

资源成本优势推动业绩高增长

推荐 维持评级

投资要点:

- **中国磷资源丰富, 公司地处磷资源最丰富的地区**
世界磷资源主要集中在中国、美国、摩洛哥、俄罗斯四个国家, 中国主要集中在湖北、湖南、四川、贵州和云南, 公司地处湖北, 磷资源地域优势明显。
- **公司磷资源丰富, 除自用外还大量外销**
公司磷矿石储量达到 1.44 亿吨, 年产能可达到 180 万吨以上, 2009 年公司磷矿石产量在 130 万吨左右, 2010 年预计可达到 160 万吨以上, 除了满足自给外, 公司其余磷矿石外销。
- **磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨**
我国每年磷矿石基础储量呈现递减态势, 以目前的开采速度保证开采年限只有 30 年左右, 磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨。
- **云贵干旱、贵州限电促使磷价短期上涨**
由于云贵干旱、贵州地区电力受限影响, 当前黄磷产量急剧下降, 库存较少, 因即将进入农药、化肥用磷采购的高峰期, 黄磷用量与采购量势必会增加, 短期磷价上涨预期明确。
- **磷电一体化成本优势明显**
公司拥有 10 万千瓦水电装机容量, 电力成本占 50% 以上, 充足的磷矿资源和磷电一体化是公司长期发展的最大竞争优势。
- **根据各项业务综合计算, 我们预计公司 09 年每股收益 0.51 元, 2010 年盈利预测为 0.86 元, 2011 年为 1.23 元。**
- **合理估值区间为 22.2-28.1 元**
绝对估值显示目前 A 股价格偏低, 相对估值虽然仍然偏高, 但平均估值结果已经显示具备长期投资价值, 给予公司推荐的投资评级。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1711.24	2675.68	2996.76	3296.43	3790.90
收入增长率%	7.52%	56.36%	12.00%	10.00%	15.00%
EBITDA(百万元)	264.61	562.02	518.32	661.76	812.92
净利润(百万元)	76.21	295.17	154.13	260.41	373.14
净利润增长率%	73.25%	287.31%	-47.78%	68.95%	43.29%
摊薄 EPS(元)	0.252	0.976	0.510	0.861	1.234
PE	75.87	19.59	37.51	22.20	15.50
EV/EBITDA(X)	16.07	8.77	10.81	8.21	6.06
PB	6.79	5.13	4.66	4.03	3.38

资料来源: 中国银河证券研究所

合理估值区间: 22.2-28.1 元

分析师

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

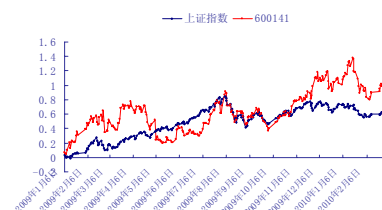
☎: (8610) 6656 8876

执业证书编号: S0130207091551

市场数据 时间 2010.03.05

A 股收盘价(元)	19.12
A 股一年内最高价(元)	25.10
A 股一年内最低价(元)	10.23
上证指数	3031
市净率	4.66
总股本(万股)	30240
实际流通 A 股(万股)	30240
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	57.82

相对上证综指表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

- 1.《石油化工 2008 年策略报告: 寻找结构分化之受益者》 08.01.02
- 2.《石油化工 2009 年策略报告: 双石双降促双赢》 08.10.20
- 3.《石油化工 2010 年策略报告: 低 C 变革炼油, 成长引领化工》 10.01.01

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、公司磷资源储量丰富，磷电一体化经营成本优势明显

公司目前拥有 1.44 亿吨磷矿石储量，磷矿石年产能 180 万吨，黄磷 10 万吨，三聚磷酸钠 20 万吨，六偏磷酸钠 6 万吨。公司拥有 10 万千瓦水电装机容量，由于 1 吨黄磷需要 9~10 吨磷矿石、14000 度电、2 吨焦炭、2 吨的硅石，其中电力成本占 50% 以上，公司是国内少有的几个大型磷电矿一体化生产企业之一，充足的磷矿资源和磷电矿一体化是公司长期发展的最大竞争优势。

2、云贵干旱、贵州限电促使磷价短期上涨，磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨

由于云贵干旱、贵州地区电力受限影响，当前黄磷产量急剧下降，库存较少，因即将进入农药、化肥用磷采购的高峰期，黄磷用量与采购量势必会增加，短期磷价上涨预期明确。我国每年磷矿石基础储量呈现递减态势，以目前的开采速度保证开采年限只有 30 年左右，磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨。

我们与市场不同的观点:

市场认为公司业绩受金融危机影响较大，并不看好。我们认为磷行业国际金融危机影响已经过去，云贵干旱、贵州限电促使磷价短期上涨，磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨，公司磷资源储量丰富，磷电一体化经营成本优势明显，公司 2010 年净利润增长可达 69%，具有较高投资价值。

估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值区间为 24.17-34.37 元。相当估值区间为 20.27-21.84 元，平均估值区间为 22.2-28.1 元，考虑磷价短期、长期都比较看好，公司磷资源储量丰富，磷电一体化经营成本优势明显，公司已经基本摆脱金融危机影响，2010 年业绩增长预期比较明确，给予公司推荐的投资评级。

股价表现的催化剂:

黄磷、磷矿石价格上调是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

资源税收政策可能进一步趋严，可能比我们预测的进一步趋严还要不利。公司生产装置发生安全生产事故（石油化工企业发生装置事故概率较大）

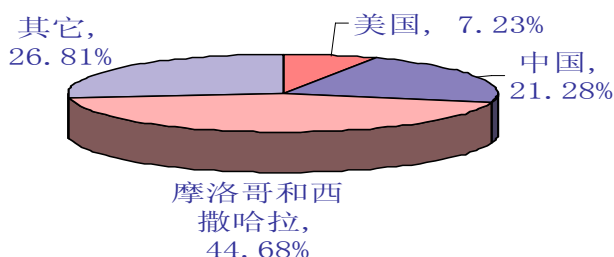
目 录

一、中国磷资源丰富，公司地处磷资源最丰富的地区.....	2
二、公司磷资源丰富，除自用外还大量外销.....	3
三、磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨.....	4
四、云贵干旱、贵州限电促使磷价短期上涨预期明确.....	5
五、磷电一体化成本优势明显.....	6
六、公司股票表现的催化剂：.....	8
七、主要风险因素：.....	8
八、公司战略与竞争力分析.....	8
九、估值：合理价值区间 22.22-28.11 元.....	8
1、绝对估值 DCF 模型合理价值：24.17-34.37 元.....	8
2、相对估值：20.27-21.84 元.....	10
3、合理价值区间 22.22-28.11 元.....	11

一、中国磷资源丰富，公司地处磷资源最丰富的地区

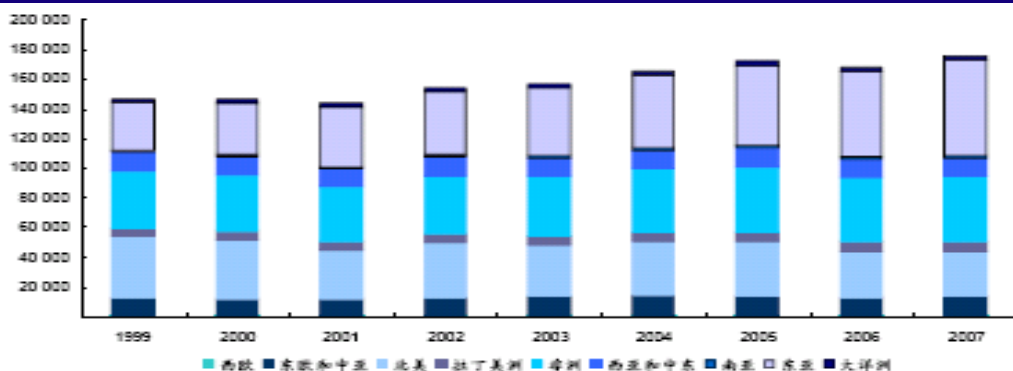
世界磷资源主要集中在中国、美国、摩洛哥、俄罗斯四个国家，年产量达到一千万吨以上，占世界总产的 68%。如果按照目前的资源消耗速度，美国、俄罗斯两国现有资源仅能够利用 30 年和 20 年，后期发展潜力不大。美国自 2000 年已经相继关闭 5 个以上的磷矿，预计美国磷资源将在半个世纪以后彻底停止开采。美国的对策则是用磷酸铵的出口代替磷矿石的出口，并且逐渐加大磷矿石进口。据估计，20 年之后世界优质磷矿将主要分布在摩洛哥，摩洛哥会成为世界上最大的供应国。磷矿开采是摩洛哥政府矿产的支柱产业，磷矿石生产占摩洛哥政府矿产收入的 96%，因此得到了政府的大力支持，该国也在积极发展磷复肥产业，近几年已逐渐减少了磷矿石的出口，增加了磷复肥的出口。我国保有磷矿资源储量为 168 亿吨，其中资源量 127 亿吨，基础储量 41 亿吨。在基础储量中，可开采量只有 21 亿吨，其中品味大于 30% 的富矿只有 11 亿吨。这些数字说明，我国磷矿资源可开采利用的基础储量只有 41 亿吨，经济储量只有 21 亿吨。我国磷矿石分布地区南北不均——我国已探明磷矿资源分布在 27 个省和自治区，湖北、湖南、四川、贵州和云南是磷矿富集区，五省份磷矿已查明资源储量 135 亿吨，占全国的 76.7%；按矿区矿石平均品位计算，五省份磷矿资源储量（P₂O₅ 量）28.66 亿吨，占全国的 90.4%。兴发集团地处湖北，磷资源地域优势明显。

图 1：世界磷矿石分布



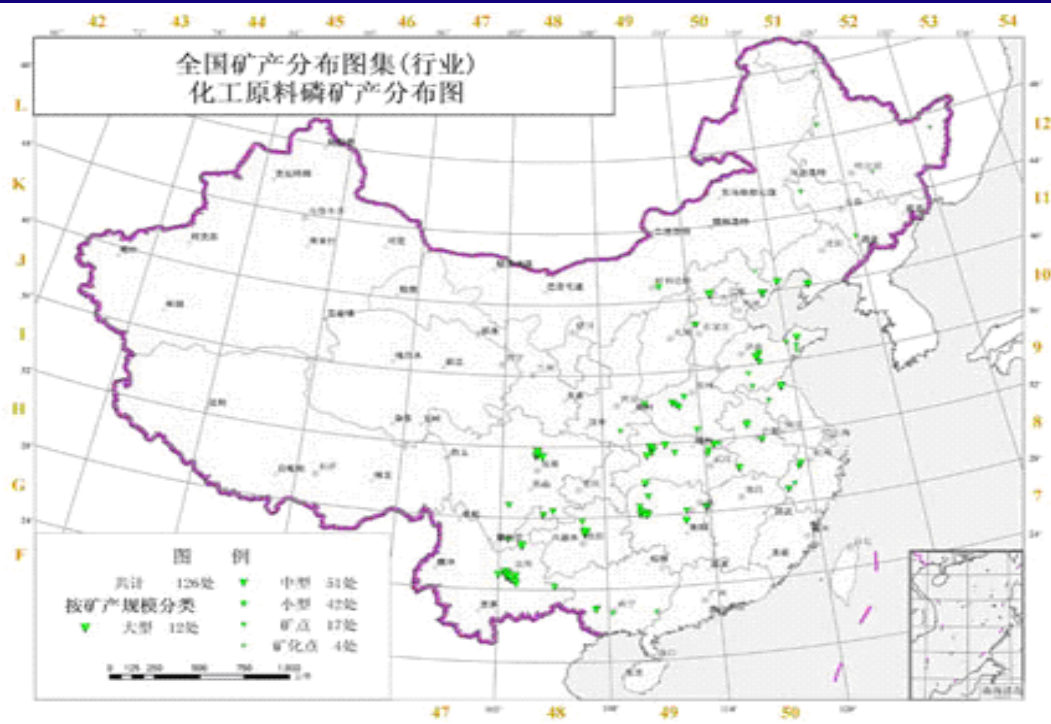
资料来源：USGS

图 2：世界各地区磷矿石产量（千吨）



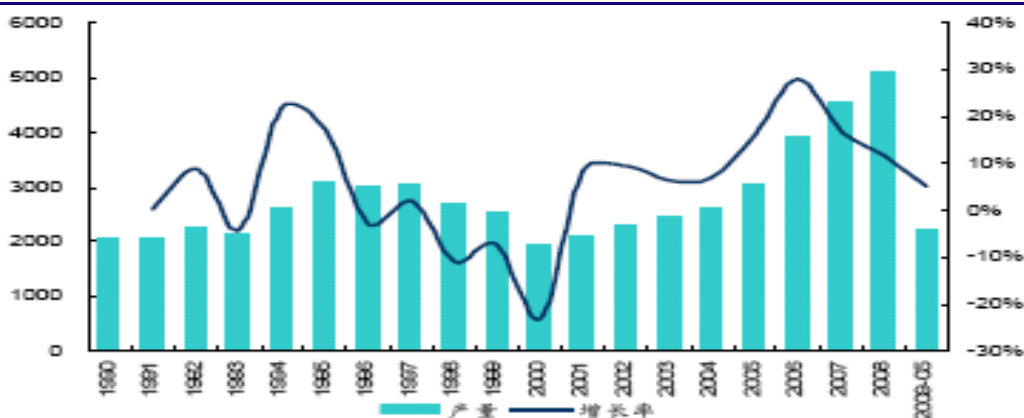
资料来源：IFA

图 3: 国内磷矿石分布



资料来源: 矿产资源网

图 4: 中国磷矿石产量(万吨)



资料来源: WIND

二、公司磷资源丰富，除自用外还大量外销

目前兴发集团磷矿石储量达到 1.44 亿吨，年产能可达到 180 万吨以上，2009 年公司磷矿石产量在 130 万吨左右，2010 年预计可达到 160 万吨以上，而公司每年的磷矿石需要量不到 100 万吨，除了满足自给外，公司其余磷矿石外销。公司目前正在进行树空坪后坪磷矿探矿项目，树空坪后坪矿段的探矿项目前期已进行过普查探矿，根据普查报告，后坪矿段的批准推断的磷矿石资源量 1256.5 万吨（品位 27.17%），估计预测的磷矿石资源量 10396.5

万吨（品位 25.40%）。我们预计树空坪将成为上市公司未来磷矿石储量和产量增加的主要来源。

表 1：兴发集团磷矿资源储量与产量

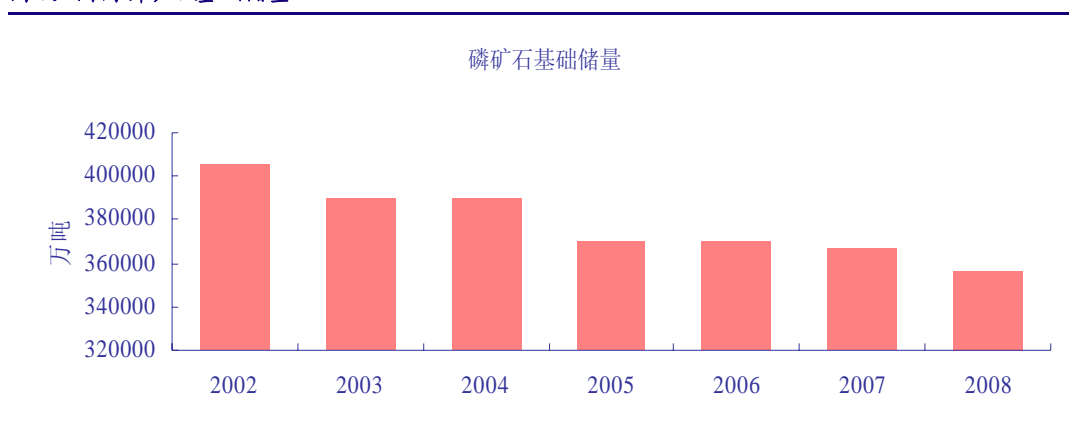
	持股比例（%）	储量(万吨)	产能（万吨）
兴盛矿产	99.93	6500	60
保康楚烽化工	100	7300	100
神农架武山磷矿	70	600	20
合计		14400	180

资料来源：中国银河证券研究所整理

三、磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨

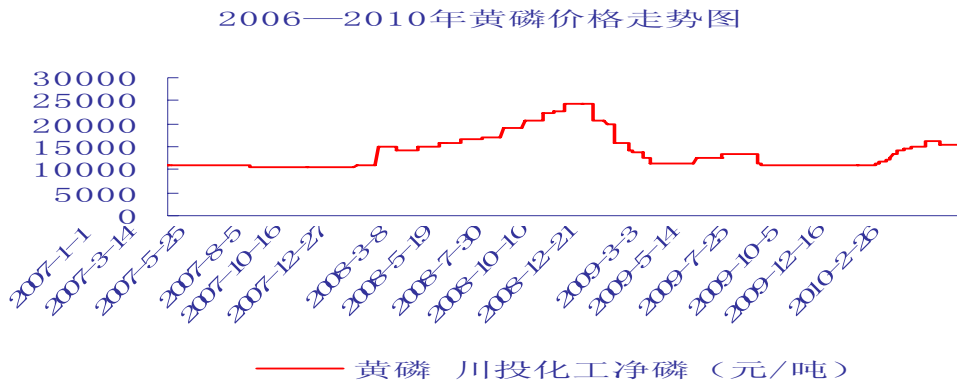
春节过后，化肥、农药用磷需求迅速增长，一些企业正在酝酿新一轮的涨价，这对于磷矿石市场无疑是一个利好因素。预计未来磷矿石依然维持高位运行，但是运输压力仍然存在。我国磷矿资源主要位于云贵川鄂等地区，黄磷生产的能源利用主要是当地水电，但四季度和一季度正是枯水季节，水力发电量下降，高能耗企业供电受限，开工严重不足；而 2009 年 11 月国家上调了火电价格，使得黄磷产量明显下降且成本上升。同时，运输方面的不足导致外销紧张，从而成为影响市场供应的另一个因素。从下游方面来看，需求增加也有一定的季节性因素，如包括磷肥在内的化肥春节后旺季即将开始，化肥企业增加生产；同时食品加工业加紧准备春节备货，对食品级磷酸采购量增大，这些均会增加市场需求。从整个磷化工产业链看，处于上游的磷矿资源因其稀缺性和不可再生性具备较好投资价值。从储量看，我国磷储量位居世界第二，但富矿较少，每年磷石基础储量呈现递减态势，以目前的开采速度保证开采年限只有 30 年左右。因此，磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨。

图 5：国内磷矿石基础储量



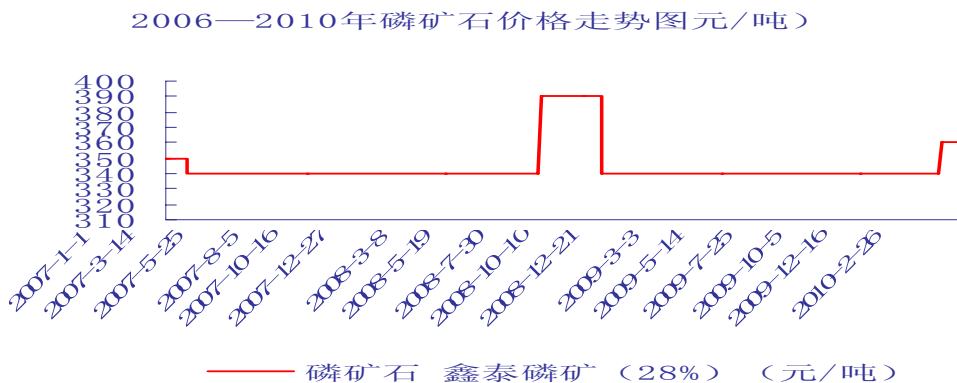
资料来源：WIND

图 6: 国内黄磷价格趋势



资料来源：百川咨询

图 7: 国内磷矿石价格趋势



资料来源：百川咨询

四、云贵干旱、贵州限电促使磷价短期上涨预期明确

3月初国内黄磷价格随着云贵干旱、贵州地区限电影响，价格也开始出现波动。

由于云贵干旱、贵州地区电力受限影响，黄磷产量急剧下降，但是贵州地区普遍存在的问题是库存较少，加之近期即将进入农药、化肥用磷采购的高峰期，黄磷用量与采购量势必会增加，以及对黄磷价格上调有利因素的上海世博会即将开幕，届时黄磷运输将会收到限制，势必会造成江浙地区三氯化磷、三氯氧磷以及农药厂家在限制之前采购，短期磷价上涨预期明确。

国内主要产区情况概述：

湖北地区：近期黄磷价格起伏较大，在本来平静较长的黄磷市场，价格一成不变，但是部分厂家欲低价甩货的同时，得到贵州地区电力受限的消息，价格又回升，目前湖北地区报价与上周持平，净磷主流报价 15000-15300 元/吨，市场接单较少。

云南地区：省内电炉基本全部停产，部分货源为企业库存，净磷主流洽谈价格 15000-15200 元/吨，近日了解今年云南省受干旱影响预计水期来临将有所推迟，春节过后企业基本无开工

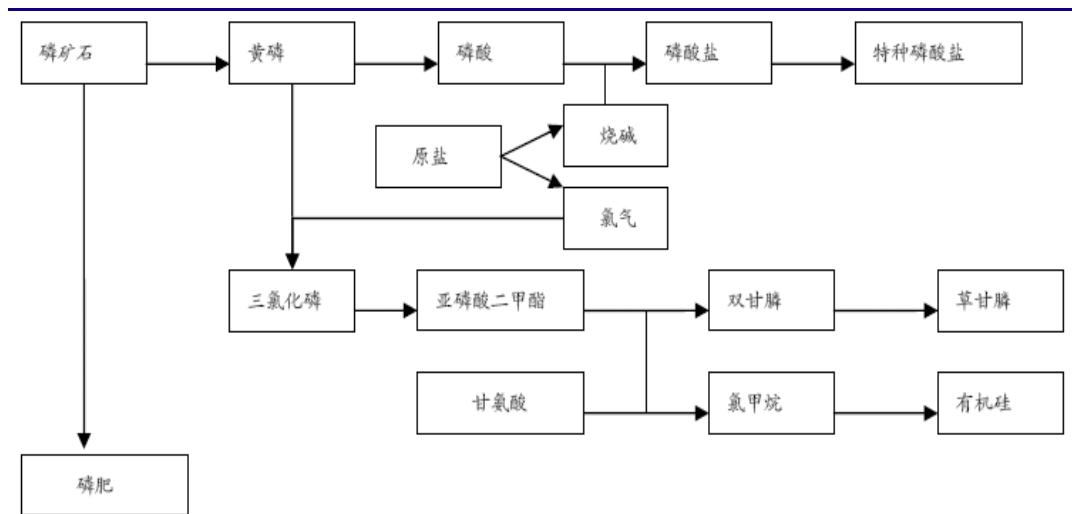
现象。

贵州地区：贵州地区从3月1日起已经开始限电，受影响的企业受限是高耗能高污染的黄磷企业，目前贵州地区电力限制高达60%，目前多数企业受此影响，黄磷开工率降低，黄磷价格受此影响，也将做一定的调整，目前贵州地区黄磷多数厂家不报价，观望市场为主，目前报价企业报价也已经开始走高，近期报价在14500元/吨以上。

四川地区：四川地区受此消息影响黄磷厂家欲上调价格，但是由于目前行情不明朗，厂家多数不接单。目前唯有攀枝花电力充沛，但是近期攀枝花电力局对攀枝花的电力进行整改，从2日起至5日零点，攀枝花天亿化工与四川金光工业在内的企业停产。从5日零点起川投将受此影响停产。黄磷产量有一定的减少，但是由于目前市场接单量较少，川投昨日已经调整了连云港到站价格，由之前17000元的到站价下降至16200元/吨，如果洽谈的话，16000元/吨也可以成交。市场行情观望严重，但是由于近期贵州地区电受到限制，估计后市黄磷价格会有一定的上扬。

五、磷电一体化成本优势明显

图8：公司磷产业链图

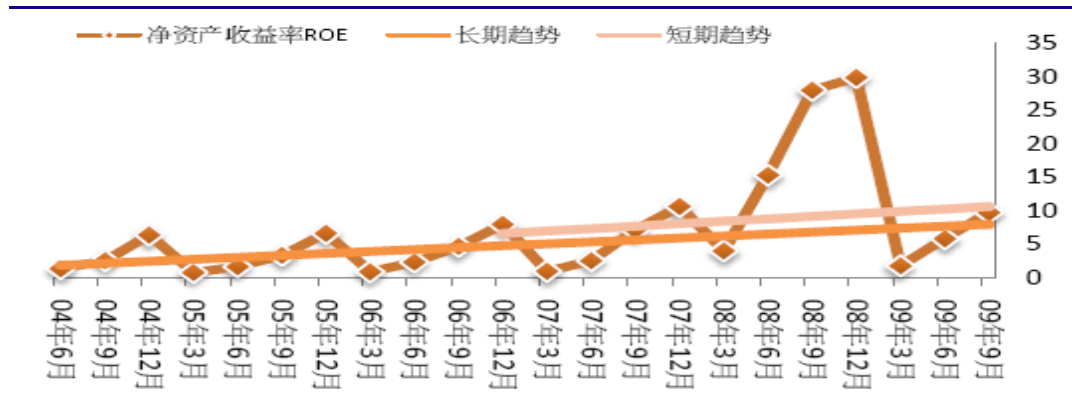


资料来源：中国银河证券研究所整理

公司目前拥有1.44亿吨磷矿石储量，磷矿石年产能180万吨，黄磷10万吨，三聚磷酸钠20万吨，六偏磷酸钠6万吨，次磷酸钠1万吨，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，酸式焦式磷酸钠1万吨，二甲基亚砷2万吨，烧碱15万吨，硫铁矿5万吨，硫酸2万吨，过磷酸钙5万吨，复合肥2万吨。还通过并购获得了子公司葛洲坝扬州、葛洲坝宜昌公司，分别拥有4万吨食品级磷酸、5千吨磷酸产能。公司还拥有10万千瓦水电装机容量，由于1吨黄磷需要9~10吨磷矿石、14000度电、2吨焦炭、2吨硅石，其中电力成本占50%以上，磷矿和电力是黄磷正常生产的最重要因素。谁在磷矿附件有电厂，谁就有最大的成本优势，因此，未来磷电矿一体化是行业发展趋势，公司是国内少有的几个大型磷电矿一体化生产企业之一，公司供电自给率达到50%，充足的磷矿资源和磷电矿一体化是公司长期发展的最大竞争优势。

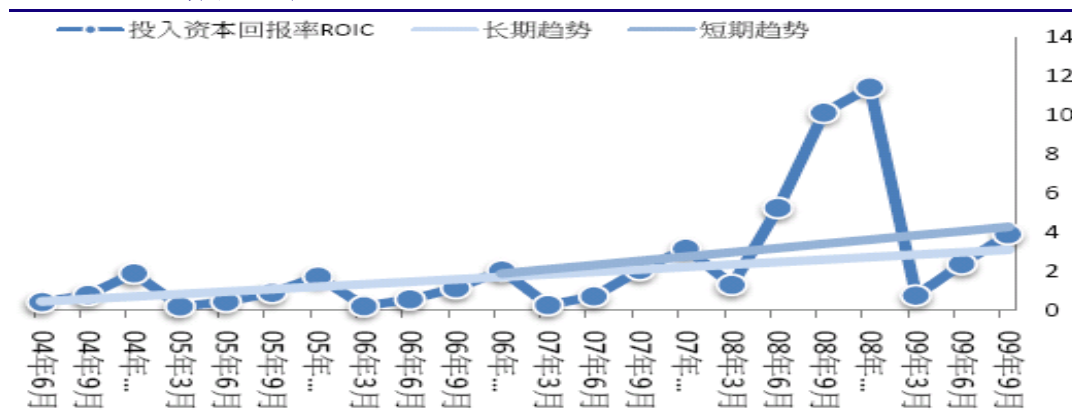
在下游消费方面，精细磷化工行业发展可以通过有机磷和磷酸盐两条途径实现。公司目前大宗磷化工产品三聚磷酸钠主要用于洗涤剂，公司三聚磷酸钠产能为 20 万吨，销量在 25 万吨左右，产品 50% 左右用于出口，国外客户中宝洁是公司的最大客户，年采购量在 4-5 万吨左右，其次为德国汉高。国内客户有浙江纳爱斯、广东立白和上海白猫等大型日化企业，由于下游行业需求基本平稳，未来五钠产品产销量将维持现有规模。而另一主要磷化工产品六偏磷酸钠主要应用于食品防腐剂和保鲜剂。总体上，公司传统磷化工产品未来增长基本平稳。食品级、医药级和电子级磷酸盐在发达国家已经相对成熟，代表着未来磷化工产业的发展新方向。未来公司将重点发展下游食品级精细磷酸盐产品，实现磷化工产业升级。公司目前具有 1 万吨食品级磷酸钠，虽然食品级磷酸盐项目短期内对公司的利润贡献短期内还难以体现，公司目前已具备六偏磷酸钠、次磷酸钠、牙膏级磷酸氢钙。食品级磷酸等精细磷化工产品的生产能力，这是公司未来产业升级和产品结构调整的重要方向。

图 9：公司净资产收益率指标



资料来源：WIND

图 10：公司投入资本回报率指标



资料来源：WIND

六、公司股票表现的催化剂：

黄磷、磷矿石价格上调是公司股票表现的催化剂。

七、主要风险因素：

资源税收政策可能进一步趋严，可能比我们预测的进一步趋严还要不利。公司生产装置发生安全生产事故（石油化工企业发生装置事故概率较大）

八、公司战略与竞争力分析

公司是从磷矿石到磷肥一体化的综合类公司。

表 2：兴发集团（600141.SH）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.9
优势	公司资源和规模成本优势明显，经营效率高。地理位置优越，地处我国主要磷矿石资源地。	分值：4.5
劣势	研发力量相对国际水平还有一定差距	分值：3.5
机会	资源价格复苏、环保要求小企业不断退出等有利于公司业绩提升	分值：4.0
威胁	资源税政策出台。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

表 3：兴发集团（600141.SH）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.4
供应商力量	自己有磷资源，其他原料供应商较多，足以满足公司原料供应。	分值：4.5
新进入壁垒	没有资源优势的企业成本较高，进入有一定资源壁垒。	分值：5.0
客户力量	客户很分散，客户力量较弱。	分值：4.5
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	竞争对手很多，特别是国外对手较强。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

九、估值：合理价值区间 22.22-28.11 元

1、绝对估值 DCF 模型合理价值：24.17-34.37 元

采用企业自由现金流模型（DCF）估值方法，DCF-WACC 模型估值结果每股价值敏感

性分析的合理区间为 24.17-34.37 元。

表 4: 兴发集团 (600141.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	320.03	113.70	266.53	448.98	978.11	营业收入	1711.24	2675.68	2996.76	3296.43	3790.90
应收和预付款项	174.61	227.47	365.23	283.62	460.17	营业成本	1368.32	1923.76	2487.31	2637.15	2956.90
存货	205.04	235.61	380.91	272.75	460.17	营业税金及附加	15.03	27.89	31.23	34.36	39.51
其他流动资产	0.00	2.28	2.28	2.28	2.28	营业费用	97.59	118.44	132.65	145.91	167.80
长期股权投资	107.19	224.85	224.85	224.85	224.85	管理费用	41.64	89.36	100.08	110.09	126.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	105.56	119.44	55.22	47.46	39.46
固定资产和在建工程	1795.42	1898.72	1851.15	1783.58	1696.02	资产减值损失	-4.59	56.80	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	171.33	220.48	195.21	169.94	144.67	投资收益	21.18	78.78	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2775.61	2925.11	3288.16	3188.00	3968.26	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	504.19	150.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	108.87	418.77	190.27	321.46	460.63
短期借款	534.10	575.90	967.38	661.82	1147.76	其他非经营损益	4.49	-45.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	800.81	963.73	963.73	963.73	963.73	利润总额	113.35	373.28	190.27	321.46	460.63
长期借款	47.40	56.41	56.41	56.41	56.41	所得税	30.94	63.55	28.54	48.22	69.09
其他负债	1886.50	1746.05	1987.53	1681.96	2167.90	净利润	82.42	309.72	161.73	273.24	391.53
负债合计	210.00	252.00	252.00	252.00	252.00	少数股东损益	6.21	14.55	7.60	12.84	18.39
股本	410.16	389.58	389.58	389.58	389.58	归属母公司股东净利润	76.21	295.17	154.13	260.41	373.14
资本公积	231.30	485.96	599.94	792.50	1068.43						
留存收益	851.47	1127.54	1241.52	1434.08	1710.01						
归属母公司股东权益	37.65	51.52	59.12	71.95	90.35						
少数股东权益	889.11	1179.06	1300.63	1506.04	1800.36						
股东权益合计	2775.61	2925.11	3288.16	3188.00	3968.26						
负债和股东权益合计	320.03	113.70	266.53	448.98	978.11						
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	82.42	309.72	161.73	273.24	391.53	毛利率	20.04%	28.10%	17.00%	20.00%	22.00%
折旧与摊销	91.30	272.84	292.84	312.84	91.30	销售净利率	4.82%	11.58%	5.40%	8.29%	10.33%
经营性现金净流量	381.07	569.47	598.20	497.75	865.80	ROE	8.95%	26.18%	12.41%	18.16%	21.82%
投资性现金净流量	-271.17	-283.10	-200.00	-200.00	-200.00	ROA	6.97%	16.09%	7.47%	11.57%	12.60%
筹资性现金净流量	50.39	-426.59	-245.37	-115.30	-136.67	ROIC	17.51%	32.51%	16.83%	15.48%	20.72%
现金流量净额	157.84	-140.50	152.83	182.45	529.13	销售收入增长率	7.52%	56.36%	12.00%	10.00%	15.00%
EBITDA	264.61	562.02	518.32	661.76	812.92	EBIT 增长率	24.05%	143.47%	-47.85%	50.28%	35.55%
NOPLAT	133.00	431.22	208.66	313.59	425.07	净利润增长率	79.56%	275.80%	-47.78%	68.95%	43.29%
						估值倍数					
						EPS(X)	0.252	0.976	0.510	0.861	1.234
						PE(X)	75.87	19.59	37.51	22.20	15.50
						PB(X)	6.79	5.13	4.66	4.03	3.38
						PS(X)	3.38	2.16	1.93	1.75	1.53
						EV/EBITDA(X)	16.07	8.77	10.81	8.21	6.06

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

表 5: 兴发集团 (600141.SH) DCF 模型

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
FCFF	38,670.63	28,763.51	65,493.67	45,272.83	77,776.68	78,832.04	109,639.45	104,185.57	117,605.91	116,425.50	117,589.76	118765.65
WACC	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%	11.20%
现值系数	1.0000	0.8992	0.8086	0.7272	0.6539	0.5880	0.5288	0.4755	0.4276	0.3845	0.3458	0.3109
FCFF 现值	38,670.63	25,865.51	52,961.20	32,921.18	50,858.83	46,355.26	57,975.20	49,540.71	50,287.85	44,767.34	40,659.49	36928.57
FCFF 现值	561,331.77	Ke		13.89%		估值		g				
永续价值(残值)现值	421,085.15	Kd		5%				2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
企业价值	982,416.92	t		25%	WACC	8.42%	43.82	45.02	46.46	48.22	50.42	
非核心资产	200.00	Rf		3.5%		9.26%	37.55	38.39	39.39	40.59	42.07	
带息债务(账面价值)	111,373.00	E(Rm)		0.12		10.19%	32.26	32.84	33.54	34.37	35.36	
少数股东权益	5,152.05	Rm – Rf		8.5%		11.20%	27.74	28.16	28.64	29.21	29.89	
股权价值	866,091.87	D/A		39.6%		12.32%	23.88	24.17	24.50	24.90	25.36	
总股本(万股)	30,240.00	E/A		60.4%		13.56%	20.54	20.74	20.98	21.25	21.57	
每股价值(元)	28.64	Beta		1.22		14.91%	17.66	17.80	17.96	18.14	18.36	

资料来源: 中国银河证券研究所

2、相对估值: 20.27-21.84 元

	2009E	2010E	2011E
目标公司 EPS	0.51	0.86	1.23
行业均值 P/E	41.98	23.54	17.70
每股价值(元)	21.40	20.27	21.84

表 6: 兴发集团相对估值表

代码	简称	P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
	行业平均	41.98	23.54	17.70	3.11	2.61	2.33	14.23	10.16	8.18	0.09	0.12	0.15
600078	澄星股份	71.40	29.01	21.17	3.83			16.95	11.72	10.26	0.05		
600426	华鲁恒升	22.60	17.50	14.89	3.63	3.07	2.58	11.16	8.99	7.93	0.16	0.18	0.17
600470	六国化工	55.80	31.49	23.75	2.34	2.46	2.26	20.19	16.63	13.06	0.04	0.08	0.10
59	辽通化工	52.21	19.01	12.83	2.59	1.37	1.26				0.05	0.07	0.10
422	湖北宜化	39.12	20.81	16.12	3.99	3.43	2.90	9.84	6.67	5.52	0.10	0.16	0.18
731	四川美丰	20.98	20.02	16.35	2.53	2.37	2.14	9.19	7.30	6.31	0.12	0.12	0.13
830	鲁西化工	37.00	22.58	10.17	2.70	2.48	2.14	8.43	6.53	4.86	0.07	0.11	0.21
600227	赤天化	37.32	26.22	23.26	2.19	1.96		18.36			0.06	0.07	
600141	兴发集团	37.55	22.96	16.37	4.22	3.74	3.05	19.74	13.28	9.31	0.11	0.16	0.19

资料来源: 中国银河证券研究所

3. 合理价值区间 22.22-28.11 元

我们平均相对估值和绝对估值结果，公司合理价值区间为 22.22-28.11 元。

插图目录

图 1: 世界磷矿石分布	2
图 2: 世界各地磷矿石产量 (千吨)	2
图 3: 国内磷矿石分布	3
图 4: 中国磷矿石产量 (万吨)	3
图 5: 国内磷矿石基础储量	4
图 6: 国内黄磷价格趋势	5
图 7: 国内磷矿石价格趋势	5
图 8: 公司磷产业链图	6
图 9: 公司净资产收益率指标	7
图 10: 公司投入资本回报率指标	7

表格目录

表 1: 兴发集团磷矿资源储量与产量	4
表 2: 兴发集团 (600141.SH) 战略分析	8
表 3: 兴发集团 (600141.SH) 竞争力分析	8
表 4: 兴发集团 (600141.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)	9
表 5: 兴发集团 (600141.SH) DCF 模型	10
表 6: 兴发集团相对估值表	10

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908