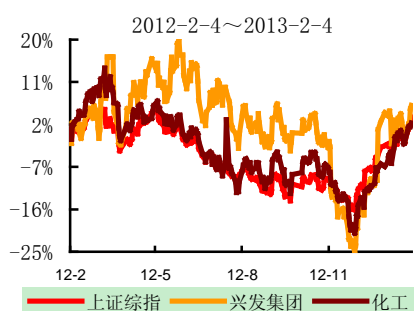


分析师：于娃丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel: 010-59355991
Email: yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

化工	
投资评级	
本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

市场数据	
市价(元)	18.63
上市的流通 A 股(亿股)	3.59
总股本(亿股)	4.35
52 周股价最高最低(元)	14.26-24.4
上证指数/深证成指	2419.02/9820.29
2012 年股息率	0.52%

52 周相对市场表现



相关研究

兴发集团 (600141. SH)

成本优势，资源为王

投资要点

● 磷矿石量价齐增。公司磷矿开采成本较低，因此磷矿石业务的毛利一直维持在较高水平，成为公司利润的主要来源。近几年公司产量持续增长，2012 年我们预测公司磷矿石产量 315 万吨左右，对外销售近 250 万吨；2013 年瓦屋 IV 矿段与磷化集团的新增产能释放将使公司磷矿石产量达 400-450 万吨。同时受开采成本上涨及资源整合的影响，磷矿石价格也持续攀升；磷矿石业务盈利水平仍将维持高位。

● 磷肥成本优势明显。公司子公司宜都兴发的 60 万吨磷肥生产装置已建成投产，预计装置应在较短时间内达到满产，2013 年销售量将达到 50 吨左右。由于该项目配套了 80 万吨硫酸及 30 万吨磷酸装置，生产成本低于行业平均水平，竞争优势较明显。

● 磷化工仍是未来发展方向。2012 年欧美经济衰退，对公司精细磷化工产品销售造成一定影响，但公司由于具有矿电磷一体化的产业链及港口运输优势，黄磷、磷酸、三聚磷酸钠等产品的毛利仍然保持在 10% 以上。

● 盈利预测：公司磷矿石新增产能不断释放；同时公司 60 万吨及 10 万吨湿法磷酸装置的建成，使得公司矿电磷一体化的产业链进一步完善，成本优势日趋明显，预计 2012 年、2013、2014 年 EPS 为 0.71 元、1.01 元、1.18 元。公司磷矿石的可采储量巨大，每股所含磷矿石储量在行业内处于前列，磷矿石资源资产使得当前股价的安全边际较高，给予“增持”评级。

● 风险提示：瓦屋 IV 矿段探转采进展低于预期；资源税推广力度低于预期；新增磷肥及磷酸产能释放风险

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6568.51	9102	12147	14385
增长率(%)	40.41	38.57	33.45	18.43
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	232.46	310	441	516
增长率(%)	26.82	33.10	41.89	17.13
毛利率(%)	13.83	13.54	13.34	13.15
净资产收益率(%)	12.24	8.47	9.65	10.05
EPS(元)	0.64	0.71	1.01	1.18
P/E(倍)	34.89	25.2	17.8	15.2
P/B(倍)	0.00	4.2	4.4	4.6

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、磷矿石量价齐增	3
二、磷肥成本优势明显	4
三、磷化工仍是未来发展方向	5
四、盈利预测	5
五、风险提示	6

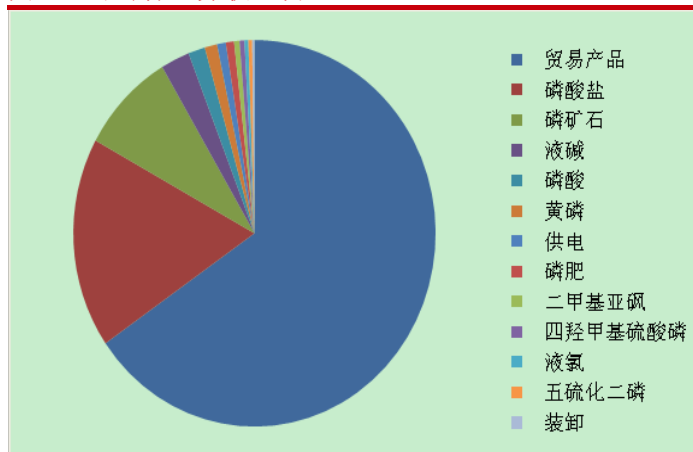
图表目录

图 1：公司各业务收入占比（2012.6）	3
图 3：公司各业务利润占比（2012.6）	3
图 3：公司磷矿石毛利率一直维持高位.....	3
图 4：磷矿石价格	3
图 5：磷肥价格	5
表 1：公司磷矿储量及产能情况（万吨）	4
表 2：上市公司磷矿石储量对比.....	6
附录：财务预测表	7

一、磷矿石量价齐增

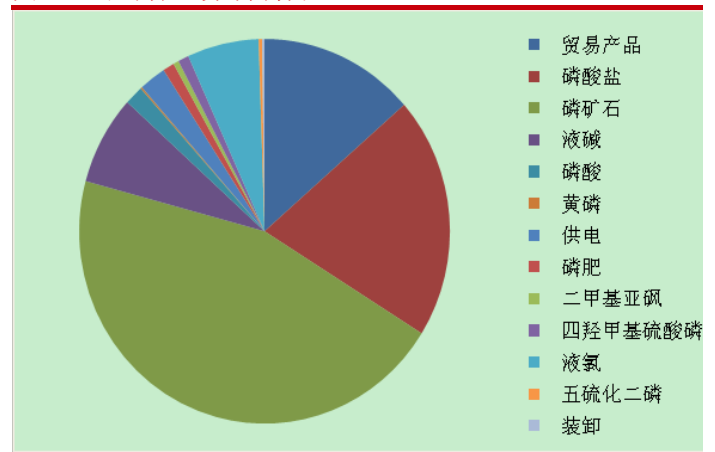
兴发集团目前主要从事精细磷化工生产及销售。公司在业务上已经覆盖了精细磷化工行业从矿石、能源供应到下游产品生产的各个主要环节，是国内少数几家拥有“矿电磷一体化”产业链的精细磷化工行业龙头企业。公司业务主要集中在磷矿石资源丰富的湖北地区，目前磷矿石储量近 3 亿吨（已探明，不含树空坪后坪），产能超过 300 万吨，除少部分自用外，均对外销售。由于公司磷矿开采成本较低，仅为 100 元/吨左右，因此磷矿石业务的毛利一直维持在较高水平，成为公司利润的主要来源。2012 年上半年公司磷矿石业务收入占总收入的 8.47%，毛利率 76.96%，利润占比为 52%。

图 1：公司各业务收入占比（2012.6）



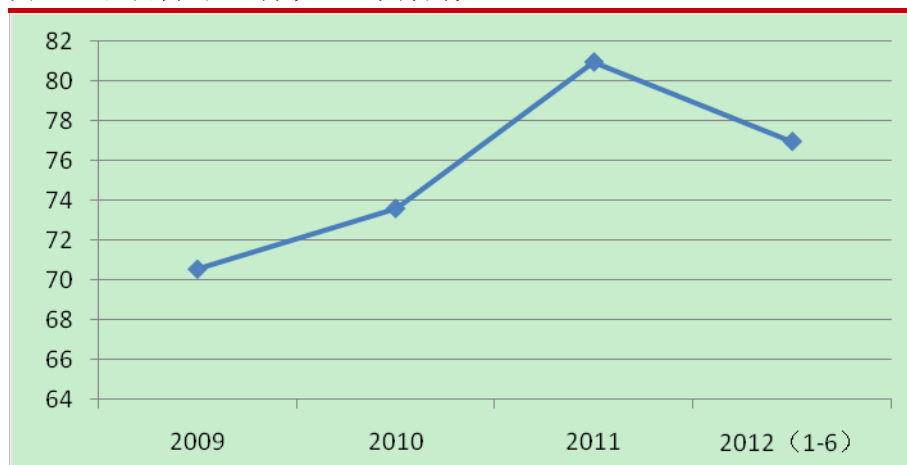
资料来源：民族证券

图 1：公司各业务利润占比（2012.6）



资料来源：民族证券

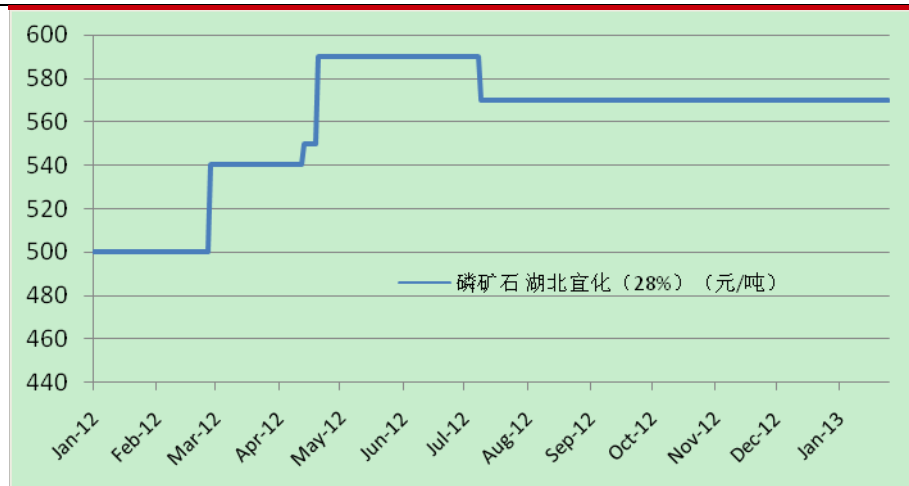
图 3：公司磷矿石毛利率一直维持高位



数据来源：民族证券

受开采成本上涨及资源整合的影响，近几年国内磷矿石价格持续攀升，目前 30%品位磷矿石车板价维持在 550 元/吨左右。近期，湖北作为试点已经开始征收磷矿资源税，税率为 10% 实行从价计征。磷矿石最低价格也在 200 元以上，以 10% 计算，较之前 15 元/吨的政府调节基金也有较大幅度的上涨。未来随着磷矿资源税征收范围的扩大，磷矿石价格也将随之上涨。

图 4：磷矿石价格



数据来源：民族证券

面对磷矿石价格持续高位，公司不断释放其新增产能，我们预测 2012 年公司磷矿石产量 315 万吨左右，对外销售近 250 万吨。2012 年瓦屋 IV 矿段探矿工作已经结束，正在办理采矿权证。按照普遍的办理流程，探转采工作大约需要半年左右，公司也已进入前期建设阶段，设计产能 80-100 万吨，预计 2013 年释放 50 万吨左右。另外磷化集团部分产能也将释放，预计 2013 年公司磷矿石的产量将增长至 400-450 万吨，除 60 万吨磷肥装置所需的磷矿石约 85-100 万吨外，2013 年磷矿石销售量也将得到一定提升。

表 1：公司磷矿储量及产能情况（万吨）

公司名称	权益	矿区	储量	产能	
兴盛矿产	100%	6500	6500	60	
		瓦屋IV矿段	7141	80-100	
		树崆坪后坪	10397	探矿	2014 年后建成
树崆坪矿业	100%	葛坪，蒋家湾， 申家山	1557	65	
神农架武山矿业	70%	武山	600	50	
楚烽化工	99.93%	白竹	7300	100	
磷化集团	51%	树崆坪 店子坪	6026	205	
总计			39521		

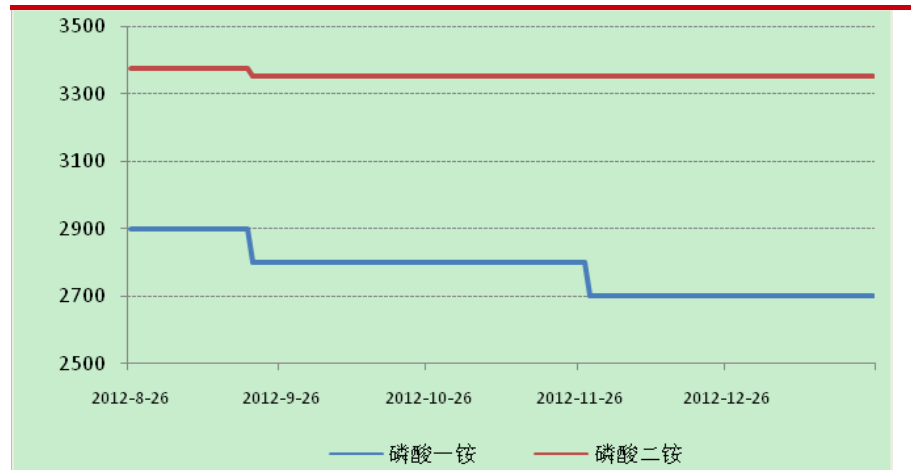
资料来源：民族证券

二、磷肥成本优势明显

公司子公司宜都兴发的 60 万吨磷肥生产装置已经建成投产，目前正在解决部分技术问题，国内磷肥生产技术已非常成熟，预计装置应在较短时间内达到满产，2013 年销售量将达到 50 吨左右。

国内磷肥产能过剩的情况比较严重，市场竞争较为激烈，公司前期已经外购磷肥进行贴牌销售，开拓公司所在湖北省附近的销售市场；同时，公司收购了河南一家合成氨生产企业，一方面是购买其合成氨作为原料；另一方面，则利用其健全的销售渠道扩大公司磷肥在中部市场的销售份额。公司 60 万吨磷酸项目配套了 80 万吨硫酸及 30 万吨磷酸装置，生产成本低于行业平均水平，竞争优势比较明显。

图 5：磷肥价格



数据来源：民族证券

三、磷化工仍是未来发展方向

公司虽然新建了磷肥装置，但未来方向仍是以发展精细磷化工为主。我国是世界磷矿石生产大国，但国内磷矿石 80%用于生产磷酸，用于生产精细磷化工的较少，产品附加值很低，资源优势未能很好的转化为经济优势。目前国内精细磷化工产品仍以出口为主，2012 年欧美经济衰退，对精细磷化工产品的需求低迷导致国内企业销售情况恶化，产品的盈利能力出现了下滑。但公司由于具有矿电磷一体化的产业链及港口运输优势，黄磷、磷酸、三聚磷酸钠等产品的毛利仍然保持在 10%以上。

黄磷生产为高耗能行业，电耗约占黄磷生产成本比例的 60%，我国黄磷生产工艺较落后，能耗高，国外黄磷电耗为 1.25 万度/吨，我国普遍在 1.5 万度左右。公司目前拥有 18 座电站，总装机容量 14 万千瓦，年发电 4.2 亿度-5 亿度，电力自给率已经达到 40%-50%，公司外购电成本为 0.52 元/度左右，自发电成本仅 0.25 元/度，相对未有配套电力供给的磷化工生产企业，成本优势明显。

另外，公司 10 万吨湿法磷酸项目也已建成，湿法磷酸装置可以中、低品位磷矿石为原料，生产成本低于热法磷酸 20%左右，且节电和黄磷尾气减排效果突出，精制磷酸产品稍加处理后，便可得到食品级和医药级磷酸。

四、盈利预测

随着国家对于磷矿石资源管理力度的加强，磷矿石资源税的还将进一步推广，磷矿石价格也将随之上涨，且公司瓦屋IV矿段及磷化公司的磷矿石新增产能不断释放，将提升公司磷矿石业务的盈利能力；同时公司新增 60 万吨磷肥产能 2013 年或将满产，10 万吨湿法磷酸装置也将建成，使得公司矿电磷一体化的产业链进一步完善，成本优势日趋明显，预计 2012 年、2013、2014 年 EPS 为 0.71 元、1.01 元、1.18 元。公司磷矿石的可采储量巨大，每股所含磷矿石储量在行业内处于前列，磷矿石资源资产使得当前股价的安全边际较高，给予“增持”评级。

表 2：上市公司磷矿石储量对比

公司名称	磷矿储量（亿吨）	股本（亿股）	每股储量（吨/股）
兴发集团	1.6	4.35	0.36
湖北宜化	2.4	8.98	0.26
澄星股份	1.5	6.63	0.22
天原集团	0.5	4.80	0.10
六国化工	0.2	5.22	0.04

资料来源：民族证券

五、风险提示

- 1、60 万吨磷肥项目与 10 万吨湿法磷酸项目产能释放风险；
- 2、瓦屋IV矿段探转采进展低于预期；
- 3、资源税推广力度低于预期，导致磷矿石价格下滑。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1465	2177	2523	2886
现金	424	752	621	633
应收账款	360	499	666	789
存货	562	762	1017	1204
其他	119	164	219	260
非流动资产	6784	7743	9019	10034
长期投资	265	335	405	476
固定资产	5662	6901	7999	8980
无形资产	696	672	649	626
其他	162	162	162	162
资产总计	8249	9920	11542	12920
流动负债	2794	4463	6107	7520
短期借款	1596	2833	3930	4942
应付账款	451	610	815	965
其他	747	1020	1362	1613
非流动负债	2946	3001	3056	3111
长期借款	2698	2698	2698	2698
其他	248	303	358	414
负债合计	5740	7464	9163	10631
少数股东权益	610	610	609	609
股本	365	435	435	435
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	1899	1846	1769	1680
负债和股东权益	8249	9920	11542	12920

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	979	784	1076	1249
净利润	232	309	439	514
资产减值准备	(6)	(5)	0	0
折旧摊销	195	371	508	625
公允价值变动损失	5	5	5	5
财务费用	182	319	383	441
营运资本变动	548	99	124	106
其它	5	18	(1)	(1)
投资活动现金流	(1702)	(1658)	(1658)	(1658)
资本支出	(1631)	(1587)	(1587)	(1587)
其他	0	5	0	12
筹资活动现金流	963	874	582	409
权益性融资	338	0	0	0
负债净变化	(198)	0	0	0
支付股利、利息	(309)	(363)	(515)	(603)
其它融资现金流	1639	1242	966	1012
现金净增加额	241	328	(131)	12

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6569	9102	12147	14385
营业成本	5660	7755	10373	12312
营业税金及附加	87	115	154	182
营业费用	140	256	342	405
管理费用	175	255	332	389
财务费用	182	319	383	441
资产减值损失	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	11	11	11
营业利润	331	408	569	662
营业外收支	(24)	(24)	(24)	(24)
利润总额	306	384	544	638
所得税	73	73	104	122
净利润	233	310	441	516
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	232	309	439	514
EBITDA	702	1093	1454	1722
EPS（元）	0.64	0.71	1.01	1.18

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	40.41%	38.57%	33.45%	18.43%
EBITDA	23.40%	58.97%	32.43%	18.14%
归属母公司净利润	26.83%	33.10%	41.89%	17.13%
获利能力				
毛利率	12.51%	13.54%	13.34%	13.15%
净利率	3.54%	3.40%	3.61%	3.57%
ROE	12.24%	16.77%	24.81%	30.60%
ROIC	6.56%	8.47%	9.65%	10.05%
偿债能力				
资产负债率	69.58%	75.25%	79.39%	82.29%
流动比率	0.52	0.41	0.38	0.36
速动比率	0.32	0.24	0.21	0.20
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.92	1.05	1.11
应收帐款周转率	18.24	18.24	18.24	18.24
应付帐款周转率	12.56	12.70	12.73	12.76
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.71	1.01	1.18
每股经营现金	2.68	1.80	2.47	2.87
每股净资产	5.20	4.24	4.07	3.86
估值比率				
P/E	28.2	25.2	17.8	15.2
P/B	3.4	4.2	4.4	4.6
EV/EBITDA	17.5	14.0	11.7	10.7

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。