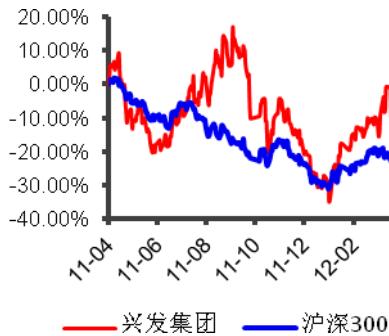
2012年4月6日

研究员: 姚 凯
 执业证书编号: S0910511010001
 电话: 021-62448087
 Email: yaokai@casstock.com

研究支持: 高 高
 电话: 021-62448089
 Email: gaogao@casstock.com
 地址: 上海市曹杨路 430 号

当前价格: 20.35
 目标价格: 26.4
 目标期限: 6个月

股价表现



兴发集团 (600141) 年报点评: 磷矿资源为王, 成长可期

评级: 增持

主要观点:

- ◆ 盈利增长25.05%符合预期。2011年年报显示, 全年公司实现销售收入 65.69 亿元, 同比增长 40.41%; 实现利润总额 3.06 亿元, 同比增长 28.45%; 实现归属于母公司净利润2.32 亿元, 同比增长 26.83%。实现基本每股收益0.64元, 相比于2010年增加25.05%, 符合市场预期。
- ◆ 公司2011年业绩的增长来自于磷矿价格的上涨, 相关产品线的建成和公司贸易业务的进一步发展。2011年国内30%磷矿石含税均价由322元上升至479元, 在外销磷矿石产量稳定在130万吨左右的情况下, 毛利率由73.6%上升至80.9%, 在公司的收入结构中占到8.44%, 毛利结构中占到50.17%。报告期内公司贸易业务进步较大, 通过期货套期保值业务规避贸易市场价格波动风险; 投资设立广东粤兴发进出口有限公司、兴发香港进出口公司等贸易主体, 进一步创新贸易业务方式, 拓展贸易业务渠道, 贸易业务收入上升56.4%, 在公司的总收入中占到63.03%, 毛利亦上升0.3个百分点。
- ◆ 公司成长值得期待。短期来看, 我们认为2012年公司主要期待的项目是: (1)关注瓦屋四矿段的探矿进展, 预计年底可完成详探。详探结束后可进行开采, 详探过程中可能会带出少量磷矿。(2)关注磷化集团的注资进展, 一定注资完成, 可增加205万吨的磷矿石产能。(3)60万吨的磷酸二铵项目将于2012年上半年投产。(4)磷矿石价格有进一步上涨空间, 政策利好会显现催化效应。中长期来看, 公司十二五规划磷矿产能翻番, 计划到十二五末年收入达到300亿, 而2011年的收入是65.09亿元, 成长值得期待。
- ◆ 投资建议: 我们在中性假设下测算得到2011年、2012年兴发集团的每股收益分别为0.64元, 0.88元, 按照30倍的估值中枢进行计算, 目标价为26.4元, 给增持评级。

一、收入和毛利结构

兴发集团是一家以磷化工系列产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主的上市公司，主要业务包括三聚磷酸钠和六偏磷酸钠等磷酸盐产品的生产和销售。由于磷矿石的资源属性，磷矿石是兴发集团的毛利最高的产品，虽然收入中仅占9%，但利润占比却达到52%。磷矿石储量和产能变化是未来盈利的关键。

图表1：兴发集团收入和毛利结构

主营构成		主营收入 (万元)	收入比例	主营成本 (万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按行业分	化工	652542.7	100.00%	563661	100.00%	100.00%	13.62%
按产品分	贸易	411316.1	63.03%	399199.9	70.82%	13.63%	2.95%
	磷酸盐	112069.3	17.17%	88993.82	15.79%	25.96%	20.59%
	磷矿石	55088.87	8.44%	10500.06	1.86%	50.17%	80.94%
	液碱	23365.81	3.58%	16077.65	2.85%	8.20%	31.19%
	磷酸	14229.8	2.18%	13443.76	2.39%	0.88%	5.52%
	黄磷	10775.4	1.65%	9040.55	1.60%	1.95%	16.10%
	液氯	6597.91	1.01%	10573.31	1.88%	-4.47%	-60.25%
	供电	4638.74	0.71%	3295.8	0.58%	1.51%	28.95%
	二甲基亚砜	3754.65	0.58%	3968.9	0.70%	-0.24%	-5.71%
	五硫化二磷	3175.45	0.49%	2698.5	0.48%	0.54%	15.02%
	磷肥	2900.56	0.44%	2428.65	0.43%	0.53%	16.27%
	四羟甲基硫酸磷	2657.8	0.41%	2094.65	0.37%	0.63%	21.19%
	装卸	1972.27	0.30%	1345.45	0.24%	0.71%	31.78%
按地区分	国内	524798.2	80.42%	452206	80.23%	81.67%	13.83%
	国外	127744.4	19.58%	111455	19.77%	18.33%	12.75%

资料来源：ifind，航天证券研发部

图表2：兴发集团营业收入变化



资料来源：ifind，航天证券研发部

图表3：兴发集团净利润变化



资料来源：ifind，航天证券研发部

二、坚定看好磷矿石的资源价值

我们看好磷矿石的价格主要基于以下几点：

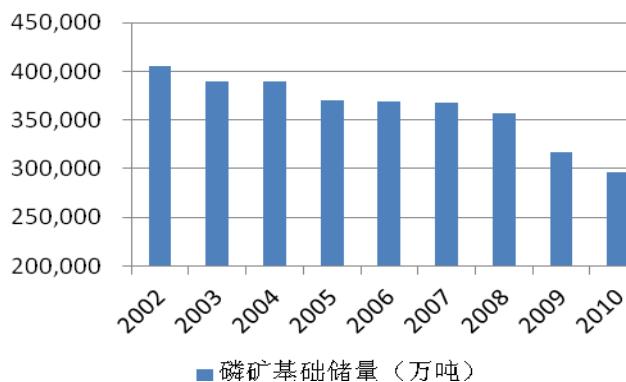
- (1) 中国现有磷矿石的储量仅能支持消费43年，磷矿贫化严重。
- (2) 中国磷矿石的价格仅相当于国际磷矿石价格59%。
- (3) 各地政府不断出台相关保护政策，矿企业整合使得集中度提高，议价能力增强

全球第一的是摩洛哥，约有500亿吨磷矿石储量，占到世界近70%，中国磷矿石储量位居全球第二，占比仅为6%，且近年来储量呈快速下降趋势。世界磷矿石的品味在5%-40%左右，大部分国家在30%左右，中国30%以上品味的只占8%，90%的品味低于26%，平均品味只有17%，中低品位的磷矿石开采成本大困难高，主要磷化工品生产对磷矿石品味均有一定要求，如磷酸一铵、磷酸二铵等主要磷肥产品对磷矿石品味要求都在28%以上。

根据国家统计局的统计，2010年我国磷矿石的基础储量为29.6亿吨，磷矿石产量为6807万吨，按照这个消耗速度计算中国的磷矿石仅能支持消费43年，这尚未考虑磷矿品位降低的影响。

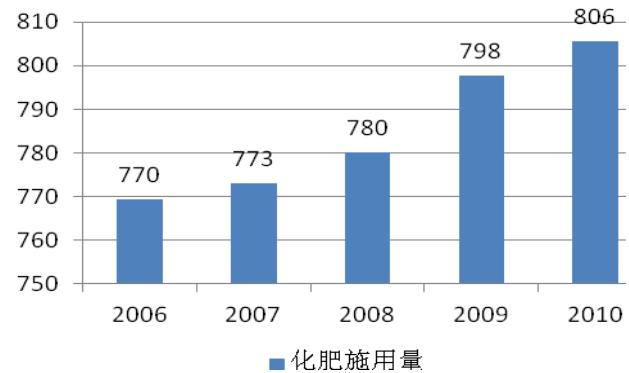
磷矿的消费结构中70%用来做磷肥，14%用来做黄磷，其余用在食品添加剂方面。中国化肥消费结构中，63%是氮肥，23%是磷肥，14%是钾肥，磷肥在谷物、玉米、小麦、蔬果方面施用的较多。磷肥的施用量与耕种面积、种植结构、农产品价格指数相关，总体来说趋于平稳，具有一定的刚性。2006-2010年间我国磷肥农用年均施用量年均增长1.1%。2010年我国生产磷肥1177万吨，农用施用量为806万吨，磷肥出口以磷酸二铵、氮磷二元复合肥为主。

图表 4: 我国磷矿储量逐年降低



资料来源：国家统计局，航天证券研发部

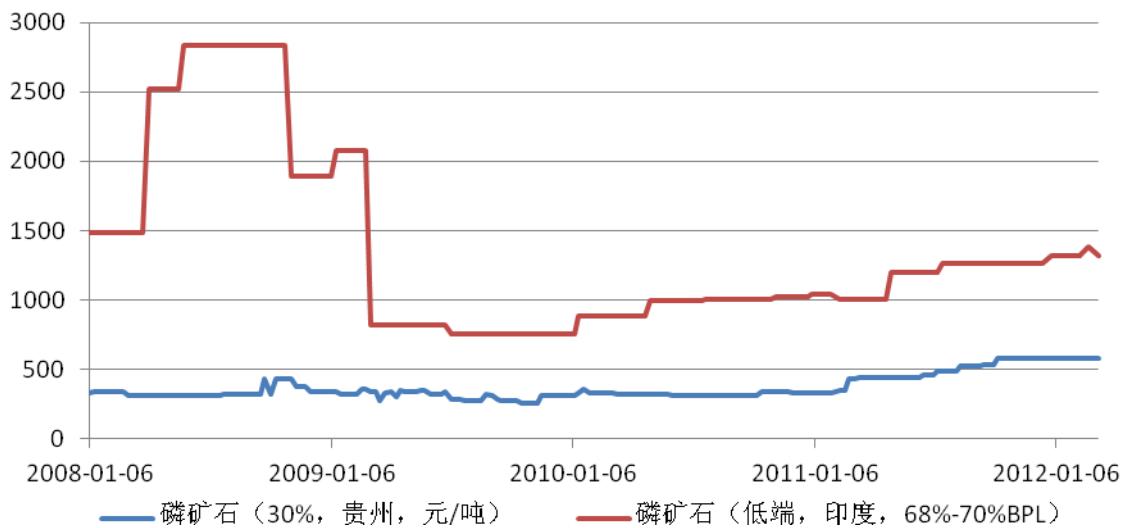
图表 5: 我国农用化肥施用量变化 (万吨/折纯)



资料来源：中国化工信息中心，航天证券研发部

近年来对磷矿的资源价值认识有所加深，但是同品味磷矿国内价格与国际价格依旧存在较大的价差。贵州磷矿石30%品味的最新价格为580元/吨，印度同品质的价格为210美元，按6.3的汇率折算是1323元，即使考虑中国磷矿出口35%的关税，中国FOB价格/国外FOB价格也仅为59%，考虑运费等国内进口磷矿和本土磷矿的价差更大，中国磷矿石价格存在较大的上升空间。

图表 6: 国内外磷矿石价格



注：印度磷矿石价格按照美元/人民币 6.3 的汇率进行折算。国内外品味折算方法有所不同，68%-70% 相当于中国 28%-30% 品味。中国磷矿石若要出口，FOB 价格需考虑 35% 的关税。

资料来源：中华商务网，航天证券研发部

磷矿石价格上涨会直接挤压磷肥企业的利润空间，市场上担心磷矿石涨价将

使本身就经营困难的磷肥企业无以为继，磷矿石需求下降，势必会反过来影响磷矿石价格上涨。但是国外磷肥企业在磷矿石价格较高、磷肥价格相当的情况下仍能保持18%左右的毛利率，说明国内磷肥企业在管理和技术上存在较大的提升空间。通过不断提高磷矿石价格，提高磷肥生产厂家的成本，并不会明显提高农业的成本，还会倒逼国内磷肥生产厂家改进技术、提高管理水平，淘汰落后产能，提高自身的竞争力。

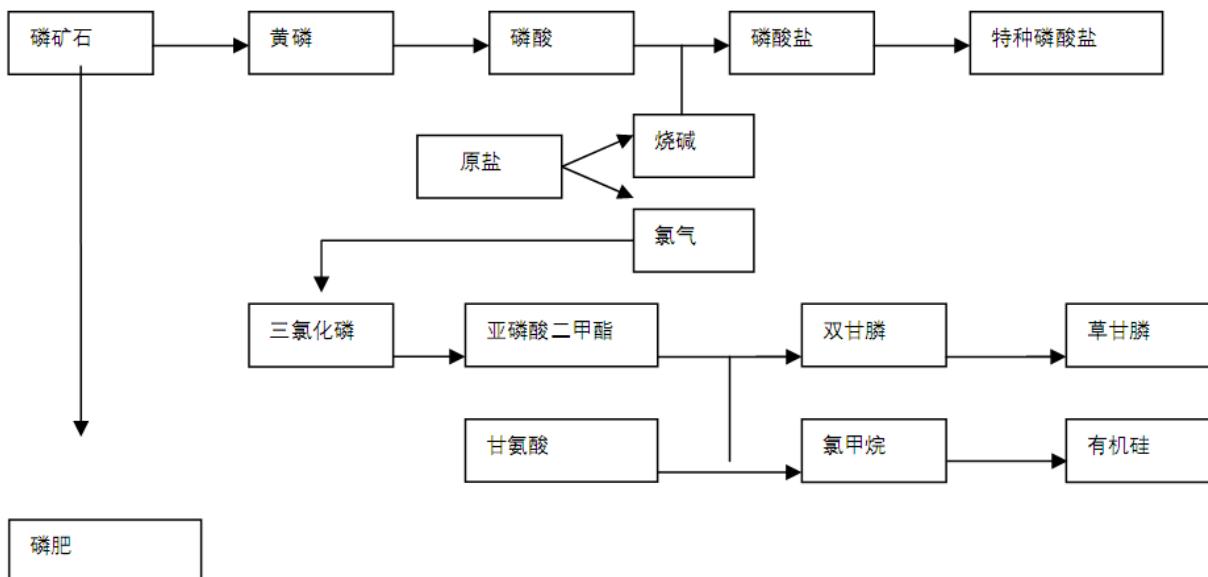
矿石价格短期的变化需要催化剂，政府的保护政策是最大的动力。以兴发集团所在的湖北省为例，政府不断出台磷矿相关的保护政策，并对其他省份形成示范效应。近年来湖北省相继出台《湖北省磷矿资源整合方案》、《关于加强磷矿资源管理的意见》、《关于矿产资源开发整合的实施意见》、《湖北省磷矿资源规划》、《关于进一步加强磷矿高磷铁矿资源开发管理的意见》、《关于加强全省化肥产业调整促进转型升级的意见》，磷矿政策直接利好兴发集团。

二、投资价值分析

兴发集团拥有“矿电磷”一体化的产业链。在“矿”方面，公司现有1.6亿吨磷矿石储量，磷矿石年产能265万吨，外销约有130万吨；在“电”方面，公司拥有10万千瓦水电装机容量¹，可以自给黄磷50%的用电量；在磷方面，中间产品以黄磷为代表，终端产品以磷酸、磷酸盐和磷肥为代表，其中黄磷产能10万吨，磷酸盐27万吨，磷酸3万吨，磷肥即将在2012年上半年建成60万吨的磷酸铵产能。此外，公司还拥有双甘膦5万吨，草甘膦水剂4万吨，亚磷酸二甲酯1万吨，五硫化二磷1万吨，酸式碱式磷酸钠1万吨，二甲基亚砜2万吨，烧碱15万吨，硫铁矿5万吨，硫酸2万吨等。

¹ 宜昌地区的电价约为0.5元/度，公司自己发电的成本约为0.25元/度。

图表 7: 兴发集团产业链



资料来源：航天证券研发部

图表8: 兴发集团各产品产能建设情况

板块	品种	产能建设及行业基本情况
磷矿石	采矿	2011年底拥有265万吨的产能，其中130万吨外销。
	选矿	2011年7月公司董事会审议通过全资子公司兴山县树空坪狂野公司投资新建120万吨/年重介质选矿项目一期主体工程及配套工程，项目建设期为一年。2012年3月公司定增13.5亿元，用于收购宜都兴发49%股权、增资宜都兴发并新建10万吨/年湿法磷酸精制项目和新建200万吨/年选矿项目以及补充流动资金。
磷酸盐	三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠等	以三聚磷酸钠和六偏磷酸钠为主。三聚磷酸钠目前市场较为稳定，但长期来看被无磷洗涤剂替代是趋势。六偏磷酸钠工业级市场基本饱和，食品级前景广阔。磷酸盐以出口为主，出口量占到国内生产总量的50%。现有三聚磷酸钠20万吨产能，六偏磷酸钠1万吨产能，次磷酸钠1万吨。
黄磷	黄磷	现有黄磷10万吨产能。
	水电	目前拥有水电10万千瓦的装机容量，自给率为50%。自产电成本0.25元/度，宜昌电价0.5元/度。
磷酸	食品级、电子级	目前1万吨电子级磷酸和2万吨食品级磷酸项目目前已经开始投产，电子级磷酸市场价格在15000元/吨以上，成本比一般的食品级磷酸高不了多少，盈利能力客观。通过并购获得的子公司葛洲坝扬州、葛洲坝宜昌分别拥有4万吨食品级磷酸、5千吨磷酸产能。
磷肥	磷肥	宜都兴发化工有限公司投资新建60万吨/年磷铵项目，将在2012年上半年投产，形成新的利润增长点。工信部出台《磷铵行业准入条件》有利于限制产能快速扩张，支撑磷铵价格。
其他	磷系阻燃剂	目前拥有白沙河一期1500吨产能，二期1500吨产能，刘草坡阻燃剂项目3000吨产能，共6000吨产能，每年可为公司增加销售收入6000万元左右。
	有机硅	公司09年开始实施18万吨有机硅生产线，项目分二期，一期有机硅单体6万吨，

		公司参股 50%，于 2011 年 4 月份建成，二期待时机适当开始建设。
	水处理	公司出资 45%与瑞士 Dequest AG 组建湖北富兴化工，合作开发三氯化磷和磷酸盐项目。公司以优惠价格向合资公司出售规定质量水准的黄磷和氯气原料，合资公司使用其生产三氯化磷作为磷酸盐生产的原料，并将其 100%的磷酸盐出售给 Dequest。合资公司副产的盐酸销售给公司，由公司负责销售。

资料来源：公司公告，航天证券研发部

兴发集团磷矿产能存在较大的增长空间，并积极向下游精细化工业务扩展。

公司计划到2015年，磷矿产能从当前的265万吨增加至500万吨，实现翻番。

图表9：兴发集团磷矿资源

磷矿资源公司	控股比例	权益储量 (万吨)	产能(万吨/ 年)	备注
兴山兴盛矿产有限公司	99.93%	6500	50	
神农架武山矿业	70%	600	50	
树崆坪公司(葛坪, 申家山, 蒋家湾)	100%	1643	65	
保康楚烽化工有限公司	100%	7300	100	
小计		16043	265	
磷化集团	95.9%	6026	205	大股东承诺注入上市公司，目前等待外方资金注入进行重组，外防注资意愿较为强烈。
瓦屋四矿段	100%	10400	规划 80 万吨	探矿阶段，目前已完成普探，预计今年年底能完成详探。详探结束后可进行开采。
树崆坪后坪矿	100%	4600	规划 100 万吨	目前尚处于普探阶段，预计勘探阶段尚需 2-3 年。
总计		37069	约 650 万吨	

资料来源：航天证券研发部

短期来看，我们认为2012年公司主要期待的项目是：

- (1) 关注瓦屋四矿段的探矿进展，预计年底可完成详探。详探结束后可进行开采，详探过程中可能会带出少量磷矿。
- (2) 关注磷化集团的注资进展，一定注资完成，可增加205万吨的磷矿石产能。
- (3) 60万吨的磷酸二铵项目将于2012年上半年投产。
- (4) 磷矿石价格有进一步上涨空间，政策利好会显现催化效应。

中长期来看，公司十二五规划磷矿产能翻番，计划到十二五末年收入达到300亿，而2011年的收入是65.09亿元，成长值得期待。

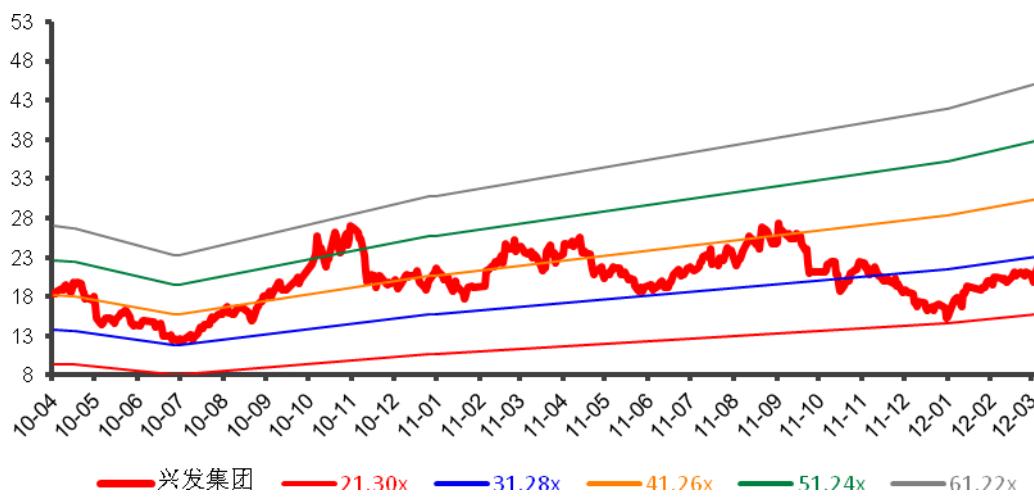
图表10：兴发集团十二五规划

	单位	2010	2015E	备注
精细磷化工	万吨	<50	120	重点开发复配磷酸盐、有机磷阻燃剂、水处理剂、有机磷萃取剂等项目。
磷肥	万吨	-	200	
硅化工	万吨	-	50	重点开发有机硅单体 20 万吨、混炼硅橡胶 3 万吨、建筑硅酮密封胶 3 万吨、气相法白炭黑 4000 吨、含氢硅油项目 2400 吨、三氯氢硅 5 万吨等项目。
盐化工	万吨	-	165	
硫化工	万吨	-	15	
磷矿石开采能力	万吨	250	500	十二五末，公司将实现采矿能力达 500 万吨/年，机械化作业水平超过 90%。十二五期间，将重点建设瓦屋 IV 矿段采矿、后坪采矿等项目；同时加大探矿项目开发力度，力争取得二至三个探矿权。
发电能力	千瓦时	10	20	遵循“以水定电”原则，继续积极寻求并开发水电资源，拓展余热发电资源力争十二五末发电能力达 20 万千瓦时。
销售收入	亿元	47	300	

资料来源：公司公告，航天证券研发部

我们在中性假设下测得：2011年、2012年兴发集团的每股收益分别为0.64元，0.88元，按照30倍的估值中枢进行计算，目标价为26.4元，给增持评级。

图表11：兴发集团 PE-Bands



资料来源：航天证券研发部

图表12: 兴发集团利润表预测 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011	2012E	201
一、营业总收入	3044	4678	6569	7823	9171
二、营业总成本	2922	4408	6248	7396	8420
其中: 营业成本	2594	3965	5660	6707	7688
营业税金及附加	35	61	87	102	119
营业费用	111	125	140	156	183
管理费用	82	106	175	196	229
财务费用	98	140	182	229	193
资产减值损失	1	10	5	6	7
三、其他经营收益	23	17	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	17	11	11	11
四、营业利润	146	287	331	437	761
加: 营业外收入	24	22	22	20	20
减: 营业外支出	11	70	47	45	45
五、利润总额	159	239	306	412	736
减: 所得税	19	51	73	91	162
六、净利润	140	187	233	322	574
减: 少数股东损益	1	4	1	0	0
七、归属母公司所有者净利润	139	183	232	322	574
股本	302	365	365	365	365
每股收益	0.46	0.50	0.64	0.88	1.57

资料来源: wind, 航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任, 我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com