

兴发集团（600141）调研纪要

当前价格：22.27
目标价格：26.04-27.9
目标期限：6个月
评级：增持

研究员：何筱微
执业证书编号：S0910510120001
电话：021-62448067
Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：高高
电话：021-62448089
Email: gaogao@casstock.com

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，与公司相关人员就经营状况和未来规划进行了沟通。

分析和评论：

1、磷矿经营情况

磷矿石外销是公司毛利最高的业务，2011 年的毛利率高达 80.9%，对利润的贡献达到 50.91%。我们关心公司磷矿石外销量的变化，一方面考虑磷矿产能是否会有增长，另一方面考虑下游配套项目对磷矿的消耗。

2011 年公司的磷矿的产能约达到 280 万吨，磷矿的产量一般在设计产能的-20%~20%范围内浮动。2011 年 1-9 月公司外销磷矿石 165 万吨，1、4 季度是矿山生产的淡季，预计全年外销磷矿石 180 万吨左右。2012 年考虑瓦屋矿详探可能带出 30-40 万吨磷矿（品味预计在 24%左右），磷矿的总产能有望达到 300 万吨。

2012 年磷矿消耗的增量项目在于 60 万吨磷酸二铵的投产（预计在 6 月份可以正式生产）。60 万吨磷肥产能按下半年开工率 60%计算，生产 18 万吨磷肥，每吨消耗磷矿石 2.2 吨左右，对磷矿石的需求量大概在 40 万吨。¹考虑到矿山生产的弹性，实际上磷肥生产对磷矿石的外销影响有限。

磷矿石为“贫富贫”的夹层结构，平均品味在 12%左右，设计产能是按照原矿重量进行计量的。以前两层贫矿利用率不高，富矿中直接用于销售。目前在政策的引导下，公司开始注重对贫矿的利用，宜都 200 万吨的选矿项目是公司第一个选矿项目，项目建成以后，经过选矿的粉状磷矿主要用于生产磷肥。

图表1：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	60	
神农架武山矿业	70%	600	50	2011 年底更换采矿权证，产能由 20 万吨增至 50 万吨

¹ DAP 的分子量为 115，P2O5 的分子量是 142，按照 28%的品味，生产 1 吨 DAP 需消耗 2.2 吨的磷矿石。

树崮坪公司（葛坪，申家山，蒋家湾）	100%	1643	75	
保康楚烽化工有限公司	100%	7300	100	
小计		16043	285	
磷化集团	95.9%	6026	205	大股东持有磷化集团 95.9%的股权，其核心资产在于树崮坪和店子坪磷矿采矿权。目前磷化集团拟以采矿权出资与加拿大合资成立枫叶公司。大股东承诺将磷化集团的股份转让给上市公司，预计 6 月份可完成股份转让。
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。详探阶段有望带出部分磷矿。
树崮坪后坪矿	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：公司公告，航天证券研发部

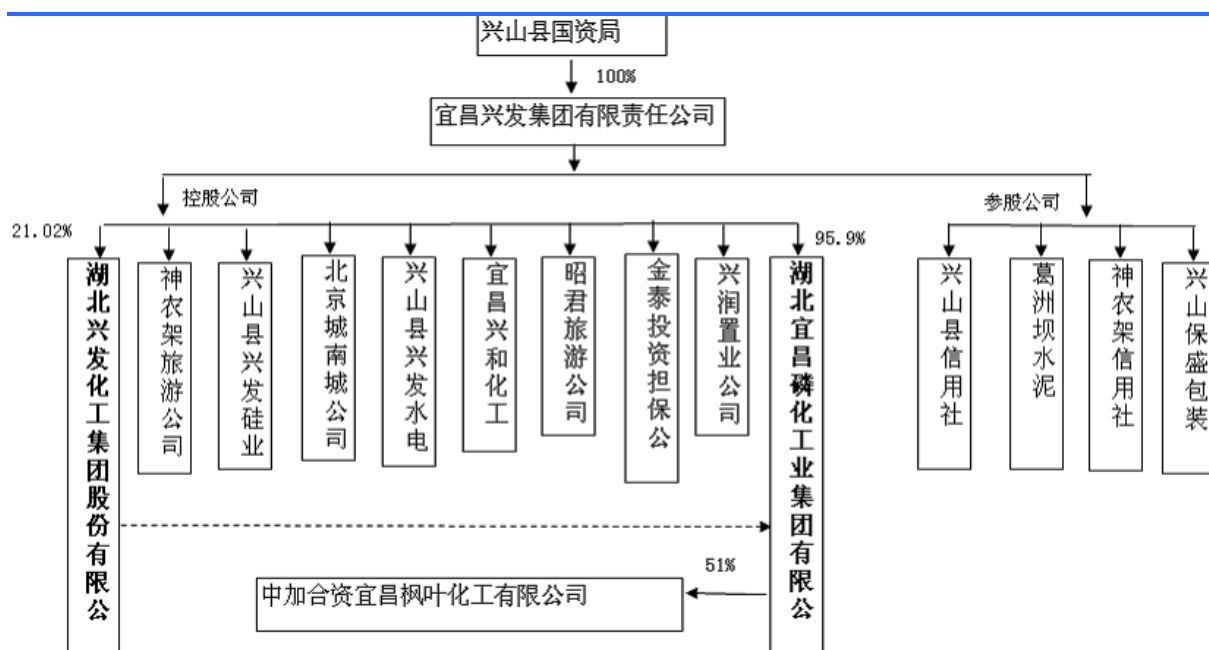
2、磷化集团注资情况

磷化集团的注资一直是市场较为期待的项目，目前注资在进展中，尚不属于本次定增的项目。

公司 4 月 26 日公告，宜昌兴发集团（公司大股东）收购磷化有限公司股权涉及的工商变更登记手续已完成，中加双方对枫叶公司的股权比例、资本金到位时间等问题已达成一致，磷化有限公司重组已取得重要进展，宜昌兴发集团决定按照公开承诺的要求，根据国有资产管理法律法规的相关规定，积极推进磷化有限公司资产转让给兴发集团上市公司的相关工作。目前大股东转让磷化集团股份已经挂牌，预计在 6 月份能完成产权转让。

磷化集团拥有的核心资产在于树崮坪和店子坪磷矿采矿权，矿山的建设等待加拿大方面的资金到位。从保康楚峰矿山建设的经验来看，一座磷矿开发的投入资金在 3 亿元左右，矿山基建的时期为 2-3 年。目前磷化集团的两座矿尚处于基建前的准备阶段，设计产能在 205 万吨，预计在 2014 年前难以贡献实际产量。考虑到磷化集团和瓦屋四矿段的磷矿进展，我们仍然可以相信公司到十二五末磷矿产能达到 500 万吨，顺利实现十二五计划的目标。

图表 2：兴发集团有限公司（大股东）大股东旗下资产情况



资料来源：公司公告，航天证券研发部

3、增发情况

年初自今，公司已启动两轮直接融资。2012 年 2 月通过债券融资 8 亿元，拟用于偿还债务和补充公司流动资金，债券融资相比于银行贷款成本上约能降低两个百分点左右。公司于 5 月 19 日发布定增预案，拟以不低于 19.31 元的价格发行不超过 6991 万股，募集资金预计为 13.50 亿元左右。此次定增资金主要用于：（1）2.7 亿元收购兴山水电持有的宜都兴发 49% 的股权，收购完成后宜都兴发将成为公司的全资子公司；（2）6.3 亿元对宜都兴发增资以新建 10 万吨/年湿法磷酸精制项目；（3）3.8 亿元公司拟对宜都兴发增资以新建 200 万吨/年选矿工程项目，最大限度地满足 10 万吨/年湿法磷酸精制项目及其他项目的磷矿石需求；（4）2.7 亿元补充公司营运资金。

截止 2012 年 1 季度，公司的资产负债率达到 73.98%。较高的财务杠杆制约了公司通过银行信贷和其他债务融资工具获取发展资金的能力，也提高了债务融资的成本。众多在建项目使得公司需要大量资金投入，此次定增有助于提升公司的持续融资能力，降低财务费用和 risk，提升公司的综合竞争实力。预计在今后两年，公司想要启动磷矿集团和瓦屋四矿段的矿山建设，仍需要较大的资金投入。

图表 3：兴发集团股份公司（上市公司）控股参股情况

被参控公司	投资额 (万元)	参股比例 (%)	被参控股 公司净利 润(万元)	被参控公司主营业务
湖北兴瑞化工有限公司	30103	75	101.7	化工产品的生产, 销
保康楚烽化工有限责任公司	26697	100	2683.5	磷矿石开采, 加工, 销售
宜都兴发化工有限公司	25500	51	67.0	磷肥, 磷复肥, 磷酸及其他精细化工产品生产及销售

湖北兴福电子材料有限公司	12550	90.94	91.0	化工产品的生产, 销售
兴山县树空坪矿业有限公司	8108	100	776.7	磷矿地下开采, 加工, 购销
兴山县兴盛矿产有限公司	7500	100	9069.0	矿产品开发及销售
宜昌楚磷化工有限公司	6500	100	822.7	精细磷酸盐产品的生产销售
宜昌兴发贸易有限公司	5000	100	902.6	自营及代理化工产品和相关技术的进出口业务
宜昌市兴磷科技有限公司	5000	100	3.0	磷化工产品及其原辅材料质量检测
宜昌古老背港务有限公司	5000	100	-	货物装卸, 仓储
广东粤兴发进出口有限公司	5000	100	-	化工原料及化工产品的生产, 销售
兴山县峡口港有限责任公司	4902	100	207.3	港口装卸, 运输业务
扬州瑞阳化工有限责任公司	4678	100	47.5	工业磷酸, 食品级磷酸生产, 销售
神农架武山矿业有限责任公司	3504	70	479.9	磷矿石开采及销售; 磷化工产品生产销售
湖北兴发化工进出口有限公司	3000	100	195.9	进出口业务
襄阳兴发化工有限公司	2040	51	-	化工原料及化工产品的生产, 销售
兴山县耿家河煤炭有限公司	1584	100	(540.2)	煤炭开采与销售
广西兴发化工有限公司	1034	100	330.2	生产销售三聚磷酸钠, 工业磷酸, 食品添加剂磷酸
保康庄园肥业有限公司	910	70	-	过磷酸钙, 复合肥, 复混肥, 磷矿粉生产销售, 硫铁矿开采, 销售
兴山县红星矿业有限责任公司	768	100	252.4	磷矿加工, 销售及其他矿产品销售
宜昌禾友化工有限责任公司	646	100	-	磷肥, 复合肥, 钙钙, 氮肥, 磷铵, 矿粉等
兴山县飞宇矿业有限公司	610	100	-	矿产品等销售
兴山县兴营矿产有限公司	500	100	33.6	矿石开采, 加工, 销售
柳城县兴发经贸有限公司	360	100	-	无机盐化工产品, 日用化工产品, 医药中间体, 金属制品销售
安宁盛世达化工有限公司	350	70	151.1	精细磷酸盐产品的生产销售
兴发闻达巴西有限公司	347	51	(359.7)	贸易
兴山县瑞泰矿山技术咨询服务 有限公司	300	100	0.5	矿山地质工程设计与咨询
兴发美国有限公司	197	100	5.6	
兴山巨安爆破工程有限公司	100	100	-	硐室爆破, 岩土爆破, 民爆物品的使用和储存
兴山安捷电气检测有限公司	50	100	18.2	输电线路及电气设备检测

注: 仅列出合并报表的子公司, 按投资额从大到小排列。数据为 2011 年年报数据。

资料来源: Wind, 航天证券研发部

4、公司的贸易业务由做大规模向提升利润努力

2011 年兴发集团的收入结构中, 贸易占到 63%的比例, 但只贡献了 13%的毛利, 毛利率仅为 3%左右, 低于同行水平。公司的贸易业务主要集中在钢筋、水泥、PVC 等大宗商品领域, 最初涉足是因为公司近年项目建设频繁, 接触供应商较多, 从 09 年起公司的贸易业务实现了营收较快增长。贸易业务的上游客户较为稳定, 下游客户正在积极开拓。公司将加强物流成本和风险控制, 注重提

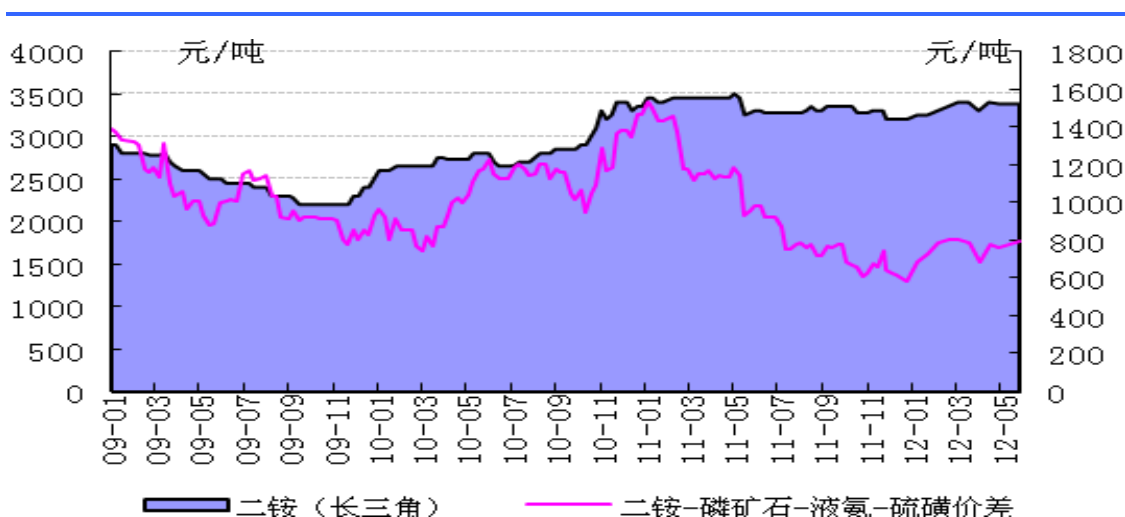
高贸易业务的利润率。

5、磷肥市场

公司 60 万吨磷肥项目预计在 6 月份开始生产。当前作为获取采矿权的筹码，国内多套磷肥产能正在如火如荼的建设中，供给宽裕。不过从长期的角度来看，5 万吨、10 万吨级别的产能装置正在加速淘汰，磷矿一体化是行业发展的趋势。兴发集团具有规模优势、原料优势和运输成本优势，将受到行业整合的利好。

二铵夏季用肥不多，目前国内市场基本无发货，64%二铵主流预收到站3300-3350元。以往印度占到我国磷肥出口的六成左右。由于印度本土经济困境，预期今年二铵进口数量减少于往年，因此国内部分二铵出口企业选择减产以平衡市场供需矛盾。据了解，贵州、云南地区均有大型生产企业二铵装置负荷在50%左右。不过随着目前东南亚、澳洲市场需求转好，弥补了部分对印度市场的二铵缺口，主流 fob 价560-580美元/吨。印度最新合同敲定，有利于我国后期二铵出口形势把握，目前580美金的到岸价符合我国出口商不低于550美金离岸价要求，随着东南亚市场需求抬升，预计我国二铵价格仍有上行空间。

图表 4：国内磷肥价格及价差走势



资料来源：百川资讯，航天证券研发部

6、投资建议

预计公司 2012 年的 EPS 为 0.93 元，相对于 2011 年有 39%的增长，当前 PE 为 24.02 倍，按 28-30 倍的估值中枢给予 26.04-27.9 的目标价，给予增持评级。长期看好磷矿石的资源价值，公司在磷矿储量和产量上都领先，十二五磷矿石产量将实现翻番，是磷矿石概念的优质标的。

附注：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元	20010	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	20010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1229	1465	1289	1557	2474	营业收入	4678	6569	7643	8719	9434
现金	183	424	100	202	1024	营业成本	3965	5660	6517	7420	7895
交易性投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	61	87	99	113	123
应收票据	157	119	139	158	171	营业费用	125	140	153	174	189
应收款项	275	201	228	260	281	管理费用	106	175	191	218	236
其它应收款	7	39	38	44	47	财务费用	140	182	228	194	182
存货	459	562	648	737	784	资产减值损失	10	5	5	6	7
其他	148	119	137	155	165	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
非流动资产	4963	6784	6529	6290	6066	投资收益	17	11	11	11	11
长期股权投资	194	265	265	265	265	营业利润	287	331	460	604	813
固定资产	3327	4076	3955	3781	3617	营业外收入	22	22	20	20	20
无形资产	537	696	626	563	507	营业外支出	70	47	45	45	45
其他	904	1748	1684	1680	1678	利润总额	239	306	435	579	788
资产总计	6192	8249	7818	7847		所得税	51	73	96	127	173
流动负债	1133	2794	2182	1768	1857	净利润	187	233	339	452	614
短期借款	200	486	883	300	300	少数股东损益	4	1	0	0	0
应付账款	352	446	513	584	622	归属于母公司净利润	183	232	339	452	614
预收账款	117	232	230	262	279	EPS (元)	0.50	0.64	0.93	1.24	1.68
其他	465	1630	556	622	657	主要财务比率					
长期负债	3089	2946	2788	2778	2768		20010	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	2896	2698	2738	2728	2718	年成长率					
其他	193	248	51	51	51	营业收入	54%	40%	16%	14%	8%
负债合计	4222	5740	4970	4547	4626	营业利润	97%	15%	39%	32%	34%
股本	365	365	365	365	365	净利润	32%	27%	46%	33%	36%
资本公积金	609	625	625	625	625	获利能力					
留存收益	702	898	1237	1689	2303	毛利率	15%	14%	15%	15%	16%
少数股东权益	277	610	610	610	610	净利率	4%	4%	4%	5%	7%
母公司所有者权益	278	1888	2227	2679	3294	ROE	66%	12%	15%	17%	19%
负债及权益合计	4778	8238	7807	7836	8530	ROIC	8%	8%	8%	10%	11%
现金流量表						偿债能力					
单位：百万元	20010	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	68%	70%	64%	58%	54%
经营活动现金流	386	557	734	908	1034	净负债比率	56%	52%	47%	39%	36%
净利润	0	0	339	452	614	流动比率	108%	52%	59%	88%	133%
折旧摊销	0	0	285	269	254	速动比率	68%	32%	29%	46%	91%
财务费用	0	0	228	194	182	营运能力					
投资收益	0	0	-11	-11	-11	资产周转率	0.76	0.80	0.98	1.11	1.10
营运资金变动	0	0	-108	3	-7	存货周转率	9.79	11.08	10.77	10.72	10.38
其它	0	0	1	1	1	应收帐款周转率	20.59	27.60	35.61	35.73	34.84
投资活动现金流	-873	-1606	-30	-30	-30	应付帐款周转率	13.03	14.20	13.60	13.52	13.10
资本支出	0	0	-30	-30	-30	每股资料 (元)					
其他投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.50	0.64	0.93	1.24	1.68
筹资活动现金流	533	1286	-1028	-776	-182	每股经营现金	1.06	1.52	2.01	2.48	2.83
借款变动	0	0	-613	-593	-10	每股净资产	0.76	5.17	6.09	7.33	9.01
普通股增加	0	0	0	0	0	每股股利	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值比率					
股利分配	0	0	0	0	0	PE	44.41	35.02	24.02	18.01	13.25
其他	0	0	-415	-183	-172	PB	29.24	4.31	3.65	3.04	2.47
现金净增加额	46	236	-324	102	822	EV/EBITDA	51.26	41.71	30.34	27.65	23.63

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