

## 资源提升价值，一体化降低成本

——兴发集团(600141)调研简报

### 核心观点

近期我们实地调研了兴发集团，与公司高管就磷化工行业的发展和企业的生产经营情况进行了深入交流。我们认为公司投资亮点如下：

#### 磷矿资源不断增加，提升公司的内在价值：

截止 2009 年底，公司拥有磷矿石储量 1.44 亿吨，年产量 180 万吨。今年 6 月，公司获得大股东旗下的树垌坪矿区的采矿权，公司磷矿资源量增加 14%至 1.64 亿吨，年产量增加 40%至 254 万吨，预计增厚 2010 年 EPS0.11 元。同时，公司还拥有另外两个矿区的探矿权，估计预测资源量在 1.4 亿吨左右，使公司存在较大的想象空间。

#### 电力自给率提高，公司成本优势更加明显：

磷化工生产线中电力为最大的能耗，占黄磷成本的 50%。2009 年，公司拥有总装机容量近 10 万千瓦的水电站。电力自给率在 40%左右，今年，公司通过增发收购了古洞口水电站，年发电量在 8000 万度左右，公司电力自给率超过 50%。同时国家在逐渐取消对高耗能企业的电价优惠政策，众多中小企业受到冲击，公司自给电的优势渐显。

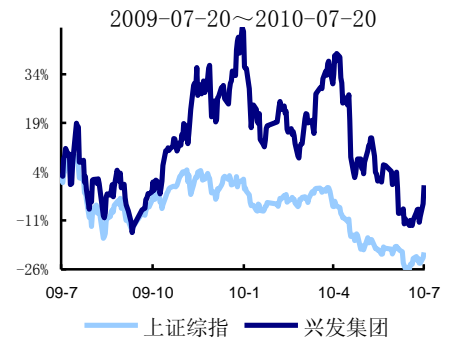
#### 电子级磷酸有望打破公司目前的发展瓶颈：

控股子公司兴福电子 1 万吨电子级磷酸联产 2 万吨食品级磷酸项目已经进入试车阶段，预计三季度后期可以正式投产，电子级磷酸分为面板级和 IC 级，IC 级价格是面板级磷酸的 3 倍左右，技术难点较高。目前公司已经可以生产 IC 级别的电子级磷酸，该产品投产，将是公司产业结构优化的重要开端。

#### 看好公司长期发展：

我们给予公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.65 元和 0.76 元，最新股价 14.2 元，对应的动态 PE 为 22 倍和 19 倍，低于化工板块平均 27 倍的估值。在可比上市公司中，公司产业链条更完整，运行更顺畅，历年毛利率均处于较高水平，我们看好公司长期的投资价值，维持“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	36548.00
流通A股(万股)	34776.00
52周内股价区间(元)	12.1-25.1
总市值(亿元)	51.90
总资产(亿元)	36.40
每股净资产(元)	4.12

### 财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	3044	3249	3402	3751
同比增速(%)	14%	7%	5%	10%
净利润(百万)	139	236	275	339
同比增速(%)	-52%	70%	18%	23%
EPS(元)	0.38	0.65	0.76	0.92
P/E	37	22	19	15

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: 执业证书编号:

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、公司矿、电、磷一体化优势在逐渐加大

### 1、磷矿石资源持续增加，不断提高公司的内在价值

截至 2009 年底，公司拥有磷矿石储量 1.44 亿吨，年产量 180 万吨。2010 年 6 月，公司取得了树崆坪公司的唯一受让权，其中包括树崆坪矿区的采矿权，因此公司磷矿石储量增加 14%至 1.64 亿吨，年产量增加 40%至 254 万吨。该矿区位于公司本部湖北兴山县，完全成本相对较低，预计增厚 2010 年业绩 0.11 元。同时，公司还拥有树崆坪后坪矿段和瓦屋四矿的探矿权，估计预测资源量在 1.4 亿吨左右。随着公司磷矿资源储、产量的提升，公司内在价值不断提升。目前国内磷矿石价格仅是国外的 1/3，预计未来走低的可能性不大，并且磷资源属于不可再生资源，随着集中度的提高，国内磷矿的整合，国内磷矿有向国际价格接轨的可能。届时，公司将从中明显受益。

### 2、电力自给率提高，增加公司成本优势

磷化工属于高耗能行业，生产一吨黄磷需要 1.4 万度电。电力成本占黄磷成本的 50%左右。此前公司拥有 10 多座水电站，总装机容量近 10 万千瓦，年发电量在 3.5 到 4 亿千瓦时，电站分别分布于兴山县南阳河流域、古夫河流域、高岚河流域，电力自给率在 40%左右。公司通过增发收购古洞口水电站，该水电站是公司第一个水库式电站，发电量稳定，年发电量在 8000 万度左右。目前公司拥有黄磷 10 万吨的产能，年产量在 7 万吨左右，按照每吨消耗 1.4 万度电计算，预计需电量 9.8 亿度，公司电力自给率提高到 50%左右。目前公司自发电成本在 0.20 元/度，外购电成本平均 0.45 元/度计算，仅考虑电力成本，公司自供电生产的黄磷每吨具有成本优势 2800 元，是目前黄磷价格的 20%。从政策方面考虑，国家取消对高耗能企业电价优惠政策，对国内许多中小企业构成巨大冲击，公司的自给电的优势逐渐显现。

## 二、以磷为基础，辐射更多领域和高附加值产品

### 1、传统磷化工业务保持稳定

公司传统业务是磷酸盐，以五钠、六偏为主。目前公司拥有五钠产能 22 万吨/年、六偏 4.8 万吨/年。由于下游需求稳定，预计公司将维持目前规模。除广西兴发拥有 5 万吨的五钠产能外，其他均集中在湖北省。以 70%开工率计算，公司湖北地区黄磷需求是 5 万吨，完全实现自给。因此，该业务盈利空间基本稳定。

### 2、发展高附加值产品值得关注

精细磷化工可以通过磷酸盐和有机磷来实现。目前公司拥有有机磷阻燃剂 5000 吨的产能，生产销售情况较好。同时控股子公司兴福电子（控股 90.94%）拥有 1 万吨电子级磷酸联产 2 万吨食品级磷酸产能已经进入试车阶段，预计三季度后期可以正式投产，2010 年开始贡献利润。电子级磷酸分为面板级和 IC 级，IC 级价格大致是面板级的 3 倍，技术难点较高。目前已经可以生产 IC 级别的电子级磷酸，预计该产品的投产，将是公司产业结构优化的重要开端，将打破公司目前的发展瓶颈，向高端磷化工发展。

### 3、副产品综合利用也精彩

公司副产的二硫化碳用于二甲基亚砷。目前全球只有少数几个国家可以生产二甲基亚

矾，09 年产量在 4-5 万吨，公司是全球最大的生产厂家，拥有 2 万吨的产能。该产品主要用于医药中间体，目前售价在 1.1 万元/吨，开工情况较好，销售旺盛。

同时公司子公司兴瑞化工有 5000 吨漂粉精和 6 万吨有机硅单体产能在建，目前土建工程已经完工，正在进行设备招标，预计 2011 年底投产，2012 年贡献利润。

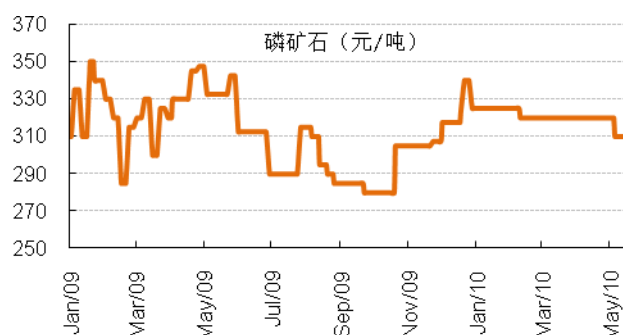
#### 4、未来公司将大力发展磷肥

目前，磷矿石 70%用于磷肥的生产。而公司拥有大量的磷矿石，除自身消耗，70%用于外销。而磷矿石价格相对低迷，短期难以实现其应有价值。公司将依托宜都兴发工业园，大力发展磷肥。一方面，有利于公司消耗低品位的磷矿，另一方面，公司天然的资源优势为公司发展磷肥打下了坚实的基础。

### 三、看好公司长期投资价值

我们预计公司 10、11 年摊薄 EPS 分别为 0.65 元和 0.76 元，目前股价 14.20 元，对应 PE 为 22 倍和 19 倍，低于化工板块 2010 年 27 倍的 PE。目前在可比上市公司中，公司矿、电、磷一体化的成本优势最明显，历年毛利率处于领先地位，公司生产线运行最顺畅，我们看好公司长期的投资价值，维持“短期-推荐，长期 A”的评级。

图 1：磷矿石价格走势



资料来源：国都证券

图 1：黄磷价格走势



资料来源：国都证券

**表 1：兴发集团盈利预测**

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	304,439	324,901	340,152	375,053
营业收入	304,439	324,901	340,152	375,053
收入增长率	14%	7%	5%	10%
二、营业总成本	292,163	299,091	309,696	337,384
营业成本	259,416	264,327	272,960	297,254
毛利率	15%	19%	20%	21%
营业税金及附加	3,531	3,574	3,742	4,126
销售费用	11,061	11,696	12,586	13,502
管理费用	8,223	9,097	9,524	10,501
财务费用	9,817	10,397	10,885	12,002
资产减值损失	116	0	0	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2,313	2,200	2,200	2,200
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	14,589	28,010	32,656	39,869
加：营业外收入	2,356	0	0	0
减：营业外支出	1,055	0	0	0
五、利润总额	15,889	28,010	32,656	39,869
减：所得税	1,882	4,201	4,898	5,980
六、净利润	14,007	23,808	27,757	33,888
减：少数股东损益	117	229	230	325
归属母公司所有者净利润	13,890	23,580	27,527	33,563
七、每股收益：				
全面摊薄每股收益（元）	0.38	0.65	0.76	0.92

资料来源：国都证券研究所

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳		