

评级：强烈推荐（维持）

农用化工

公司事件点评

证券研究报告

分析师 张伟保 S1080512080001

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

上一日交易日股价（元）	15.37
总市值（百万元）	5,617
流通股本（百万股）	360
流通股比率（%）	98.44

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	2,092
每股净资产（元）	5.72
市净率（倍）	2.69
资产负债率（%）	75.18

公司与沪深300指数比较



相关报告

第一创业-《业绩符合预期，11年值得期待》-110329-公司点评

第一创业-《磷矿石价值回归，12年迎来大爆发》-110726-公司点评

第一创业-《磷矿石业绩弹性最大，业绩将再攀高峰》--深度报告--2011年12月20号

第一创业-《增发保障公司未来持续发展》-120325-公司点评

第一创业-《业绩符合预期，一季度高速增长》-120407-公司点评

兴发集团(600141)

——瓦屋IV矿储量超预期，增厚公司磷矿资源储量

事件：兴发集团公告全资子公司兴盛公司投资10,094万元的瓦屋IV矿段探矿项目已基本结束，探矿权转采矿权工作经湖北省人民政府以及国土资源厅审批，同意上报国土资源部办理采矿权划定矿区范围申请。根据中化地质矿山总局湖北地质勘查院出具的瓦屋磷矿区IV矿段磷矿详查报告，瓦屋IV矿段磷矿资源储量7,141.1万吨，较原普查报告预计的资源储量4,621.1万吨增加2,520万吨。公司将加快办理探转采相关手续，力争尽快取得采矿权证。

点评：

瓦屋IV矿磷矿石储量超预期，增厚公司磷矿石储量2520万吨。瓦屋IV矿隶属公司全资子公司兴盛公司，地处磷矿资源丰富的湖北省宜昌兴山县内。瓦屋IV矿最早于2005年由中化地质矿山总局湖北地质勘查院进行普查，普查的初步结果是4,621.1万吨，公司收购该矿山后于2006年7月由中化地质矿山总局湖北地质勘查院再次进行详查，相差结果于2012年5月底结束，详查的结果是瓦屋IV矿磷矿资源储量为7,141.1万吨，较原普查报告预计的资源储量4,621.1万吨增加2,520万吨。瓦屋IV矿资源储量超出市场预期，增厚公司磷矿资源储量2520万吨，公司磷矿资源储量也由原来的2.3亿吨增加至约2.55亿吨，是国内上市公司中磷矿资源最丰富的龙头企业。

瓦屋IV矿已探明磷矿石属于中等品味，开采经济效益可观。瓦屋IV矿探明磷矿资源量中有5211.2万吨平均品位23.73%<25%，属于中等品味，推断的内蕴经济资源量为3184.6万吨平均品位在24.10%。根据化工部长沙设计研究院瓦屋IV矿开发可行性报告，在拿到采矿权开采之后，按照每年开采100万吨磷矿石计算，该矿山将为公司贡献年均税后利润1354万元，全部投资财务内部收益率达到税后11.31%，具有较高的经济效益。

公司磷矿资源丰富，众多新项目相继将建成投产，保证未来业绩增长。借助公司丰富的磷矿资源优势，公司投资的众多磷化工项目也将相继投产。其中公司募投的60万吨磷铵项目目前已生产出合格产品，公司借助贸易业务树立的品牌效应，将迅速打开市场，成为公司新的利润增长点；树空坪120万吨/年重介质选矿项目也已开始投料试车；刘草坡5万吨/年甲酸钠项目土建施工基本完成，预计年底前可试车；此外，公司30万吨/年离子膜烧碱改扩建及配套公用工程项目也将于今年四季度投产。诸多新项目的相继建成投产将保证公司未来业绩稳步增长。

维持“强烈推荐”评级。我们继续维持前期的盈利预测，预计



2012-2014 年 EPS 分别为 0.90 元、1.09 元、和 1.23 元，按照最新股价 15.37 元，对应的 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍。公司磷矿石资源丰富，而且随着磷化集团的资产注入和公司不断加大对磷矿石的开采力度，公司磷矿产能未来有可能有较大增长；而且国内磷矿石仍处于低估状态，随着磷矿石价格的回归，公司具有较高的长期投资价值，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：募投项目不达预期风险、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：兴发集团主要财务指标预测

摘要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	467,804	656,851	919,592	1,195,469	1,526,266
同比 (%)	49.8%	40.4%	40.0%	30.0%	27.7%
营业毛利	71,280	90,856	122,670	145,636	168,399
同比 (%)	48.0%	27.5%	35.0%	18.7%	15.6%
归属母公司净利润	18,329	23,246	32,822	39,856	45,118
同比 (%)	27.1%	26.8%	41.2%	21.4%	13.2%
总股本 (万股)	36,548.0	36,548.0	36,548.0	36,548.0	36,548.0
每股收益 (元)	0.50	0.64	0.90	1.09	1.23
ROE	10.8%	12.2%	14.7%	15.2%	14.6%
P/E (倍)	42.0	33.1	23.4	19.3	17.0

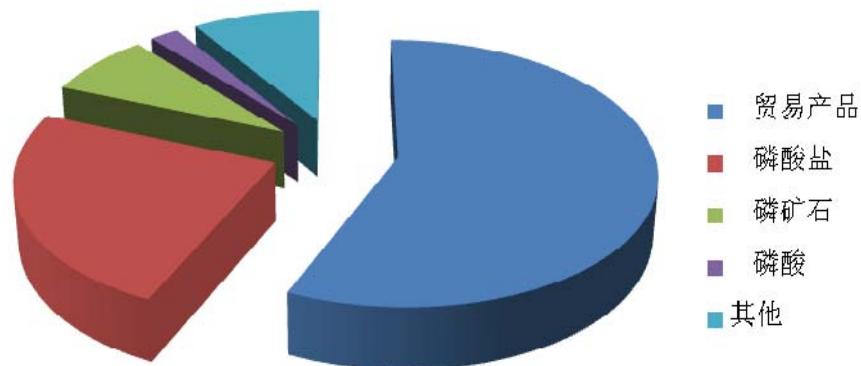
数据来源：公司公告、第一创业研究所



1, 磷矿石是公司最主要盈利产品

磷矿石是目前公司盈利的主力军, 虽然磷矿石收入仅占总收入的 9%左右, 但磷矿石毛利率高达 76%以上, 在利润构成中占比在 50%以上, 成为公司盈利主要利润贡献者, 因此磷矿石储量和产能的变化是关注公司目前盈利变化的关键。

图 1, 磷矿石在公司收入构成中占比很小



数据来源: Wind、第一创业证券研究所整理

图 2, 磷矿石是公司利润的主要贡献者



数据来源: Wind、第一创业证券研究所整理

2, 公司磷矿资源丰富, 众多项目保障公司未来发展



公司磷矿资源丰富，磷矿石产能不断增加。公司在 2012 年上半年收购了磷化有限公司资产，磷化有限公司核心资产在于其控股子公司宜昌枫叶化工有限公司拥有店子坪和树崆坪两个磷矿资产，其中树崆坪磷矿可利用磷矿资源储量 3002.90 万吨，采矿回采率为 76.45%，矿石贫化率为 5.35%，可采储量 2197.65 万吨，平均品位在 24% 左右；店子坪磷矿可利用资源储量为 3023.12 万吨，采矿回采率为 75.82%，矿石贫化率为 4.76%，可采储量 2017.78 万吨，平均品位在 25% 左右，两磷矿合计磷矿资源储量 6026.02 万吨。公司收购磷化有限公司资产完成后，按照 51% 的权益产能计算将增加磷矿资源储量 3073.27 万吨，收购完成后，公司拥有磷矿石储量 2.3 亿吨。瓦屋 IV 矿资源储量超出市场预期，增厚公司磷矿资源储量 2520 万吨，公司磷矿资源储量也由原来的 2.3 亿吨增加至约 2.55 亿吨，是国内上市公司中磷矿资源最丰富的龙头企业。随着公司新增磷矿开采项目的投产，公司磷矿石产能也将由目前的 270 万吨增加至 2015 年的 500 万吨左右。

借助丰富的磷矿资源，众多磷化工新项目相继投产，保证公司未来发展。公司借助丰富的磷矿资源优势，公司投资的众多磷化工项目也将相继投产。其中公司募投的 60 万吨磷铵项目目前已生产出合格产品，公司借助贸易业务树立的品牌效应，将迅速打开市场，成为公司新的利润增长点；树空坪 120 万吨/年重介质选矿项目也已开始投料试车；刘草坡 5 万吨/年甲酸钠项目土建施工基本完成，预计年底前可试车；此外，公司 30 万吨/年离子膜烧碱改扩建及配套公用工程项目也将于今年四季度投产。诸多新项目的相继建成投产将保证公司未来业绩稳步增长。

公司磷矿资源丰富，众多新项目相继将建成投产，保证未来业绩增长。公司在收购磷化集团资产后，磷矿石资源储量已达到 2.3 亿吨，瓦屋四矿具体探明量出来以后已由 2.3 亿吨增加至 2.5 亿吨左右，磷矿石产能也将由现在的 270 万吨增加至 2015 年的 500 万吨，成为国内资源价值突出的磷化工企业。借助公司丰富的磷矿资源优势，公司投资的众多磷化工项目也将相继投产。其中公



司募投的 60 万吨磷铵项目目前已生产出合格产品，公司借助贸易业务树立的品牌效应，将迅速打开市场，成为公司新的利润增长点；树空坪 120 万吨/年重介质选矿项目也已开始投料试车；刘草坡 5 万吨/年甲酸钠项目土建施工基本完成，预计年底前可试车；此外，公司 30 万吨/年离子膜烧碱改扩建及配套公用工程项目也将于今年四季度投产。诸多新项目的相继建成投产将保证公司未来业绩稳步增长。



公司盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,465.0	2,150.0	2,982.8	3,973.2	一、营业收入	6,568.5	9,195.9	11,954.7	15,262.7
货币资金	424.0	-61.4	39.9	252.5	减：营业成本	5,660.0	7,969.2	10,498.3	13,578.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	87.0	116.9	138.7	160.4
应收款项	320.6	653.5	879.6	1,059.6	销售费用	139.7	281.1	365.4	466.5
预付款项	116.8	317.2	442.0	576.1	管理费用	174.6	209.6	241.0	272.1
存货	562.4	1,199.4	1,580.1	2,043.8	财务费用	182.3	202.9	204.5	204.2
其他流动资产	41.3	41.3	41.3	41.3	资产减值损失	4.7	9.8	6.4	5.9
非流动资产	6,784.1	6,573.4	6,362.7	6,152.0	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	264.5	264.5	264.5	264.5	投资收益	10.5	74.1	74.1	74.1
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中：联营企业收益	9.7	74.1	74.1	74.1
固定资产	4,075.9	3,813.6	3,551.4	3,289.1	二、营业利润	330.8	480.5	574.4	649.0
在建工程	1,586.1	1,637.6	1,689.1	1,740.7	加：营业外收入	22.3	23.0	23.7	24.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	46.7	94.3	106.1	119.4
无形及递延性资产	716.8	716.8	716.8	716.8	三、利润总额	306.5	409.3	492.0	553.9
其它非流动资产	140.8	140.8	140.8	140.8	减：所得税费用	73.1	61.4	73.8	83.1
资产总计	8,249.0	8,723.4	9,345.5	10,125.2	四、净利润	233.4	347.9	418.2	470.8
流动负债	2,794.0	2,920.5	3,124.4	3,433.2	归属母公司净利润	232.5	328.2	398.6	451.2
短期借款	1,596.0	1,596.0	1,596.0	1,596.0	少数股东损益	0.9	19.7	19.7	19.7
应付账款	450.6	622.5	822.2	1,066.3	五、总股本(百万股)	365.5	365.5	365.5	365.5
预收帐款	231.9	282.2	362.6	435.2	EPS(元)	0.64	0.90	1.09	1.23
其它流动负债	515.6	419.8	343.5	335.9					
非流动负债	2,945.8	2,945.8	2,945.8	2,945.8					
长期借款	2,697.7	2,697.7	2,697.7	2,697.7					
专项及预计负债	50.8	50.8	50.8	50.8					
其它非流动负债	197.3	197.3	197.3	197.3					
负债合计	5,739.8	5,866.2	6,070.1	6,379.0					
少数股东权益	610.1	629.8	649.4	669.1					
股本	365.5	365.5	365.5	365.5					
资本公积与其它	777.7	777.7	777.7	777.7					
留存收益	758.9	1,087.1	1,485.7	1,936.9					
股东权益合计	1,902.1	2,230.3	2,628.9	3,080.1					
负债和股东权益	8,249.0	8,723.4	9,345.5	10,125.2					
现金流量表				单位：百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	556.7	-302.6	283.2	394.3	成长能力				
净利润	233.4	347.9	418.2	470.8	营业收入	40.4%	40.0%	30.0%	27.7%
折旧摊销	199.3	272.0	268.7	268.1	营业毛利	27.5%	35.0%	18.7%	15.6%
财务费用	174.3	202.9	204.5	204.2	主业盈利	20.8%	22.1%	14.9%	10.4%
投资损失	-10.5	-74.1	-74.1	-74.1	母公司净利	26.8%	41.2%	21.4%	13.2%
营运资金变动	-71.1	-974.3	-471.4	-423.7	获利能力				
其它变动	31.3	-77.0	-62.7	-51.1	毛利率	13.8%	13.3%	12.2%	11.0%
投资活动现金流	-1,606.0	22.5	22.5	22.5	主业盈利/收入	7.7%	6.7%	5.9%	5.1%
资本支出	-1,585.3	-51.5	-51.5	-51.5	ROS	3.6%	3.8%	3.5%	3.1%
长期投资	-56.4	0.0	0.0	0.0	ROE	12.2%	14.7%	15.2%	14.6%
其它变动	35.7	74.1	74.1	74.1	ROIC	3.7%	5.3%	6.0%	6.3%
筹资活动现金流	1,285.6	-205.3	-204.5	-204.2	偿债能力				
债务融资	1,235.8	0.0	0.0	0.0	资产负债率	69.6%	67.2%	65.0%	63.0%
权益融资	337.6	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	1.3	1.7	2.0	2.3
其它变动	-287.8	-205.3	-204.5	-204.2	速动比率	0.31	0.31	0.44	0.55
汇率变动影响	-0.6	0.0	0.0	0.0	经营净现金/当期债务	0.35	-0.19	0.18	0.25
现金净增加额	235.6	-485.3	101.2	212.6	营运能力				
					总资产周转率	0.80	1.05	1.28	1.51
					应收账款天数	17.57	25.58	26.49	24.99
					存货天数	35.77	54.18	54.18	54.19
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	1.39	1.69	1.95	2.15
					每股经营现金流	1.52	-0.83	0.77	1.08
					每股净资产	5.20	6.10	7.19	8.43
					估值比率				
					P/E	33.08	23.43	19.29	17.04
					P/B	4.04	3.45	2.93	2.50
					P/S	1.17	0.84	0.64	0.50
					EV/EBITDA	16.54	13.69	12.39	11.40

数据来源：第一创业研究所、公司公告



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135