

一季度预增在预期之内

推荐

维持评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

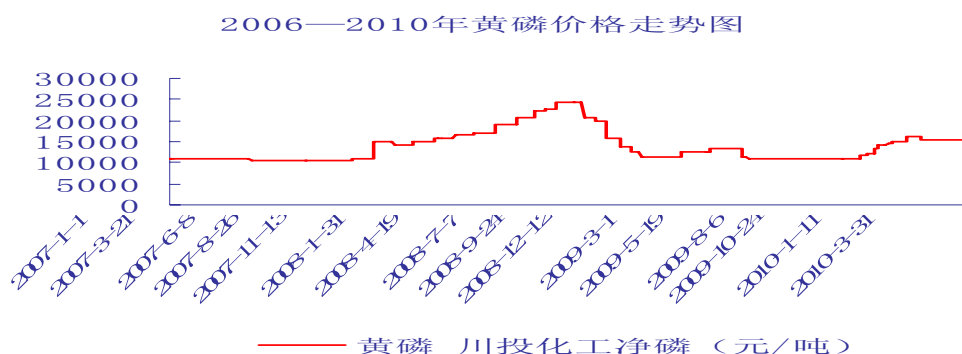
公司4月10日公告业绩预增报告, 预计公司2010年第一季度归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比上升50%-70%。

2. 我们的分析与判断

(一)、一季度预增在预期之内

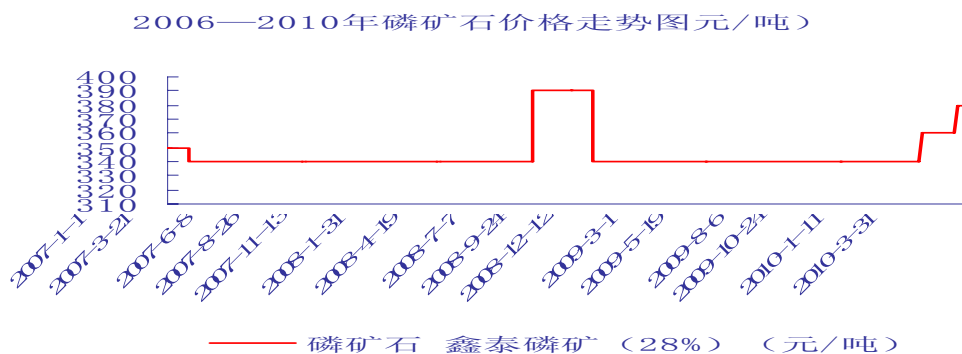
2010年第一季度磷化工市场行情逐步回暖, 同时受西南五省干旱的影响, 云贵磷矿石、黄磷减产, 黄磷等主导产品价格出现一定幅度上涨, 而去年同期受金融危机等因素的影响, 磷化工市场行情比较低迷, 公司主导产品价格处于历史较低水平。因此一季报公司利润同比大幅上升, 属于预期之中的事情。

图 1: 国内黄磷价格趋势



资料来源: 百川咨询

图 2: 国内磷矿石价格趋势



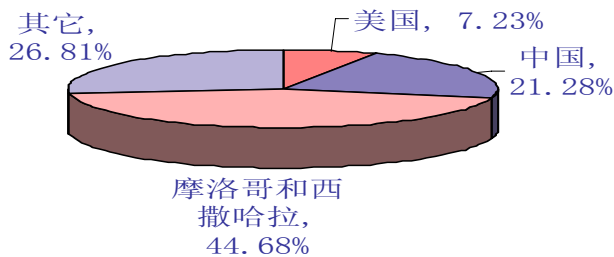
资料来源: 百川咨询

（二）、西南大旱促使磷矿石涨价

中国磷资源集中在湖北、湖南、四川、贵州和云南，西南大大旱最有利于湖北磷矿企业

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%。由于磷矿石开采需要大量用水和水电，西南大大旱，云贵磷矿石、黄磷减产最有利于湖北磷矿企业，兴发集团地处湖北，磷资源地域优势明显。

图 3：世界磷矿石分布



资料来源：USGS

（三）、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

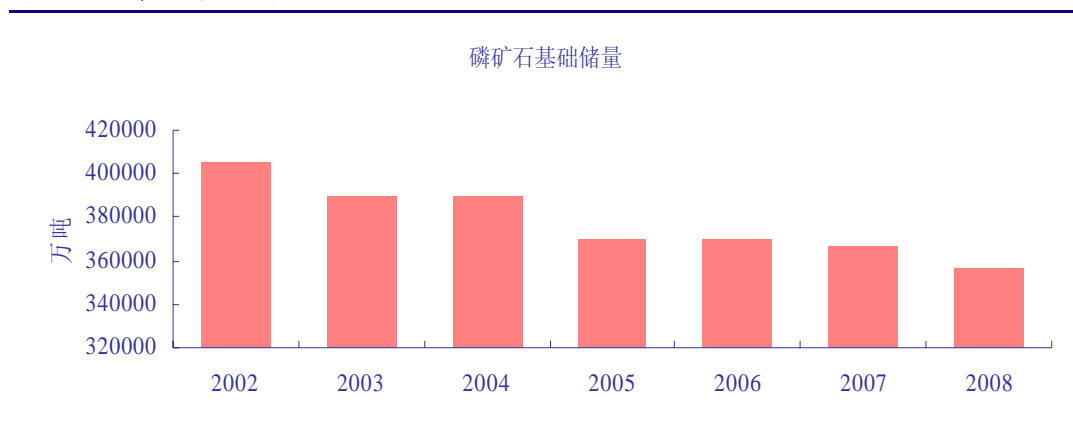
| | 持股比例 (%) | 储量(万吨) | 产能 (万吨) |
|---------|----------|--------|---------|
| 兴盛矿产 | 99.93 | 6500 | 60 |
| 保康楚烽化工 | 100 | 7300 | 100 |
| 神农架武山磷矿 | 70 | 600 | 20 |
| 合计 | | 14400 | 180 |

资料来源: 中国银河证券研究所整理

(四)、磷资源不足将促使磷产品价格长期看涨

目前化肥、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。

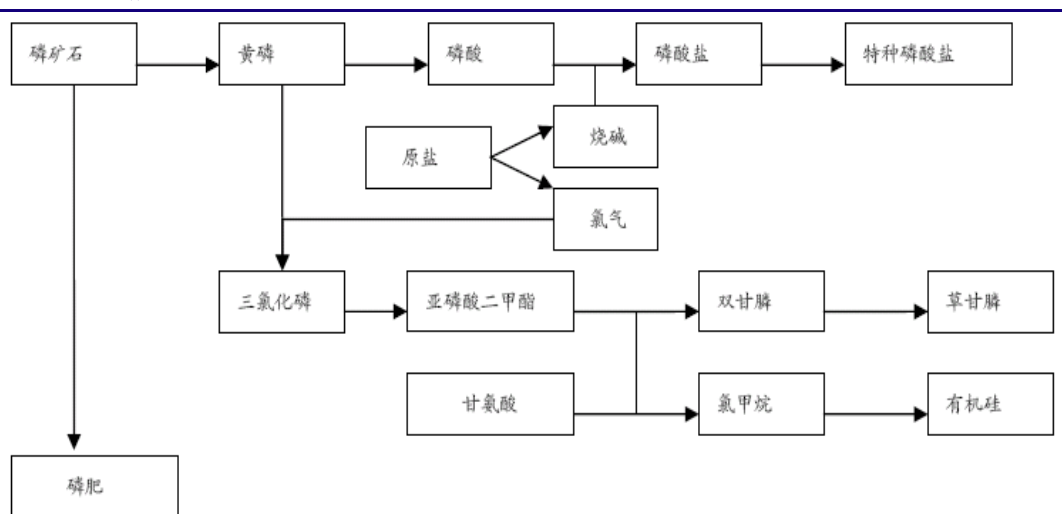
图 4: 国内磷矿石基础储量



资料来源: WIND

(五)、磷电一体化成本优势明显

图 5：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。

3. 投资建议

DCF-WACC 模型估值区间为 24.17-34.37 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，我们预计公司 2010-2011 年业绩为 0.86 元、1.23 元。对目前股价 PE 为 25.35 倍和 17.73 倍给予公司推荐的投资评级。

评级标准

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。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

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