

兴发集团 (600141.SH) 化学原料行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

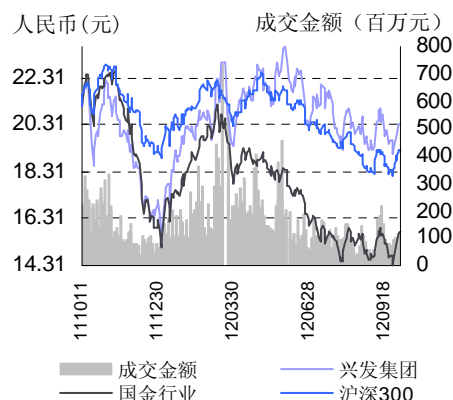
市价(人民币): 20.31元

目标(人民币): 24.20元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	359.80
总市值(百万元)	74.23
年内股价最高最低(元)	23.63/15.32
沪深300指数	2324.12
上证指数	2119.94



相关报告

1. 《强强联合有望助力公司发展》, 2011.11.23
2. 《长期受益于磷矿整合大趋势》, 2011.11.22
3. 《行业集聚和新价值创造双轮驱动》, 2011.10.31

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

数“矿电磷”龙头，还看兴发

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.454	0.607	0.934	1.125	1.685
每股净资产(元)	4.63	5.20	6.13	7.26	8.94
每股经营性现金流(元)	1.06	1.52	2.37	2.81	3.76
市盈率(倍)	44.16	28.14	21.81	18.12	12.10
行业优化市盈率(倍)	38.15	16.35	28.12	28.12	28.12
净利润增长率(%)	43.41%	33.69%	53.87%	20.38%	49.74%
净资产收益率(%)	9.81%	11.69%	15.24%	15.50%	18.84%
总股本(百万股)	365.48	365.48	365.48	365.48	365.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球磷矿供给集中，需求稳定，品位降低，价格将持续增长。**USGS 数据显示，2011 年全球磷矿产量 1.91 亿吨，其中中国产量 7200 万吨居首位，然而摩洛哥以 500 亿吨储量占全球 70.4%，中国储量仅占 5.2%，未来全球产能和出口将向非洲集中。当前非洲出口占全球 50%，但品位持续下滑，SEI 认为全球磷矿总产量峰值点在 2035 年。磷矿需求 70% 在磷肥，由于美国玉米乙醇支持政策到期，磷肥需求缺乏爆发性，预计全球磷矿需求年均增长 5% 左右。我国富矿价格已涨至历史高位，预计仍将保持高位运行，但中、贫矿价格短期承压，贫富矿价差将持续扩大。
- **贫富矿价差扩大，凸显公司选矿和水电竞争力：**磷矿和电力决定了磷化工成本，其关键环节在于磷酸。当前电、磷矿成本占热法磷酸 50%、29%，而磷矿、硫酸、电占湿法磷酸成本 45%、26% 和 5%。湿法较热法成本低 32%，但兴发自供电 40% 后可使价差缩小至 25%，并可使 STPP 毛利率由 3% 上升至 12.5%。湿法磷酸必须使用高品位粉矿，公司选矿项目将实现贫矿有效利用，30%~40% 的毛利率和 11% 的税后内部收益率。
- **公司磷矿资源丰富，新磷矿 2014 年起投产，磷肥四季度投产。**公司现有磷矿非权益储量 2.2 亿吨，产能 295 万吨。根据探矿项目建设进度，瓦屋四矿段预计在 2014 年起贡献产能；树空坪、店子坪矿业则预计在 2014、2016 年分别贡献 80、125 万吨年产能。目前宜都 60 万吨 DAP 已进入试车阶段，四季度投产，且公司前期已通过贸易业务树立磷肥品牌，打开市场。
- **公司以深加工换资源，是湖北磷矿整合的主要受益标的：**磷矿占 STPP 成本仅为 14.8%，磷矿石加工成 STPP，产值扩大到接近 7 倍，对当地经济和税收的贡献也会相应成倍增长。深加工符合地方政策导向，公司凭借宜昌境内宜都、猇亭和襄阳三大园区的磷铵、食品及电子级磷酸等项目的超 200 亿规划投资，将在湖北整合中充分受益。

估值

- 综合考虑公司磷化工区域龙头属性，预测 12~14 年 EPS 为 0.93、1.13 和 1.69 元。公司定增 6991 万股预案已获证监会批准，对应摊薄后 EPS 为 0.78、0.94 和 1.41 元。给予 12 年 26 倍 PE，目标价 24.2 元。

风险

- 宏观经济下滑，贸易坏账上升；新产能的建设进度不达预期

内容目录

磷化工：电力和磷矿是两大主线.....	4
湿法磷酸成本低 30%，选矿项目空间大.....	4
硫磺价格制约湿法成本，黄磷整合势在必行	6
磷矿加工成 STPP，产值翻 7 倍.....	7
“矿电磷”是公司业务的核心	9
丰厚磷矿资源是公司竞争力的保证.....	9
水电是公司盈利能力的支柱之一	12
重点发展猇亭、宜都和襄阳园区	13
公司价值在转变中显现.....	17
公司收入和利润构成分析	17
磷矿就地深加工是大趋势	18
贸易业务的规模效应体现	20
盈利预测与估值.....	23
风险提示	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

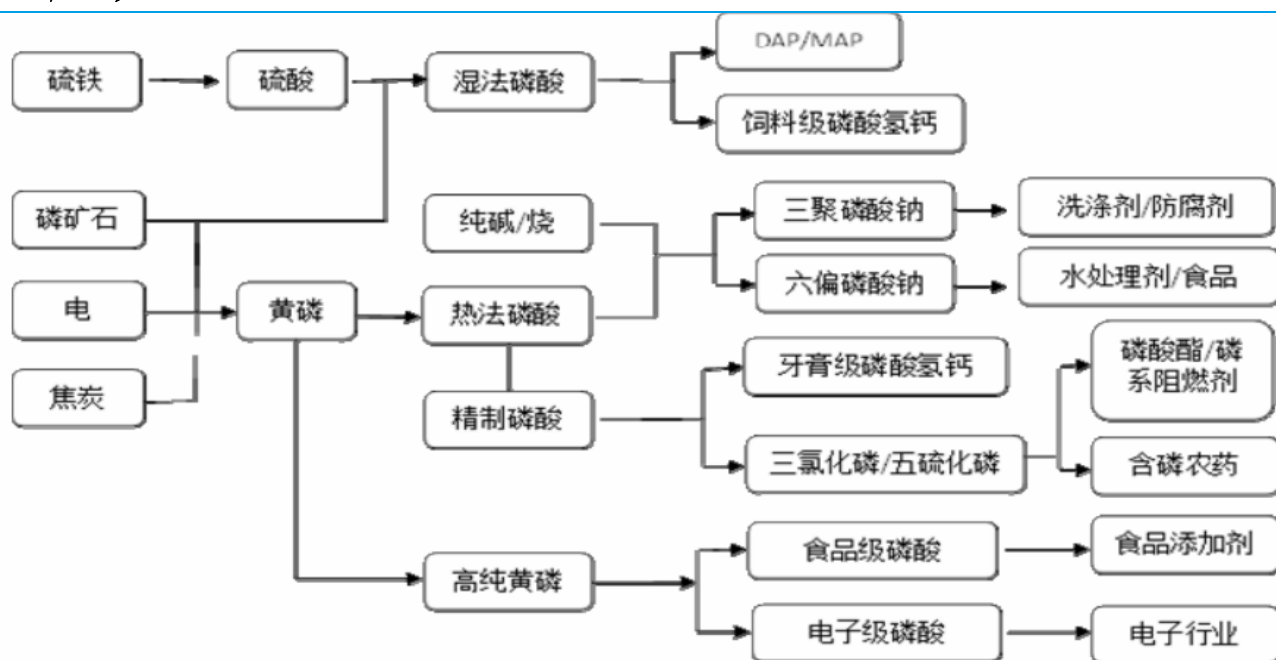
图表 1：磷化工产业链.....	4
图表 2：三种磷酸制取工艺比较	5
图表 3：热法磷酸成本以电为主	5
图表 4：湿法净化磷酸成本以磷矿和硫酸为主	5
图表 5：我国磷矿石消费分布	6
图表 6：30%以上富矿占比仅 9%（2007）	6
图表 7：我国硫磺进口依存度较高	6
图表 8：硫磺与硫酸价格	6
图表 9：热法磷酸产业链及物料平衡示意图.....	7
图表 10：湿法磷酸产业链及物料平衡示意图.....	7
图表 11：三聚磷酸钠成本构成（热法）	7
图表 12：黄磷成本构成.....	7
图表 13：自供电比例与 STPP 毛利率的关系	8
图表 14：非洲磷矿出口占全球比例稳定.....	9
图表 15：非洲磷化工出口占全球比例提升	9
图表 16：RFS2 设计的生物燃油路线图（十亿加仑）	9
图表 17：美国磷肥消费总量无明显增长.....	9
图表 18：各省磷资源情况	10

图表 19: 各省磷矿石产量增长 (万吨)	10
图表 20: 各省磷矿石企业数量和平均产量 (万吨)	10
图表 21: 国内外磷矿价差较大	10
图表 22: 国内磷矿价格不断上涨	10
图表 23: 近年磷资源政策一览	11
图表 24: 兴发集团磷矿一览	12
图表 25: 兴山县境内水电资源表 (2010)	12
图表 26: 公司现有水电站情况表	13
图表 27: 公司兴山县布局	13
图表 28: 兴山县 (含神农架) 区域内, 磷矿子公司盈利显著较高	14
图表 29: 公司省内布局	15
图表 30: 公司湖北省内 (除兴山县) 子公司经营情况	16
图表 31: 公司全国布局	16
图表 32: 全国子公司 (除湖北省) 情况	17
图表 33: 公司出口收入和利润占比持续下滑	17
图表 34: 出口毛利率持续下降	17
图表 35: 公司近年的收入增长主要体现在贸易上 (万元)	18
图表 36: 公司利润构成 (万元)	18
图表 37: 公司每吨磷矿创造的价值稳定	19
图表 38: 公司主要产品价格 08 年后基本稳定	20
图表 39: 国内磷矿价格不断上涨	20
图表 40: 公司磷酸盐毛利率下滑	20
图表 41: 国内 DAP 成本构成	20
图表 42: 公司贸易业务毛利率	21
图表 43: 公司总三费比例不断下滑	21
图表 44: 申万贸易三级子行业平均三费率	21
图表 45: 剔除贸易的公司三费率	22
图表 46: 公司剔除贸易前后的净利润率对比	22
图表 47: 销售预测表	23
图表 48: 可比上市公司估值	23

磷化工：电力和磷矿是两大主线

- 公司是我国最大的精细磷酸盐生产企业，也是全球最大的六偏磷酸钠生产企业，拥有工业级、食品级、牙膏级、饲料级等系列产品 50 余个。根据公司 2012 年公司债券募集说明书的披露，公司现有黄磷产能 7.65 万吨、三聚磷酸钠（STTP）26 万吨（18 万吨工业级和 8 万吨食品级）、六偏磷酸钠 4.8 万吨以及次磷酸钠 1.2 万吨，产品出口亚、欧、美、非等全球 30 多个国家和地区，客户包括众多世界 500 强企业，如宝洁、陶氏、联合利华等国际化工巨头。

图表1：磷化工产业链



来源：国金证券研究所

湿法磷酸成本低 30%，选矿项目空间大

- 磷酸生产以热法为主，湿法发展空间大。磷酸是磷化工主要的中间体，其成本和质量对下游有较大影响，工业生产方法分为热法、湿法、密法 3 种路线。热法工艺生产的磷酸产品可以直接作为工业磷酸使用，而湿法、密法工艺生产的磷酸均需要进一步净化才能达到工业级磷酸的质量要求。热法工艺以工业黄磷为原料，经燃烧-氧化、水合-吸收后制得磷酸。湿法磷酸从农用级湿法磷酸出发，通过化学沉淀、溶剂萃取或溶剂沉淀等技术路线制备，目前工业上大规模广泛应用的湿法磷酸净化技术以溶剂萃取工艺为主。密法磷酸技术不成熟。当前，我国热法磷酸主要生产磷酸盐，而的湿法磷酸的约 70%用于磷肥，30%经净化后生产磷酸盐。目前我国仅瓮福集团实现了湿法磷酸技术的成熟工业应用。

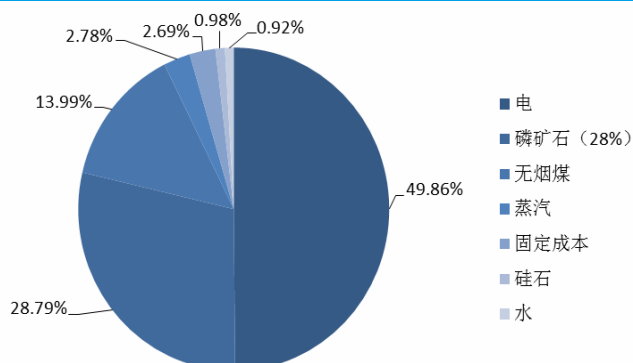
图表2：三种磷酸制取工艺比较

项目	湿法磷酸	热法磷酸	窑法磷酸
原理	用硫酸（也可用盐酸）分解磷矿制取磷酸	黄磷燃烧水合制取磷酸	与热法磷酸工艺基本一致，磷的还原和氧化在同一个设备内进行
磷矿的要求	高品位 P2O5> 30%	P2O5> 25%	中低品位 P2O5> 17%
磷酸质量	27%~ 35%	75%~ 85%	85%左右
主要工艺	二水物流程	一步法和二步法	隧道窑和回转窑
应用	主要用于制造磷肥、工业级磷酸盐和制取饲料级磷酸氢铵、三聚磷酸钠等	生产工业级和食品级磷酸及电子级磷酸盐制品	可用于生产工业级磷酸
优点	设备简单，能耗低，生产成本低	产品浓度高，质量好	利用中低品位磷矿，节能，不受硫资源限制
存在问题	对磷矿石品位要求高；磷酸质量分数低于热法，杂质多	能耗高；生产成本低	球团易结焦；出口窑气温度高，收酸困难；纯度比热法稍低
成本因素	硫磺的价格	电价和黄磷	焦炭和包裹剂

来源：《我国磷酸生产工艺及展望》，国金证券研究所

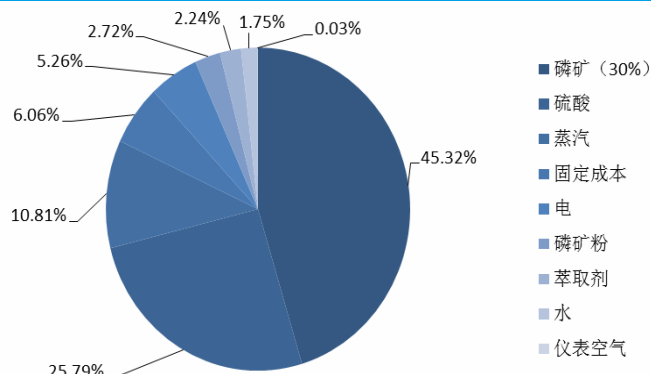
- 当前湿法成本较热法低约 30%。我们根据热法磷酸和湿法净化磷酸的单耗比例和各组价格来计算二者的价格差。在 100%外购电的前提下，1 吨热法磷酸（含配套黄磷）以耗电 6400 度，28%品位磷矿 4.62 吨等单耗指标计算，其 2012 年 9 月的总成本约为 4778 元/吨；同样的，1 吨湿法磷酸消耗 30%磷矿 5.82 吨，硫酸 4.51 吨，总成本约为 3262 元/吨，两者价差为 1516 元/吨，占热法总成本的 31.7%。若以兴发自发电 40%的前提计算，则热法成本 4286 元/吨，湿法成本 3226 元/吨，湿法较热法便宜 24.7%。

图表3：热法磷酸成本以电为主

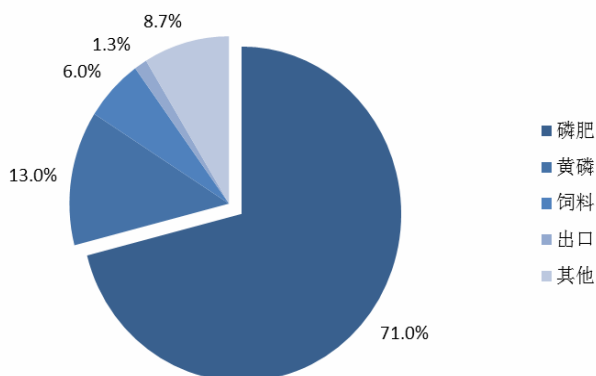


来源：百川资讯，《无机盐工业》，国金证券研究所

图表4：湿法净化磷酸成本以磷矿和硫酸为主

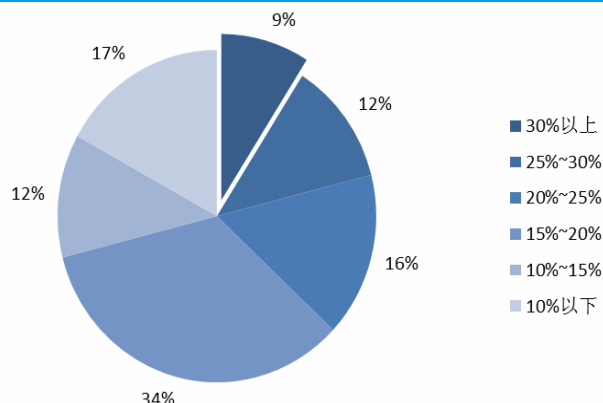


图表5：我国磷矿石消费分布



来源：国金证券研究所

图表6：30%以上富矿占比仅9%（2007）

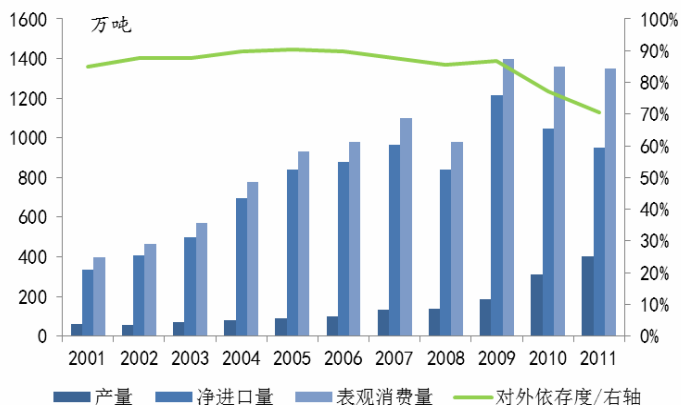


- **富矿衰竭为选矿项目带来增长空间。**热法磷酸企业偏好品位高的块磷矿，因为在消耗同样原料的前提下，高品位磷矿产出磷酸浓度高，经济性强，湿法则必须使用 28%以上品位的粉磷矿。由于我国富矿较少，衰竭速度较快，与中低品位矿的价差拉大将是长期趋势，这将导致湿法磷酸的成本上升，同时也为选矿项目，即将贫矿洗选为富矿带来了发展空间。根据公司披露的选矿项目数据，选矿项目可实现 11%的税后内部收益率，毛利率可达 30~40%。当中低品位和高品位磷矿的价差扩大时，选矿项目的收益会随之扩大，这也是近年来选矿项目数量增加的原因之一。由于选矿产成品均为粉矿，湿法磷酸将从选矿中受益。

硫磺价格制约湿法成本，黄磷整合势在必行

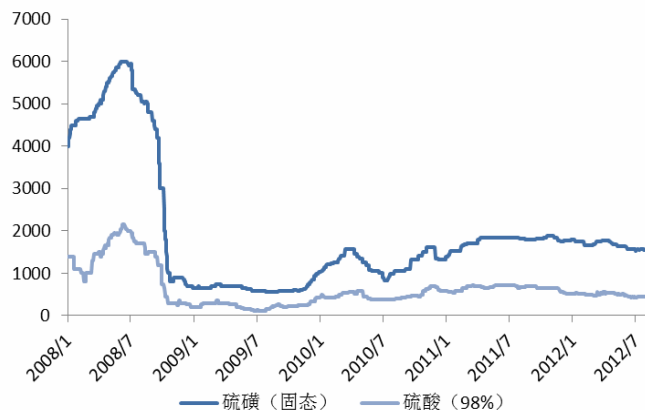
- **我国硫磺价格受制于人，是湿法成本的潜在增加因素。**硫酸主要成本为硫磺，而硫磺的主要来源是石油、天然气的副产品，其生产具有刚性。2011年，我国硫磺产量约 400 万吨，表观消费量 1353 万吨，其中进口达 952 万吨，对外依存度达 70%，是全球硫磺进口第一大国。虽然历年我国硫磺进口量一直占全球总贸易量的 35%~40%，但我国却没有硫磺的定价权，导致进口价格高于摩洛哥等其他国家，这是我国硫酸生产企业多而分散的现状造成的。进口企业各自为战，形不成统一的对外谈判渠道，导致议价能力缺失。虽然十二五期间我国硫磺产能将不断扩张，但短期对外依存度较高的现状难以改变。若国际硫磺价格暴涨，将显著推升湿法磷酸成本。

图表7：我国硫磺进口依存度较高



来源：《硫酸工业》，百川资讯，国金证券研究所

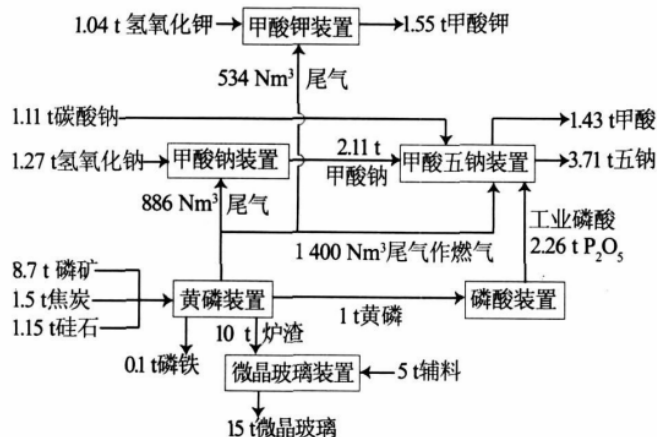
图表8：硫磺与硫酸价格



- **循环经济的热法综合成本低于湿法，黄磷整合势在必行。**根据云天化和云南省化工研究院梅毅、樊蕾等学者 2011 年的测算，湿法磷酸的竞争力有赖于磷石膏及氟硅资源的高附加值综合利用，而热法磷酸必须从黄磷环节开展循环经济。通过黄磷产业中黄磷尾气、磷渣综合利用，在工业电价低

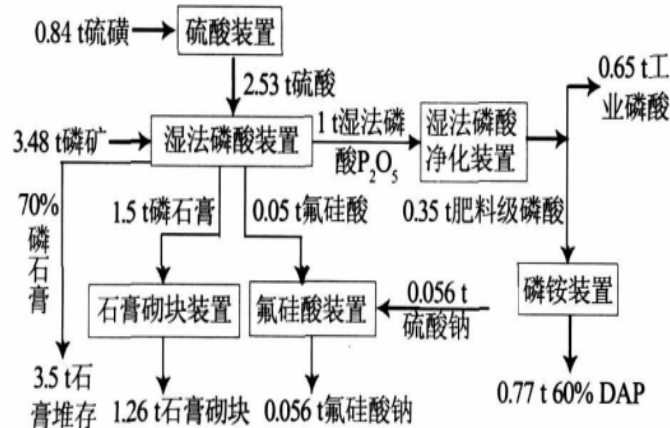
于 1.2 元/度时，热法的综合成本将低于湿法。由于只有大型黄磷企业才有能力开展综合利用，黄磷企业的整合势在必行。

图表9：热法磷酸产业链及物料平衡示意图



来源：《热法磷酸与湿法工业磷酸的技术经济分析》，2011.1

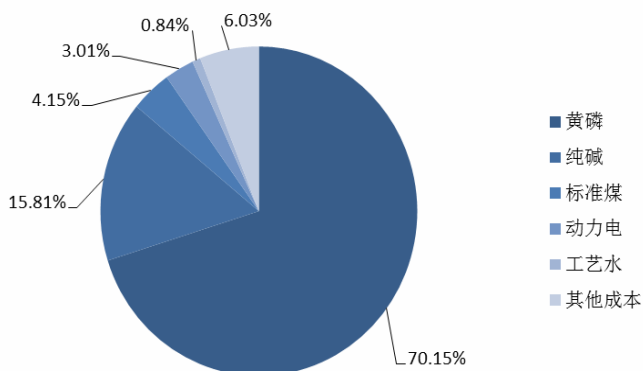
图表10：湿法磷酸产业链及物料平衡示意图



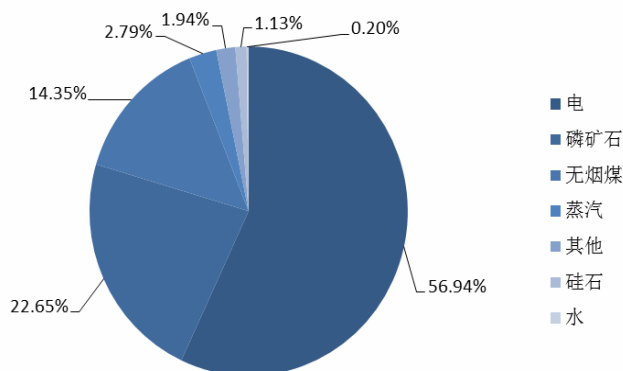
磷矿加工成 STPP，产值翻 7 倍

- 以 STPP 为例分析磷酸盐成本构成。我国生产 STPP 的主要原料是热法磷酸和纯碱，其生产过程为：用磷酸和纯碱进行中和反应，生成含磷酸一钠和二钠的中和液，磷酸一钠和二钠经干燥、聚合生成 STPP，经冷却、粉碎、筛分得 STPP 产品。
- 电力占黄磷成本 57%，占 STPP 成本 47%，必须自供电 40%才能获得 12.5%的毛利率。按热法计算，一吨 STPP 单耗黄磷 0.255 吨，而一吨黄磷需 1.43 万度电，以 0.6 元/度计算，电占黄磷总成本的 57%，再加上 STPP 生产过程中本身需要的 249 度电，电力占 STPP 总成本达 47%。若全部外购，则一吨不含税售价为 5128 元的 STPP，成本为 4971 元，毛利率仅为 3%，厂商将亏损。若以 0.29 元/度的成本实现电力全部自供，则 STPP 的成本为 3763 元/吨，对应的毛利率为 26.6%。以兴发 40%的电力自供比例计算，STPP 的成本可下降至 4488 元/吨，对应的毛利率为 12.5%，与公司定期报告披露的毛利率基本相符。

图表11：三聚磷酸钠成本构成（热法）

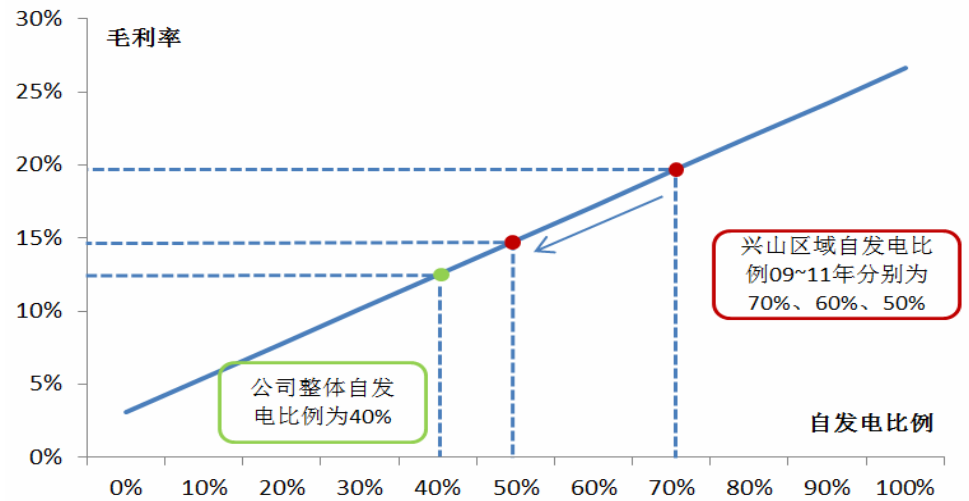


图表12：黄磷成本构成



来源：《无机盐工业》，国金证券研究所

图表13: 自供电比例与 STPP 毛利率的关系 (以 2012 年 9 月价格计算)



来源: 国金证券研究所

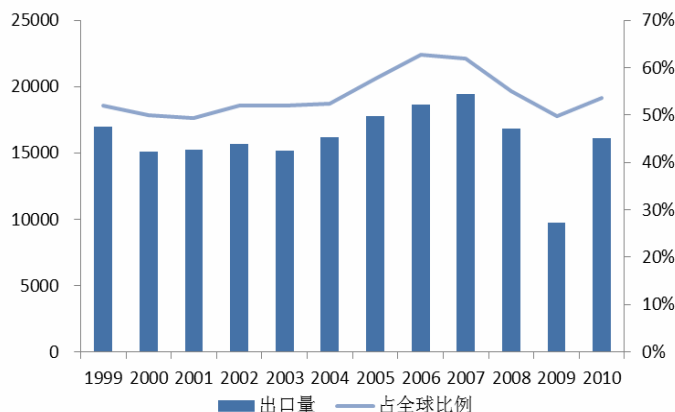
- **磷矿加工成 STPP, 产值可翻 7 倍。**用黄磷占 STPP 成本的 70.15%乘以磷矿占黄磷成本比例的 20.65%, 可算得磷矿占 STPP 的成本为 14.5%。换言之, 如果出售磷矿石可以获得 100 元产值, 加工成 STPP 则可以获得 690 元, 产值扩大到接近 7 倍, 对当地经济和税收的贡献也会相应成倍增长。

“矿电磷”是公司业务的核心

丰厚磷矿资源是公司竞争力的保证

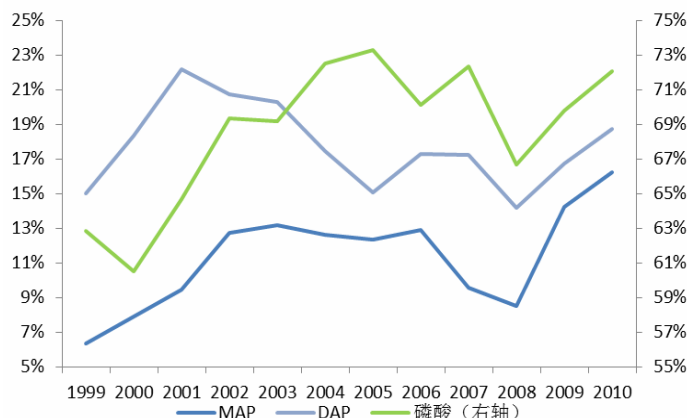
- **非洲将成为全球磷矿石供应的中心。**我们 8 月份的磷行业报告《乱花渐欲迷人眼——磷资源供需的再判断》中详细讨论过全球磷矿石的供需。从供应角度看，美国磷矿石的衰竭及品位降低是具有确定性的长期趋势，世界储量向非洲的集中，将使得未来摩洛哥等非洲、西亚国家成为全球磷资源的主要供应者。当前，非洲磷矿出口量已稳定占据全球超 50% 的份额，但其发展方向已由单纯出口磷矿石转为发展下游深加工产品出口。1999 年非洲磷矿出口占全球比例为 51.4%，2010 年为 53.7%，磷酸占全球出口份额超过 70%，MAP 则由 6% 上升到 16%，两者均较 1999 年上升了 10 个百分点，DAP 份额也增长了约 5%。

图表14：非洲磷矿出口占全球比例稳定



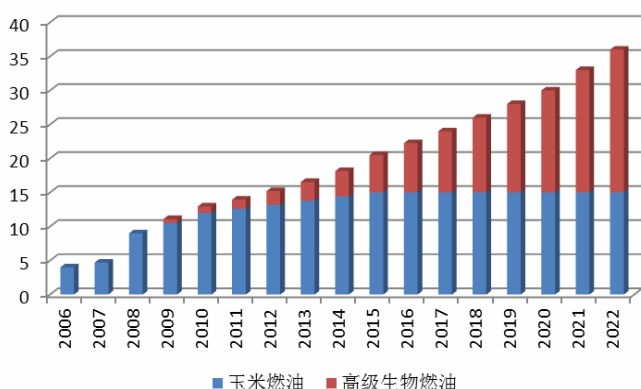
来源：IFA，国金证券研究所

图表15：非洲磷化工出口占全球比例提升



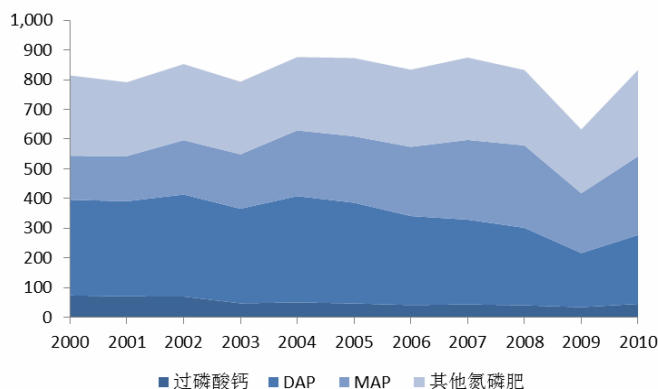
- **占全球磷矿石需求 70% 的磷肥增长较稳定。**全球农业对应的磷肥需求和人口增长以及伙食改善有关，是一个长期的稳定增长值。2007 年底美国的生物乙醇政策（可再生燃油标准，RFS2）曾被认为是全球磷价格上涨的推手，但政策推动的 2011 年玉米乙醇使用已达顶峰，掺烧主流的 E10 汽油也接近饱和，磷肥爆发增长的可能较小。

图表16：RFS2 设计的生物燃油路线图（十亿加仑）



来源：Congressional Research Service, USDA，国金证券研究所

图表17：美国磷肥消费总量无明显增长



- **我国磷矿集中度提高是大趋势。**我国磷矿集中在云南、湖北、贵州、四川和湖南五省，该五省占全国磷矿储量总比例达 77%，产量占 98%。与兴发所在的湖北相比，其余磷矿大省的资源集中度更强。2011 年湖北磷矿企业总数量 66 家，平均产量 42 万吨，而云南拥有企业 27 家，平均产量 83 万吨；贵州 19 家，平均产量 108 万吨；四川 17 家，平均产量 56 万吨。湖北的企业总数量最高而平均产量最低，表明相对其他省份的整合空间最

大。从品位上看，全国平均品位仅 17%，与国际磷矿石大国美国、摩洛哥的 30%左右相比较低。富矿的衰竭将迫使企业投资选矿项目，推升磷矿成本并传递至价格。

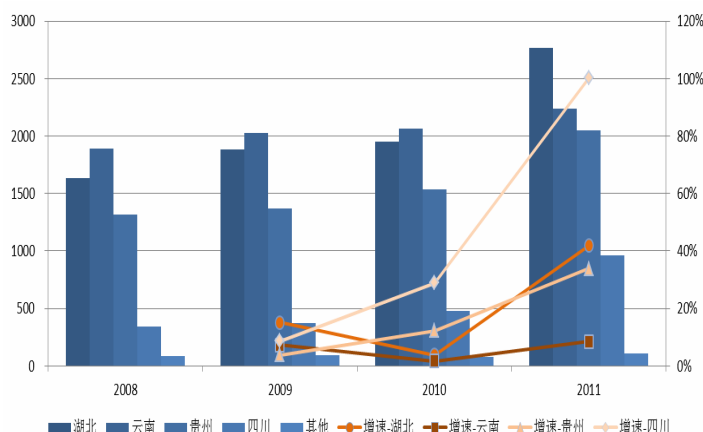
图表18：各省磷资源情况

省份	储量(矿石)		储量 (P205)		平均品位
	储量 (亿吨)	占比	储量 (亿吨)	占比	
云南	40.2	22.94%	8.94	28.17%	22.20%
湖北	30.4	17.35%	6.8	21.42%	22.34%
贵州	27.8	15.86%	6.2	19.53%	22.30%，其中开阳 33.30%
四川	16.0	9.13%	3.5	11.03%	21.20%
湖南	20.0	11.41%	3.25	10.24%	16.00%
合计	134.4	76.70%	28.69	90.39%	-
全国	175.23	100%	31.74	100%	16.95%

来源：开磷集团 2010 公司债评级报告书，国金证券研究所

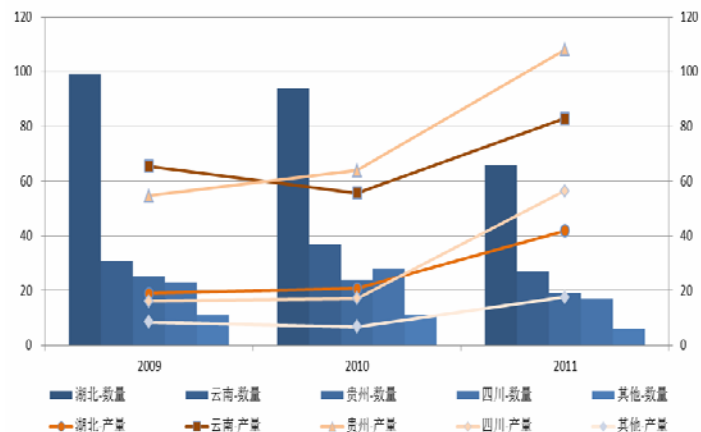
- **政策推动磷矿资源整合。**为了实现资源的有效利用，提升磷资源价值，各省纷纷推出一系列保护政策，并对中小磷矿进行整合。在整合浪潮下，各省企业数量不断缩减。以湖北省为例，09 年的 99 家企业已缩减至 2011 年的 66 家，减少了三分之一，平均每家企业产量则由 19 万吨上升至 42 万吨。磷肥企业也存在相同趋势，2011 年企业数量由 366 个下降到 232 个，平均资产由 1.5 上升到 3 亿元，平均产量则由 4.7 上升到 6.3 万吨。

图表19：各省磷矿石产量增长（万吨）

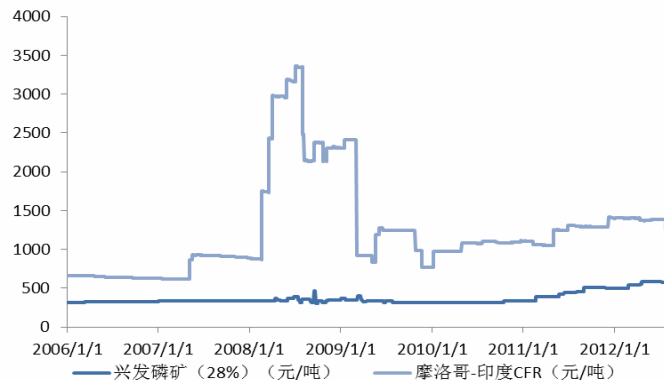


来源：国金证券研究所

图表20：各省磷矿石企业数量和平均产量（万吨）

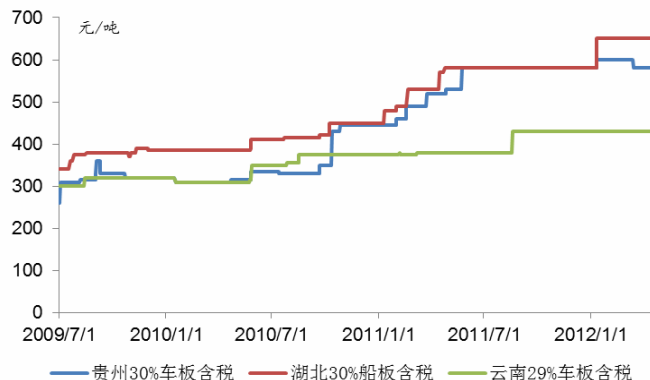


图表21：国内外磷矿价差较大



来源：Bloomberg，百川资讯，国金证券研究所

图表22：国内磷矿价格不断上涨



图表23：近年磷资源政策一览

时间	政策	内容
2011.4	贵州当地实行“一票通”政策	“一票通”系统包括开采计划、运销次序、矿产品品味、票证加密、车辆通关、税费数据、后台稽查、统计分析、远程监控、语音调度等管理功能。
2011.7	湖北省《关于进一步加强磷矿高磷铁矿开发利用管理的意见》	设立若干省级磷矿规划区，对规划区内所有矿种探矿权、采矿权暂停审批。对湖北境内的磷矿实施限采，并将逐步重组和关闭产能在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，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。
2011.7	湖北省《湖北省磷矿资源规划》	通过对磷矿资源及生产要素重组来推进矿山与下游加工企业双向参股，从而形成采选加工联合产业体。
2011.8	《化工矿业“十二五”发展规划》	1、合理调控化工矿产开采规模，通过整顿和规范矿产资源开发秩序，推进资源开发整合，使得矿产资源开发利用布局不断优化，集中度提高，到2015年，大中型化工矿山比例达到20%以上。2、加强中低品位、共伴生化工矿产资源综合利用，矿产资源总回收率提高5%，在国家政策鼓励下磷矿入选矿石品位再下降3~5%，选矿产品占比提高10%，高浓度磷复肥使用选矿产品的比例提高到30~40%，共伴生矿产综合利用率提高10%。3、矿山废水、废气达标排放，固体废弃物排放减少30%
2011.9	工信部《磷铵行业准入条件》	三年内，原则上不再新建或扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置（按照区域规划搬迁项目除外）。新建和改扩建磷酸及配套的磷铵生产企业。对不符合本准入条件的新建或改扩建湿法磷酸及磷酸二铵、磷酸一铵生产项目，节能、安全、环保部门不得办理审批手续，金融机构不得提供信贷支持，电力供应部门要依法停止供电。地方人民政府依法责令关闭的企业，工商行政管理部门依法责令其办理注销登记或吊销营业执照。
2011.11	湖北省加快全省磷矿和化肥促进整合升级的意见	加强磷矿资源开发利用管理。切实加强磷矿资源勘探、开采、保护和利用管理。科学编制磷矿资源开发、磷化工发展规划，开展规划环境影响评价，引导磷肥产业合理布局，大力推进磷矿资源整装勘查和开发，鼓励贫富兼采，优化资源配置，使磷矿资源进一步向大型重点磷化工企业和优势企业集中。
2012.2	云南停征矿产资源使用费	云南省国土资源厅、省财政厅公布通知，云南省正式取消征收矿产资源有偿使用费。对企业2012年2月1日前应缴未缴的矿产资源有偿使用费，由属地国土资源部门在2012年10月31日前进行汇算清缴，并足额征收入库。从2012年10月31日后，《云南省矿产资源有偿使用费征收和使用办法》（云政发〔2008〕241号）及其配套文件停止执行，并办理票据缴销等手续。
2012.8	鄂湘川黔滇磷矿资源五项创新制度	湖北省国土资源厅印发《鄂湘川黔滇磷矿资源开发准入管理办法》、《鄂湘川黔滇磷矿矿业权规范投放管理办法》、《鄂湘川黔滇磷矿年度开采总量调控管理办法》、《鄂湘川黔滇磷矿监管联席会议办法》、《磷矿企业社会责任年度报告制度》等五项创新制度。制度关键部分内容集中体现为：一方面，提高磷矿资源开发的准入门槛，一些中小型的矿厂将被整合，加强资源优化配置；另一方面，对鄂湘川黔滇五省磷矿年度开采总量进行调控，规定具体开采数量。
2012.8	贵州省大力推进煤电磷等“四个一体化”	贵州省召开矿产资源一体化开发利用工作会议，强调将在贵州省内大力推进煤电磷、煤电铝、煤电钢、煤电化“四个一体化”，促进矿产资源综合开发利用。

来源：国金证券研究所整理

- **兴发集团磷矿产能充裕。**公司现有采矿证和探矿证的非权益磷矿储量约2.2亿吨（权益储量1.9亿吨），2011年产能为260万吨，产量为220万吨，其中自用约80万吨，对外出售约140万吨，截止2012年中报，公司磷矿产能扩展至295万吨/年。树崆坪磷矿已开始做基建的前期准备，预计2013年底形成产能；店子坪磷矿目前尚不具备开采的基础设施，投入生产的时间将更晚；瓦屋四探矿项目2013年可少量带矿，产能到2014年才能投放。因此，综合预计公司2014年的产能将超过395万吨，2016年可超过520万吨。除此之外，选矿项目将对公司磷矿产出带来显著提升。去年7月投建的树空坪120万吨重介质选矿项目（第一期60万吨已进入试车阶段）可以收购周边矿山的低品位资源，并加工成精矿使用或出售，增强对磷矿石的控制力。

图表24：兴发集团磷矿一览（拥有采矿证和探矿证的非权益储量）

所属公司	矿区名称	储量（万吨）	产能（万吨）
保康楚烽	白竹矿区	7300	100
树空坪矿业	葛坪	462	20
	申家山	732	25
	蒋家湾	450	20
神农架武山矿业	武山磷矿	600	50
兴盛矿产	兴隆等磷矿	6500	80
枫叶化工	树崆坪矿业	3003	80
	店子坪	3023	125
	总计	22069	500

来源：公司公告，国金证券研究所

- **兴发集团的磷矿整合空间较大。**2011 年全年，排除兴发集团的湖北省磷矿企业 62 个，平均磷矿产量 40.4 万吨，而兴发旗下处于生产阶段的四个矿业公司平均产量为 55 万吨，明显高于湖北均值。这表明，一方面公司的磷矿资源在湖北省排名前列，另一方面公司磷矿产量占湖北全省量的 9%，储量占全省 12%，空间大，是湖北整合主要的获利标的。

水电是公司盈利能力的支柱之一

- **兴山县的水能资源得天独厚。**兴山县城内有大小溪河 156 条，香溪河和凉台河两大水系横贯全县，县境内地表径流年平均产水量 20.96 亿立方米，河流自然坡度大，垂直高差 2317.4 米，全县水能理论蕴藏量达 31.82 万千瓦，可开发量 24.24 万千瓦。目前全县已建成水电站 71 座，装机 153 台，容量 19.5 万千瓦，占全县可开发量的 80.6%，人平拥有装机 1.1 千瓦，年发电量 6.3 亿千瓦时。

图表25：兴山县境内水电资源表（2010）

兴山县水系	河道全长	流域面积	理论水能蕴藏量（万 KW）	水能可开发量（万 KW）	现有电站	拟建电站
良斗河水系	60.4km	426km ²	1.51		2 座 3 台容量 3600KW	5 座 10 台 7300KW
香溪河水系	78km	2971km ²	30.3	23.08		
古夫河支流	68km	1189km ²	16.08	11.25	15 座 31 台 84460KW	12 座 22 台 27630KW
南阳河支流	32km	673km ²	7.2	6.06	16 座 39 台 60240KW	1 座 2 台 640KW
高岚河支流	60km	1023km ²	7.02	5.67	29 座 59 台 43805KW	11 座 22 台 12060KW

来源：兴山县人民政府，国金证券研究所

- **公司拥有的水电站资产均位于香溪河水系。**香溪河是兴山县最大的一条水系，发源于神农架林区，流经县内 78 km，至游家河进入秭归，在香溪口注入长江。总流域面积 2971 平方千米（县域内 2106 km²、林区 865 km²）。年产水总量 19.56 亿立方米，占全县的 93.27%，平均坡降 14.2‰。理论水能蕴藏量 30.3 万 KW，可开发 23.08 万 KW，下属南阳河、古夫河、高岚河三大支流。
- **公司现有水电发电能力 14 万千瓦，年发电量 5.6 亿千瓦时，占香溪河流域现有电站总发电能力的 74%。**公司在兴山县内用电自供比例达 70%，总自供能力为 40%，由于公司自用电成本在 0.29 元/度，而外购电的成本约为 0.6 元/度，因此若以年设计发电量 100%使用计算，全年水电业务可为公司节省成本 1.7 亿元，相当于 2011 年公司主营业务成本的 3%，利润总额的 57%。

图表26：公司现有水电站情况表

电站	装机容量(kw)	年设计发电量(万 kwh)	收购/获得时间
高岚河流域	石家坝电站	3750	2001
	杨道河电站	7500	2001
	朝天吼电站	5000	2003
	孔子峡电站	4000	1999
	雾龙洞电站	960	1999
	高岚河电站	1050	1999
	白鸡河电站	4000	1999
	门家河电站	2500	2004
古夫河流域	花坪电站	1030	2004
	古洞口电站	45000	2010
	满天星电站	11000	2004
南阳河流域	黄龙洞电站	640	2004
	茅龙山电站	500	2004
	南阳河电站	12600	1996
	九冲河电站	6400	2000
	苍坪河电站	9100	2003
	猴子包电站	10700	2003
	三堆河电站	14500	2001
合计	140230	56266	

来源：公司公告，网络公开资料，国金证券研究所整理

重点发展猇亭、宜都和襄阳园区

- **磷、电资源奠定兴山本部发展基石。**公司前身是上世纪八十年代兴山县的黄磷厂，于 1994 年在兴山县定向募集设立，其白沙河和刘草坡工厂是公司发展初期的主要生产资料，同时，兴盛、兴营为公司提供磷矿资源，南阳、古夫、高岚流域的电站为公司供应电力，可以说，公司从诞生起便具有得天独厚的“矿电磷”优势。1999 年上市时，公司集中获得了高岚河流域四座水电站，并到 2004 年基本完成了公司的水电收购。由于“矿”和“电”资源的调配具备鲜明的政府筹划特征，公司的发展一直得力于当地政府的大力支持。

图表27：公司兴山县布局



来源：国金证券研究所

- **兴山县产能仍有发展空间。**兴山县（含神农架）区域内共有直属化工厂四座，子公司 10 个，其中树空坪、兴盛和神农架武山矿业具有磷矿资源，兴营和耿家河具有硅石、煤炭资源，其余子公司则从事矿山服务和贸易，为公司磷矿开采服务。因而，在兴山县域内实际贡献收入和利润的是直属化工厂和三个磷矿子公司。由于产能较陈旧，公司近年将投资对传统磷化工生产设备进行升级改造，使兴山本部保持磷化工竞争力，避免成为单纯的磷矿供应基地。

图表28：兴山县（含神农架）区域内，磷矿子公司盈利显著较高

子公司全称	所在地	类型	净利润 (万元)	净资产(万 元)	净资产收 益率	成立/取 得时间	业务性 质
兴山县兴营矿产有限公司	宜昌市兴山县	全资	33.63	1073.51	3.13%	2003	采掘业
兴山县峡口港有限公司	宜昌市兴山县	全资	207.33	6389.69	3.24%	2004	贸易
兴山县耿家河煤炭有限公司	宜昌市兴山县	全资	(540.17)	982.22	-54.99%	2006	采掘业
兴山巨安爆破工程有限公司	宜昌市兴山县	全资	6.22	225.32	2.76%	2007.8	服务
兴山县红星矿业有限公司	宜昌市兴山县	全资	252.35	1007.03	25.06%	2009	服务
兴山安捷电气检测有限公司	宜昌市兴山县	全资	18.19	63.13	28.81%	2009	服务
兴山县瑞泰矿山技术咨询服务有限公司	宜昌市兴山县	全资	0.49	300.50	0.16%	2011.5	服务
兴山县树空坪矿业有限公司	宜昌市兴山县	全资	776.69	7263.44	10.69%	2010	采掘业
兴山县兴盛矿产有限公司	宜昌市兴山县	全资	9068.97	19120.61	47.43%	2001.12	采掘业
神农架武山矿业有限公司	神农架	控股	479.92	5716.40	8.40%	2006	采掘业
平均			1030.36	4214.19	24.45%	2006.7	

来源：国金证券研究所，表中数字为 2011 年报数据，用斜体字显示的子公司具有磷矿资源

- **2004 年起重点布局宜昌、襄阳。**在兴山县内发展成熟后，2004 年公司在宜昌猇亭成立了楚磷化工，标志着公司三大园区之一——猇亭精细化工园的建设开始。2008、2009 年，公司在猇亭工业园区先后设立兴瑞化工和兴福电子，巩固了猇亭园区的主导地位。为了给磷化工提供配套资源，公司先后通过保康楚烽化工和宜昌枫叶化工获得了磷矿。2011 年，公司分别在襄阳和宜都开始了两个重点园区的建设，并得到了当地政府的大力支持。未来这两个园区的建成，有望在为公司创造效益的同时，带来更多的政策倾斜，一定程度上，这是兴山本部模式的扩展。

图表29：公司省内布局



来源：国金证券研究所

- **猇亭、襄阳、宜都园区将成为公司“十二五”主要发力点。**正如前文对磷化工的分析，由于缺乏水电和磷矿资源，当前猇亭区子公司的净资产收益率较低。湖北省内的子公司平均净利润也只有 540 万，仅为兴山县的一半，但平均净资产是兴山县的五倍，这主要是因为猇亭、宜都和襄阳三大园区均处于建设期。猇亭的盈利能力到“十二五”期末有望完全释放，宜都园区 836 项目于 2013 年才能产生效益，而襄阳园区的建成要等到五年以后。
- **猇亭园区：**2006 年发展至今，虽已形成年产值近 50 亿元，但规划项目全部建成投产还需 2-3 年时间。公司估计待园区所有项目全部达产后，年销售收入将突破 200 亿元。
- **宜都园区：**2009 年开始大规模建设，其中“836”项目，即 80 万吨硫酸、30 万吨湿法磷酸、60 万吨 DAP 是重中之重。预计该园区完全建成至少还需投资 70 亿元，花费数年时间。目前，该园区销售收入尚未过亿，园区所有项目建成后，将实现过百亿的收入。公司定增后将收购 49% 的宜都股权，使其成为全资子公司，增强业绩。
- **襄阳园区：**2011 年起，公司已规划投资百亿新建兴发襄阳园区，在 10 万吨/年食品级磷酸盐配套 5 万吨/年黄磷外，将有后续产能规划。该园区预计需要 5-10 年才能建成。
- **预计枫叶化工磷矿产能在 2014、2016 年投放。**公司近期注入的枫叶化工树空坪磷矿预计在 2013 年底投产，而店子坪尚缺乏基础设施，预计到 2016 年可能投产。两矿的产能 80、125 万吨/年，对三大园区的盈利能力构成强大支撑。

图表30：公司湖北省内（除兴山县）子公司经营情况

子公司全称	所在地	类型	净利润（万元）	净资产（万元）	净资产收益率	成立/取得时间	业务性质
宜昌楚磷化工有限公司	猇亭区	全资	822.67	14551.50	5.65%	2004	化工
宜昌市兴磷科技有限公司	猇亭区	全资	3.02	5120.29	0.06%	2008.8	检测服务
湖北兴福电子材料有限公司	猇亭区	控股	90.98	14358.68	0.63%	2009.1	化工
湖北兴瑞化工有限公司	猇亭区	控股	101.72	61944.47	0.16%	2010	化工
宜昌古老背港务有限公司	猇亭区	孙公司	-	-	-	2010	服务
宜昌禾友化工有限公司	西陵区	孙公司	-	-	-	2009	化工
宜昌兴发贸易有限公司	开发区	全资	902.59	6111.69	14.77%	2009	贸易
湖北兴发化工进出口有限公司	解放路	全资	195.89	4050.34	4.84%	2006	贸易
宜都兴发化工有限公司	宜都市	控股	67.04	49750.92	0.13%	2011	化工
宜昌枫叶化工有限公司（磷化集团）	沿江大道	孙公司	-	-	-	2012.6	采掘业
保康楚烽化工有限公司	襄阳市	全资	2683.52	30203.69	8.88%	2007	化工
保康庄园肥业有限公司（保康楚烽）	襄阳市	孙公司	-	-	-	2007.12	化工
襄阳兴发化工有限公司（保康楚烽）	襄阳市	孙公司	(2.03)	3997.97	-0.05%	2011.11	化工
平均			540.60	21121.06	2.56%	2009.1	

来源：国金证券研究所，表中数字为 2011 年报数据，用斜体字显示的子公司具有磷矿资源

- 全国布局发展较少，不会影响宜昌产值超 90%的核心地位。标志着公司走出湖北省外的是 2006 年，安宁盛世达的建立。2008 年，公司进入广西和江苏，分别收购扬州葛洲坝和广西广正大，并更名为瑞阳和广西兴发，其生产重点都是磷酸。2012 年，公司在省外布局开始发力，先与瓮福集团合作建立贵州兴发，交流磷化工技术与经验，并建立新疆兴发以利用当地天然气资源，规避国内天然气涨价大背景下对公司成本的冲击。由于二甲基亚砷占公司产品利润比例较小，省外布局近几年内都不会影响宜昌地区产值占公司比例超 9 成的现状。公司认为，对内稳定发展是公司存在发展的主心骨，直至公司认为宜昌基地的业务能够为公司对外扩张提供充足保障时，才会考虑对外扩张。

图表31：公司全国布局



来源：国金证券研究所

- 出口占比减小，国内重要性提升。由于全国布局的重点公司，贵州兴发和新疆兴发形成有效产能尚需要两年左右的时间，因此省外公司整体而言对公司业绩无贡献。值得一提的是，除了新疆、贵州的重点化工企业外，公司新设的省外贸易子公司数量明显增加，2010 至今先后设立了巴西、美

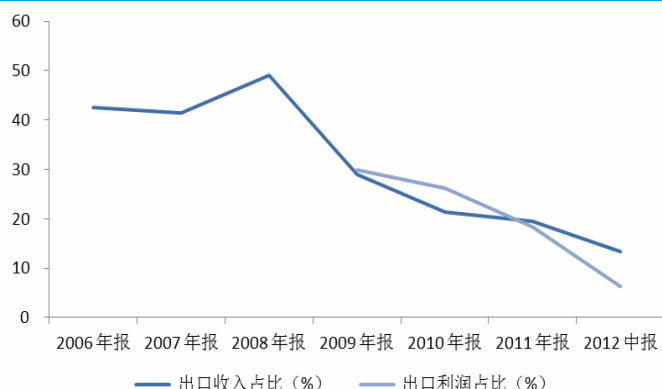
国、香港等三家海外机构，但由于公司出口收入占比明显下滑且毛利下降，未来公司发展的重心仍在国内。

图表32：全国子公司（除湖北省）情况

子公司全称	所在地	类型	净利润（万元）	净资产（万元）	净资产收益率	成立/取得时间	业务性质
安宁盛世达化工有限公司	云南省安宁市	控股	151.12	862.63	17.52%	2006	化工
扬州瑞阳化工有限公司	江苏省扬州市	全资	47.49	4818.38	0.99%	2008	化工
新疆兴发化工有限公司	新疆阿克苏	全资	-	-	-	2012.2	化工
贵州兴发化工有限公司	贵州省福泉市	控股	-	-	-	2012.6	化工
广东粤兴发进出口（湖北兴瑞）	广州市天河县	孙公司	0.46	5000.46	0.01%	2011.10	贸易
柳城县兴发经贸有限公司	广西省柳城县	孙公司	4.92	-	-	2007	贸易
广西兴发化工有限公司	广西省柳城县	全资	146.23	1313.92	11.13%	2008.8	化工
兴发闻达巴西有限公司	巴西	控股	(359.73)	270.44	-133.02%	2010	贸易
兴发香港进出口有限公司	香港	全资	-	-	-	2012.5	贸易
兴发美国公司	美国	全资	5.63	194.46	2.90%	2011	贸易
平均			(0.56)	2076.71	-0.03%	2011.5	

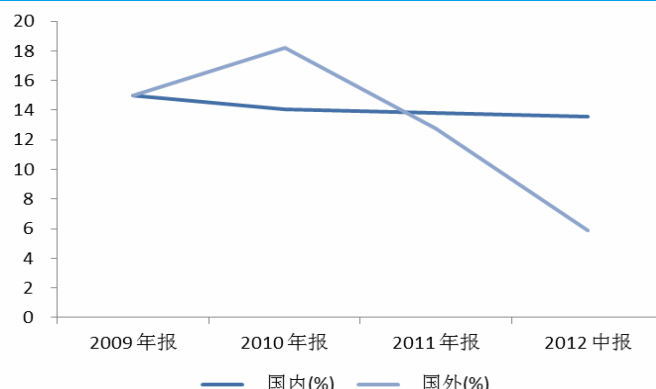
来源：国金证券研究所，表中数字为 2011 年报数据

图表33：公司出口收入和利润占比持续下滑



来源：国金证券研究所

图表34：出口毛利率持续下降

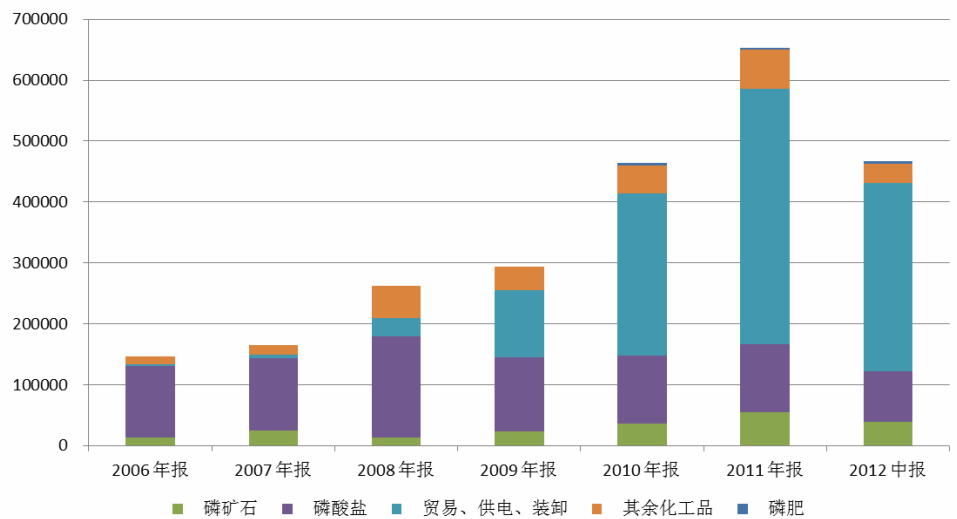


公司价值在转变中显现

公司收入和利润构成分析

- **贸易推动公司收入迅速增长。**06 年至今，整个磷酸盐和磷肥的业务收入未突破 08 年的高点，09 年以来一直保持稳定，这是由于公司 2007 年至 2011 年间的磷酸盐产能扩张出现了一段空窗期，该局面在 2012 年四季度，宜都兴发 60 万吨 DAP 投产后将被打破。随着猇亭、宜都、襄阳新增产能的投放，按照前文“磷酸盐产值为磷矿 7 倍”的测算，公司直接出售磷矿收入增速将受影响，但磷酸盐及磷肥收入将显著增长。

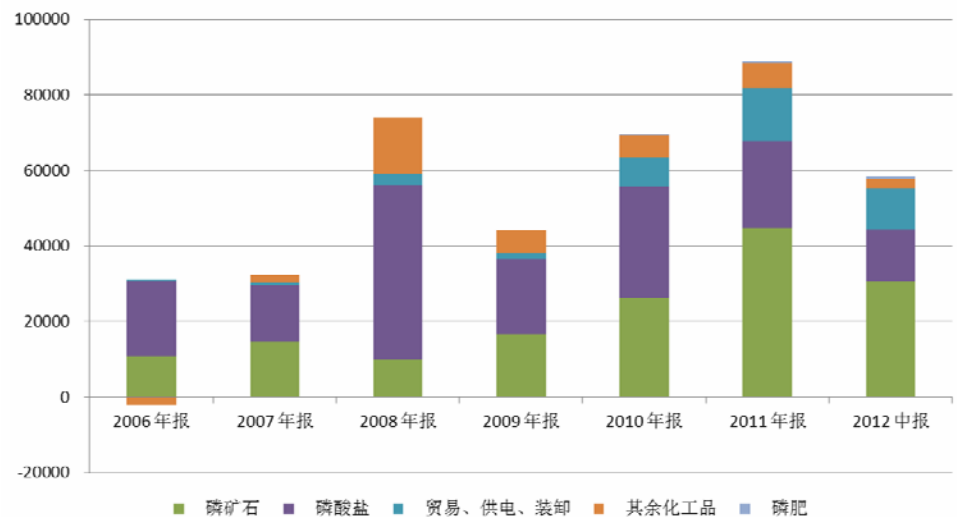
图表35: 公司近年的收入增长主要体现在贸易上(万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **08 年的特殊机遇曾令公司利润猛增, 期待公司收购新水电资源。**2008 年, 由于云南、四川、广西等地出现了干旱、地震和洪水等自然灾害, 供电出现紧张, 磷化工厂停产, 产品价格飙升, 推动了当年公司的业绩迅速增长。兴发磷酸盐净利润由 2007 年的 1.5 亿元增长至 4.6 亿元, 黄磷净利润则由 77 万元猛增至 8384 万元, 总的净利润也由 8241 万上升至 3.1 亿元。09 年磷化工产品价格的大幅回落, 使得公司业绩回复至正常轨道, 磷化工表现相对平稳, 但按前文测算, 若不能收购新的水电资源, 即公司总自供电比例降低, 磷酸盐的毛利率会受负面影响。

图表36: 公司利润构成(万元)



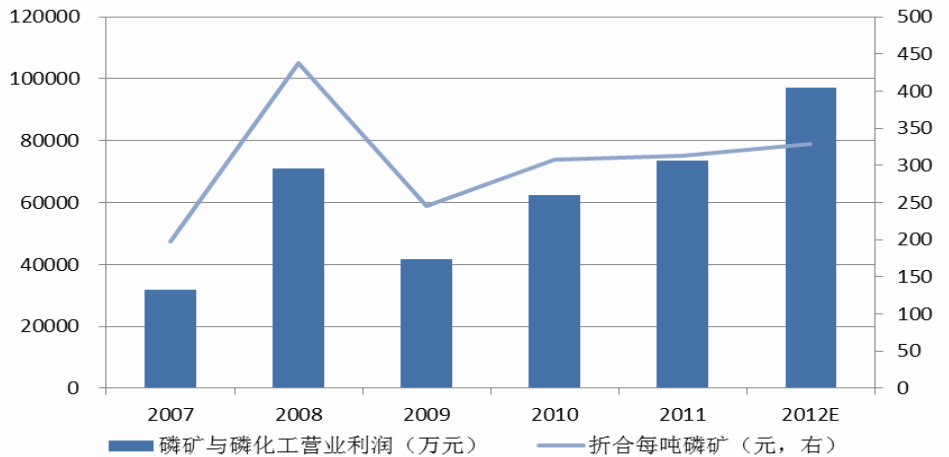
来源: 公司公告, 国金证券研究所

磷矿就地深加工是大趋势

- **以磷酸盐产能换磷矿支持成为行规, 兴发受益。**按 7 倍原则, 磷酸盐为当地创造的税收、经济和就业贡献都将比出售磷矿高出几倍。从环保角度, 政府也不愿将开采对环境的破坏留在境内, 而将资源简单出售, 因此, 在扩建磷酸盐产能基础上, 才能获得政府更多的配套磷矿、硅石、水电资源, 且国企在争取政府支持上具备更有利的地位。我们认为, 兴发三大园区的建设, 将有力帮助公司在资源整合中占得先机。

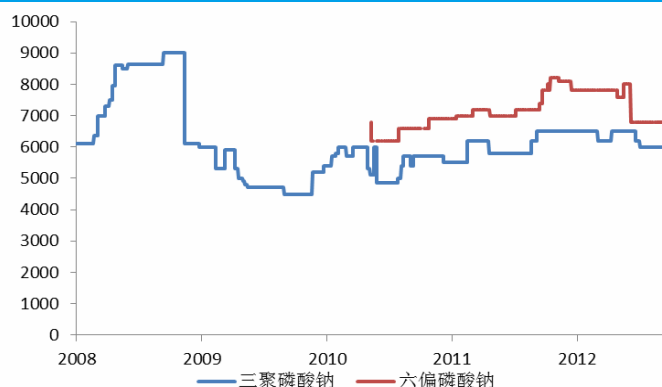
- **产品精细化是一种必然。**公司传统的五钠、六偏业务，由于生产门槛不高，竞争较为激烈，其价格的涨幅远低于磷矿石，毛利率不断下滑。从磷矿与磷化工整体看，公司每吨磷矿石创造的营业利润自 2010 年起保持稳定，未能与磷矿价格同步增长。这表明，传统的磷化工业务拖累了公司的业绩，这应是公司大力建设三大新型磷化工园区的出发点之一。DAP 到 2012 年年底产能约为 2100 万吨，虽然行业产能利用率仅 70%左右，但宜都兴发 60 万吨 DAP 按消耗 30 万吨湿法磷酸计算，仍可实现约 50 元/吨的磷矿增值，使得 2013 年的盈利能力明显增强。

图表37：公司每吨磷矿创造的价值稳定



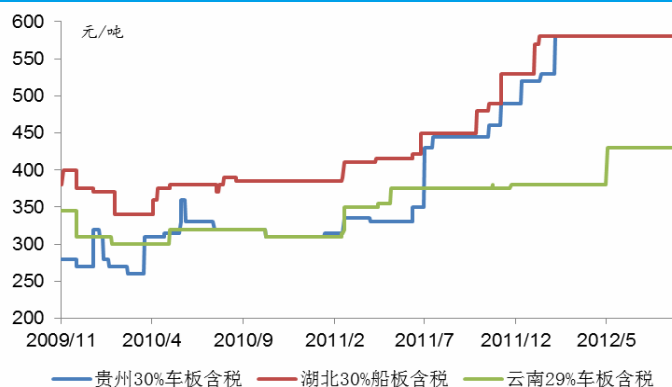
来源：公司公告，国金证券研究所

图表38: 公司主要产品价格 08 年后基本稳定

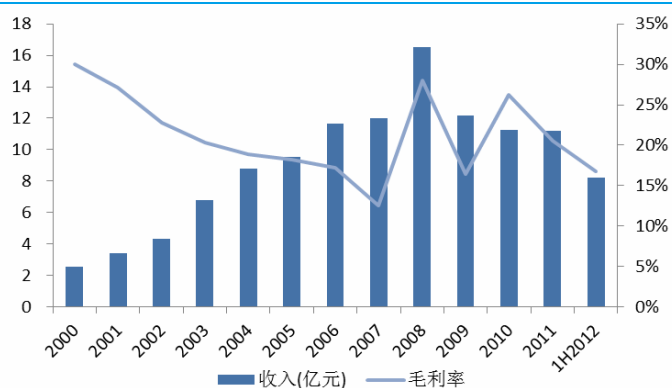


来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表39: 国内磷矿价格不断上涨

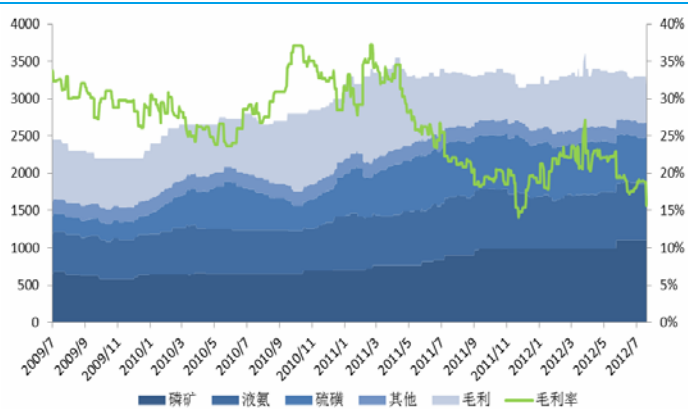


图表40: 公司磷酸盐毛利率下滑



来源: 公司公告, 国金证券研究所

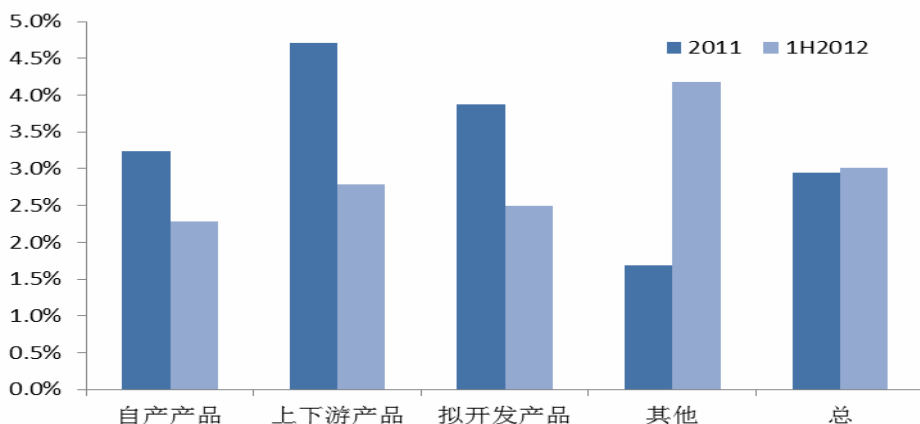
图表41: 国内 DAP 成本构成



贸易业务的规模效应体现

- **剥离贸易方能看清公司利润表实质。**由于公司的收入构成发生了较大的变化, 08 年开始的贸易收入迅速增长, 到 2012 中报已经占据了总收入的 65%, 贸易利润占总营业利润的 15.7%。由于贸易业务的本质是中介, 与公司传统的“矿电磷”业务链具有本质的不同。因此对公司的研究应该将贸易和化工分开处理。
- **公司贸易业务处于上升周期。**公司贸易业务的开展主要围绕 4 类进行: 1、自产品的同类产品及其合营、联营公司产品; 2、公司现有产业上、下游产品; 3、未来拟开发的产品; 4、其他产品。公司自开展贸易业务以来, 盈利水平逐年上升趋势。2011 年、2012 年上半年公司的贸易毛利分别为 2.95%、3.01%, 其中前三类毛利率均下滑, 但第四类增长。贸易是一个规模化产业, 其毛利率与规模成正比。今年上半年, 国内贸易业务巨头建发股份实现贸易业务收入 369 亿元, 但其毛利率为 4.63%, 与建发股份相比, 公司贸易业务规模较小, 未来增长空间大。

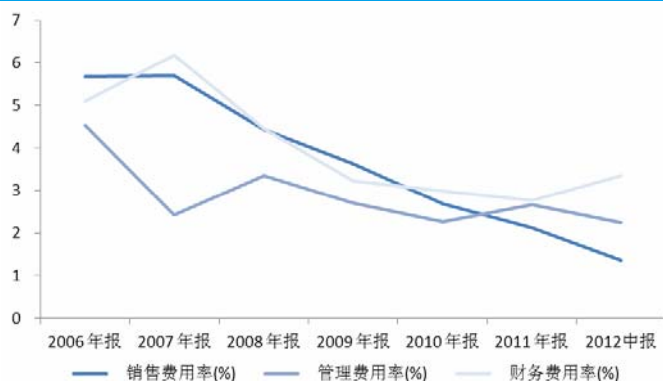
图表42: 公司贸易业务毛利率



来源: 公司调研, 国金证券研究所

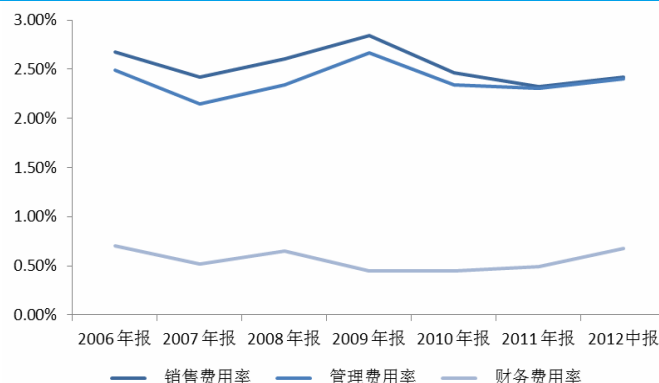
- **贸易行业三费率稳定, 兴发不断下滑。**我们根据申万贸易三级子行业的均值假设了贸易业务的三费比率, 并将贸易业务从利润表中剥离。贸易类上市公司的三费比例较为稳定, 销售费用率和管理费用率都在 2.5% 左右, 而财务费用率在 0.5% 附近。兴发的管理费用率在 2.5% 左右, 近年未有较大改变, 而销售费用率和财务费用率在不断下滑。由于公司收入增长迅速, 资产负债率上升较快, 销售费用和财务费用率的下滑应该是高周转的贸易收入迅速增长造成的, 并不能反映公司真实的费用控制水平。

图表43: 公司总三费比例不断下滑



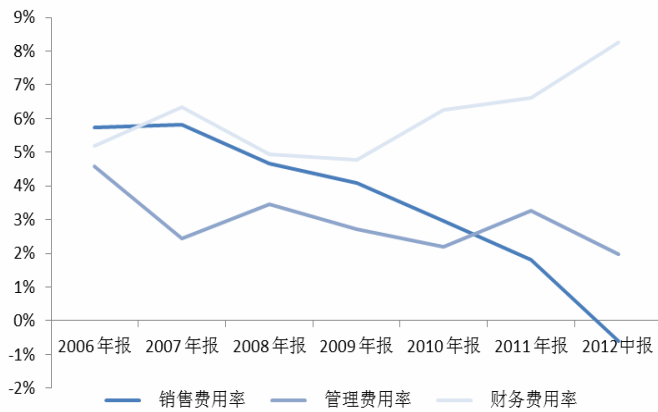
来源: 国金证券研究所

图表44: 申万贸易三级子行业平均三费率



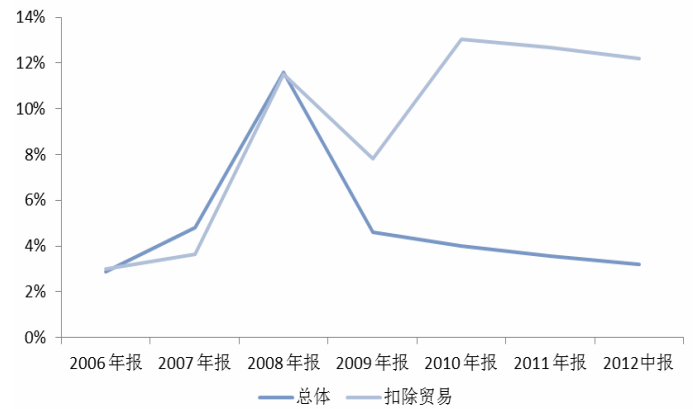
- **兴发贸易业务三费率低于行业平均, 规模效应正在体现。**我们先假设兴发贸易三费率等于行业平均, 将贸易业务的收入、成本和费用从利润表中剔除后, 公司管理费用率依旧保持水平, 属于正常情况; 财务费用率直线上升, 符合公司负债比率迅速增长, 需要股权融资的现状; 销售费用率则迅速减少, 竟然在 2012 中报成为负值, 这显然是不现实的。这可以从两个角度解释, 一方面, 公司磷矿对外出售供不应求, 无需增加销售支出; 另一方面, 贸易业务的扩张并没有带来销售费用的同比例增长, 即贸易业务的规模效应得到体现。由于公司近年的收入增长绝大部分由贸易贡献, 因此第二种解释的占比更大。预计未来公司的贸易业务仍将保持高增长态势, 使公司总体创造价值的的能力显著增强。

图表45: 剔除贸易的公司三费率



来源: 国金证券研究所

图表46: 公司剔除贸易前后的净利润率对比



- **贸易对公司竞争力有正面推动作用。**除利润提升较快外,贸易还有以下正面作用:自产产品贸易可以扩大公司对于自产产品市场的影响力;上游产品贸易可以增加原材料采购量,降低部分原材料成本;通过贸易可以了解未来投产产品的市场情况,从而合理制定项目建设规划,同时也可以锻炼销售团队;通过开展贸易可迅速扩大收入规模,进一步提升公司的社会影响力和知名度,为公司发展创造更好的环境。公司现阶段的贸易业务仍处在扩大规模阶段,但效益的提升已逐渐清晰。

盈利预测与估值

- 根据公司当前在建项目情况，结合行业预期，预计公司 2012~2014 年收入 96.5、136.3、143.2 亿元，归属于母公司净利润 3.4、4.1、6.2 亿元，EPS0.93、1.13 和 1.69 元/股。公司定增 6991 万股预案已获证监会批准，对应摊薄后 EPS 为 0.78、0.94 和 1.41 元。

图表47：销售预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
磷矿石						
销售收入（百万元）	235.17	357.15	550.89	825.00	848.00	1,166.00
增长率（YOY）	169.02%	151.87%	154.25%	49.76%	2.79%	37.50%
毛利率	70.56%	73.60%	80.94%	80.00%	75.00%	75.00%
磷酸盐						
销售收入（百万元）	1,215.54	1,128.00	1,120.69	1,210.00	1,824.00	1,995.00
增长率（YOY）	-75.82%	-7.20%	-0.65%	7.97%	50.74%	9.38%
毛利率	16.47%	26.18%	20.59%	18.00%	16.00%	16.00%
磷肥						
销售收入（百万元）		34.15	29.01	340.80	1,760.80	1,760.80
增长率（YOY）			-15.07%	1074.95%	416.67%	0.00%
毛利率		0.92%	16.27%	14.00%	14.00%	14.00%
贸易						
销售收入（百万元）	1,088.82	2,630.38	4,113.16	6,200.00	8,000.00	8,000.00
增长率（YOY）	172.21%	141.58%	56.37%	50.74%	29.03%	0.00%
毛利率	1.31%	2.56%	2.95%	3.20%	3.50%	3.50%
其他						
销售收入（百万元）	461.50	662.50	872.50	1,070.00	1,200.00	1,400.00
增长率（YOY）	24189.47%	43.55%	31.70%	22.64%	12.15%	16.67%
毛利率	15.13%	13.73%	12.13%	14.50%	15.00%	15.00%
销售总收入（百万元）	3001.03	4812.18	6686.25	9645.80	13632.80	14321.80
平均毛利率	15.00%	14.90%	13.59%	13.26%	11.99%	13.48%

来源：国金证券研究所

- 行业内其他上市公司为云天化（重组中）、澄星股份、湖北宜化、六国化工、天原集团、和邦股份。上述公司的 2012 年一致性预测的 PE 为 42.75 倍。根据 10 月 10 日收盘价，公司 2012 年 PE 为 21.6 倍。综合考虑行业均值和公司磷矿石属性，给予 12 年 26 倍 PE，目标价 24.2 元，“增持”评级。

图表48：可比上市公司估值

股票代码	上市公司	最新收盘价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
600096.SH	云天化	12.68	0.26	0.46	0.81	48.88	27.51	15.61
600078.SH	澄星股份	9.62	0.08	0.10	0.12	124.94	101.26	80.17
000422.SZ	湖北宜化	12.25	1.51	1.10	1.32	8.12	11.13	9.29
600470.SH	六国化工	10.53	0.26	0.26	0.30	40.50	41.29	35.69
002386.SZ	天原集团	6.71	0.04	0.10	0.35	155.32	64.96	19.17
603077.SH	和邦股份	15.07	1.05	1.25	1.94	14.35	12.02	7.77

来源：国金证券研究所

风险提示

- 宏观经济下滑，贸易坏账上升
- 新产能的建设进度不达预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,044	4,678	6,569	9,646	13,633	14,322
增长率		53.7%	40.4%	46.8%	41.3%	5.1%
主营业务成本	-2,594	-3,965	-5,660	-8,367	-11,998	-12,392
%销售收入	85.2%	84.8%	86.2%	86.7%	88.0%	86.5%
毛利	450	713	909	1,279	1,634	1,930
%销售收入	14.8%	15.2%	13.8%	13.3%	12.0%	13.5%
营业税金及附加	-35	-61	-87	-125	-177	-186
%销售收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-111	-125	-140	-193	-232	-243
%销售收入	3.6%	2.7%	2.1%	2.0%	1.7%	1.7%
管理费用	-82	-106	-175	-222	-314	-329
%销售收入	2.7%	2.3%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	222	420	507	739	912	1,171
%销售收入	7.3%	9.0%	7.7%	7.7%	6.7%	8.2%
财务费用	-98	-140	-182	-295	-378	-372
%销售收入	3.2%	3.0%	2.8%	3.1%	2.8%	2.6%
资产减值损失	-1	-10	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123	270	320	444	534	800
营业利润率	4.0%	5.8%	4.9%	4.6%	3.9%	5.6%
营业外收支	13	-49	-24	0	0	0
税前利润	136	221	296	444	534	800
利润率	4.5%	4.7%	4.5%	4.6%	3.9%	5.6%
所得税	-19	-51	-73	-102	-123	-184
所得税率	13.9%	23.2%	24.7%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	117	170	223	342	411	616
少数股东损益	1	4	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	116	166	222	342	411	616
净利率	3.8%	3.5%	3.4%	3.5%	3.0%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	140	187	233	342	411	616
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	115	186	220	285	369	400
非经营收益	79	146	180	318	383	379
营运资金变动	25	-133	-77	-79	-135	-22
经营活动现金净流	359	386	557	865	1,028	1,373
资本开支	-447	-1,099	-1,585	-1,898	-509	-810
投资	4	-69	6	-1	0	0
其他	28	297	36	0	0	0
投资活动现金净流	-415	-871	-1,544	-1,899	-509	-810
股权募资	13	323	338	0	0	0
债权募资	684	385	1,236	1,113	-56	-74
其他	-386	-175	-288	-303	-383	-379
筹资活动现金净流	310	533	1,285	810	-439	-453
现金净流量	254	47	298	-224	80	110

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	148	183	424	200	280	390
应收款项	216	438	360	563	796	836
存货	351	459	562	688	986	1,018
其他流动资产	39	148	119	169	242	250
流动资产	754	1,229	1,465	1,620	2,304	2,494
%总资产	20.7%	19.8%	17.8%	16.2%	21.3%	21.8%
长期投资	370	194	265	266	265	265
固定资产	2,247	4,215	5,662	7,423	7,567	7,981
%总资产	61.7%	68.1%	68.6%	74.2%	69.9%	69.9%
无形资产	259	538	717	692	688	684
非流动资产	2,886	4,963	6,784	8,382	8,521	8,931
%总资产	79.3%	80.2%	82.2%	83.8%	78.7%	78.2%
资产总计	3,640	6,192	8,249	10,002	10,825	11,425
短期借款	483	575	1,596	2,157	2,101	2,026
应付款项	449	543	785	1,012	1,444	1,499
其他流动负债	41	15	413	484	520	524
流动负债	973	1,133	2,794	3,653	4,065	4,048
长期贷款	1,353	2,896	2,698	2,698	2,698	2,699
其他长期负债	30	193	248	800	800	800
负债	2,355	4,222	5,740	7,150	7,563	7,547
普通股股东权益	1,249	1,692	1,899	2,241	2,652	3,268
少数股东权益	35	277	610	610	610	610
负债股东权益合计	3,640	6,192	8,249	10,002	10,825	11,425

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.383	0.454	0.607	0.934	1.125	1.685
每股净资产	4.129	4.630	5.196	6.132	7.257	8.941
每股经营现金净流	1.187	1.056	1.523	2.368	2.813	3.756
每股股利	0.100	0.100	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.27%	9.81%	11.69%	15.24%	15.50%	18.84%
总资产收益率	3.18%	2.68%	2.69%	3.41%	3.80%	5.39%
投入资本收益率	6.13%	5.93%	5.62%	6.69%	7.92%	9.59%
增长率						
主营业务收入增长率	13.78%	53.66%	40.41%	46.85%	41.33%	5.05%
EBIT增长率	-56.98%	89.09%	20.79%	45.67%	23.40%	28.44%
净利润增长率	-46.50%	43.41%	33.69%	53.87%	20.38%	49.74%
总资产增长率	20.00%	70.12%	33.23%	21.24%	8.23%	5.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.8	17.7	13.2	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	41.3	37.3	32.9	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	30.3	28.0	25.7	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	235.3	259.6	226.5	245.0	183.4	177.5
偿债能力						
净负债/股东权益	131.43%	166.91%	154.22%	191.32%	163.03%	132.40%
EBIT利息保障倍数	2.3	3.0	2.8	2.5	2.4	3.2
资产负债率	64.72%	68.19%	69.58%	71.49%	69.86%	66.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	13	37
增持	0	0	16	24	36
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.73	1.68	1.58

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-09-08	增持	25.91	35.00 ~ 35.00
2 2011-10-31	增持	21.11	N/A
3 2011-11-22	增持	19.78	N/A
4 2011-11-23	增持	20.09	N/A

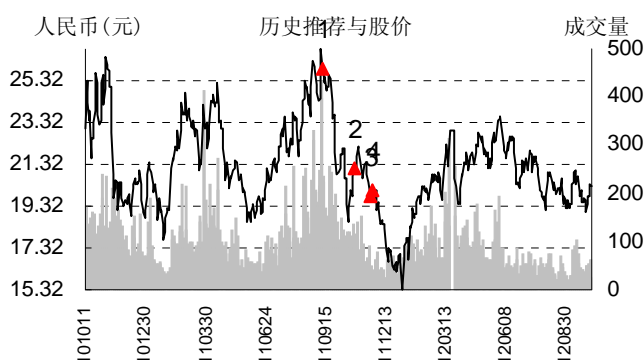
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B