

兴发集团 (600141): 多因素驱动产品价格上涨

行业分类: 化工

2011. 02. 24

研究员: 卢全治

(执业证书编号: S0640511010011)

电话: 0755-83689065

Email: luquanzhi@hotmail.com

联系人: 刁志学

电话: 0755-83520492

Email: diaozhixue@163.com

6-12个月目标价	30.00元
当前股价	24.80元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2878.60
总股本(百万)	365.48
流通A股(百万股)	347.76
流通B股(百万股)	0
流通A股市值(百万)	8624.45
总市值(百万)	9063.90
每股净资产(元)	4.50
ROE(TTM)	14.32%
资产负债率	68.69%
动态市盈率	39.70
动态市净率	5.17



投资要点:

- 公司资源丰富,且具有增长潜力。**兴发集团自上市以来就坚持“矿电磷”一体化的发展战略,不断收购资源,提升资源拥有量。目前公司拥有磷矿石储量1.47亿吨,矿产能达244万吨/年。公司拥有19座水电站,年发电量可达5亿度,电力自给率50%。未来公司有磷矿资源注入的预期,成为公司业绩增长的驱动力之一。
- 磷矿石价格呈上升趋势。**从近期磷矿石价格的走势看,国内价格呈现缓慢的上涨趋势。国内春耕从南到北的逐步启动,磷肥的需求量快速提升,磷肥企业的开工率维持较高水平,从而提升了磷矿石的需求量,随着春耕的全面铺开,磷矿石价格仍有进一步上涨的可能。
- 原油价格飙升的潜在收益者。**近期国际原油价格出现了大幅飙升,短期看是受中东北非的紧张局势,包括利比亚在内诸国的混乱政局推动的,但我们认为更重要的因素是原油需求的持续提升所致。受需求拉动,油价持续上升是大概率事件。油价的攀升将带动硫磺价格的上涨,从而热法磷酸的成本优势会逐步凸显,公司成为油价上升的潜在受益者。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司10-12的每股收益分别为0.62元,1.00元和1.12元,对应的市盈率分别为39.70倍,24.87倍和22.02倍。由于公司拥有丰富的资源,且11年公司呈快速增长的态势,公司可以享受较高的估值水平,我们给予11年30倍的市盈率水平,公司股票6-12个月内的目标价为30元,投资评级为“买入”。
- 财务数据与估值**

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3044	4234	4760	4894
收入同比(%)	14%	39%	12%	3%
净利润(百万元)	139	233	362	409
净利润同比(%)	-52%	68%	56%	13%
每股收益(元)	0.38	0.64	1.00	1.13
P/E	64.84	38.70	24.87	22.02
P/B	7.23	5.17	4.43	3.86

资料来源: 中航证券金融研究所

一、公司资源丰富，且具有增长潜力

由于兴发集团所处的磷化工行业是严重的资源依赖型产业，自公司上市至今，一直坚持“矿电磷”一体化的发展战略，通过不断的收购兼并扩大磷化工产业链上游的资源拥有量。目前，公司拥有磷矿储量 1.49 亿吨，归属于公司属于的权益储量为 1.47 亿吨，矿石的平均品味在 26%-28%之间。2010 年 6 月 8 日公司取得了树空坪矿业有限公司 100%股权，树空坪矿业拥有葛坪、申家山、蒋家湾三个磷矿采矿权，共拥有磷矿石可开采储量 1000 万吨，磷矿石产能 74 万吨/年。

公司目前磷矿石产能已经达到了 244 万吨/年，其中大约 70 万吨用于自有磷酸盐产品的应用，剩下的磷矿石将对外销售。

图表 1：兴发集团磷矿资源丰富

	持股比例	储量	产能
兴盛矿业	99.93%	6300 万吨	50 万吨/年
保康楚峰化工	100%	7300 万吨	100 万吨/年
神农架武山矿业	70%	600 万吨	20 万吨/年
树空坪矿业	100%	1000 万吨	74 万吨/年

资料来源：中航证券金融研究所

公司除了拥有丰富的磷矿资源之外，通过在兴山县不断推进水电资源的整合，目前公司已经拥有水电站 19 座，装有水轮发电机组 43 台，总装机容量近 14.5 万千瓦，年发电量约 5 亿度。公司的自备电站的发电成本约 0.25 元/度，宜昌当地的电价约 0.5 元/度，目前公司年耗电量约 10 亿度，公司电力的自给率 50%，每年可为公司节约成本约 1.25 亿元。

公司丰富的磷矿石资源和电力资源是公司盈利的主要来源，能够为公司提供稳定的收入。未来，公司仍有进一步的资产注入预期，成为公司业绩增长的又一驱动力。公司大股东宜昌兴发集团有限责任公司将受让宜昌国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司 95.9% 的股权。磷化有限公司的核心资产为店子坪磷矿和树崆坪磷矿，可利用磷矿资源储量为 6026.02 万吨。宜昌兴发集团承诺在收购完成后的 6 个月内以取得成本将相关资产注入兴发集团，注入完成后公司的资源量将进一步增长。

二、磷矿石价格呈上升趋势

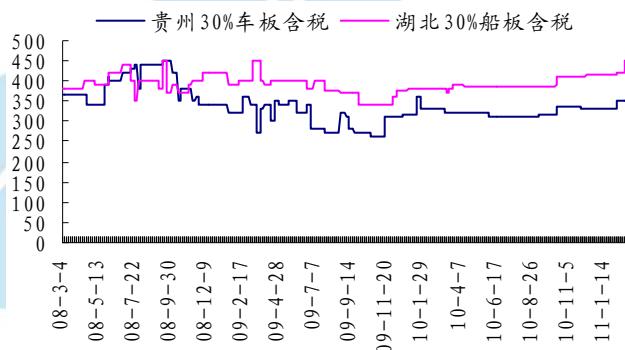
据中国地质调查局的调查，我国磷矿的可采储量 21.11 亿吨，基础储量 40.5 亿吨，资源量 127.32 亿吨。目前我国的可采储量只够开采 30 年，而且磷矿属于不可再生资源，因此磷矿资源具有很高的稀缺性。磷矿石的稀缺性将驱动其价格长期呈上升趋势。对于从事磷化工行业的企业而言，只有拥有了磷矿资源，才拥有一定的成本优势，才能在未来的竞争中生存和发展。而且拥有磷资源的公司会在磷矿石价格的长期上涨趋势会持续受益。

图表 2：中国磷资源储量和分布（亿吨）

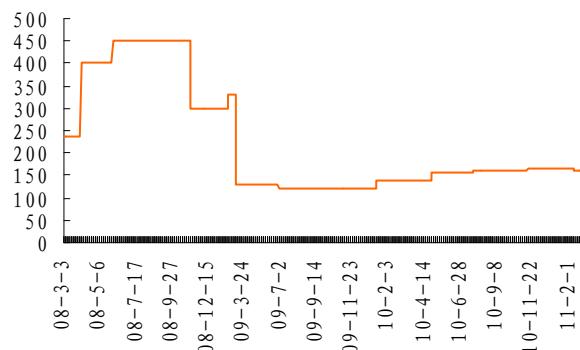
	可采储量	基础储量	资源量
云南	4.23	11.41	27.6
贵州	5.06	7.2	19.75
湖南	0.84	2.65	17.68
湖北	6.45	9.16	16.67
四川	1.33	2.89	11.16
其他	3.2	7.23	34.46
合计	21.11	40.54	127.32

资料来源：中国地质调查局

目前我国的磷矿石价格约400元/吨，而国际磷矿石价格约160美元/吨，折合人民币约1056元/吨，是国内磷矿石价格的2倍多。造成国内国际价格差异如此巨大的原因主要是国家保护国内的稀缺资源，限制磷矿石出口。虽然国内的磷矿石价格短期内不能与国际接轨，但也从一个侧面反映了国内磷矿石价格尚处于低估状态，未来仍有巨大的上涨空间。从近期磷矿石价格的走势看，国内价格呈现了缓慢的上涨趋势。国内春耕从南到北的逐步开始，磷肥的需求量快速提升，磷肥企业的开工率逐步提高，提升了磷矿石的需求量，随着春耕的全面铺开，磷矿石价格仍有进一步上涨的可能。作为拥有丰富磷矿资源的公司，磷矿石产品价格的上涨将给公司较大收益。

图表 3：国内磷矿石价格


资料来源：百川资讯

图表 4：印度 70-72%BPL 磷矿石到岸价（美元/吨）


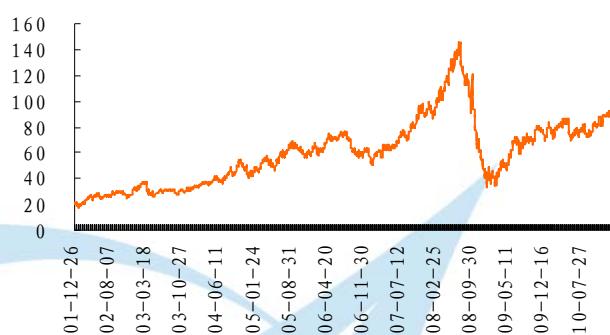
资料来源：百川资讯

三、原油价格的飙升的潜在受益者

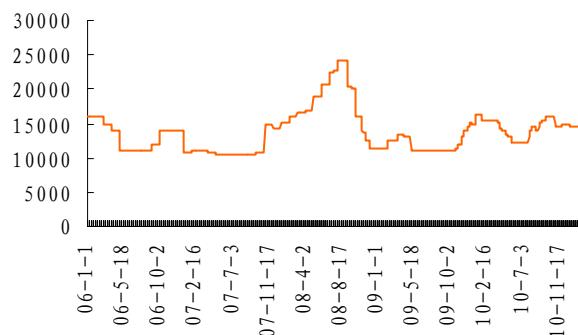
目前磷酸的工艺方法主要有湿法和热法两种，湿法工艺的技术水平要求较高，目前国内还的湿法工艺还不成熟，国内的磷酸都是采用热法工艺，而国际上基本采用的都是湿法工艺。热法磷酸是在一定温度下，在电炉中用焦炭还原磷矿石，制得黄磷，再将黄磷燃烧氧化，制得P2O5，经水化吸收制取磷酸。湿法生产是用强酸如硫酸与磷矿直接反应，得到磷酸产品，湿法工艺的原料中要用到磷酸，磷酸的上游原料即硫磺。因此，硫磺的价格影响着热法和湿法之间的成本差异。当硫磺价格上涨到2000元/吨，热法磷酸的成本优势将逐步显现。

当前全球经济可利用的硫资源主要有四个方面：一是从石油、天然气中回收硫；二是金属硫化物矿床共生、伴生的硫；三是煤、油页岩和富含有机质的页岩中所含的硫；四是硫铁矿和自然硫矿。全球工业用硫的主要来源是前面两种，比例逐年提高。因此，石油价格的上涨将推动硫磺价格的上升。由于我国 50% 的硫磺需求要通过进口满足，因此国际硫磺价格决定了国内价格走势。

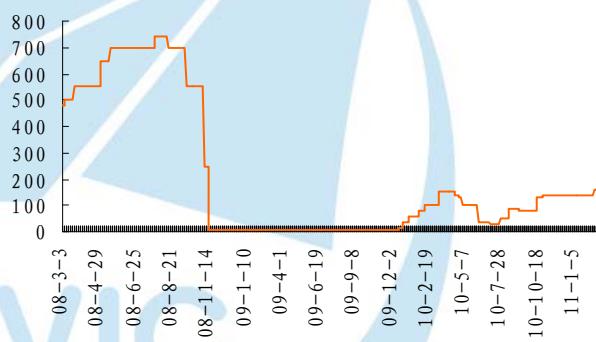
近期国际原油价格出现了大幅飙升，短期看是受中东北非的紧张局势，包括利比亚在内诸国的混乱政局推动的，但我们认为更重要的因素是原油需求的持续提升所推动。国际能源署预测原油的需求会持续提升，年内国际油价仍有进一步上涨的可能，油价的上涨将推动硫磺价格的提升，从而使得热法磷酸的成不优势逐步凸显，对黄磷的需求将逐步提升，进而推动黄磷价格上涨，公司盈利水平和业绩也将随着提升。

图表 5: WTI 原油期货结算价（美元/桶）


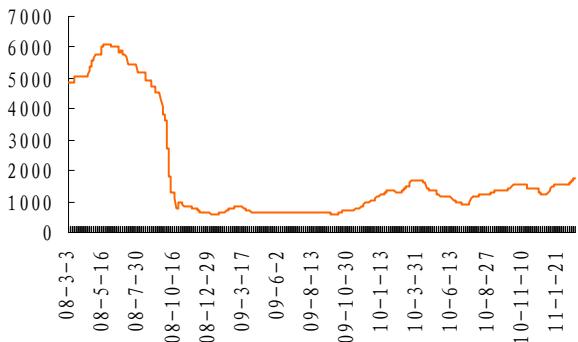
资料来源：百川资讯

图表 6: 我国黄磷价格（元/吨）


资料来源：百川资讯

图表 7: 黑海硫磺离岸价（美元/吨）


资料来源：百川资讯

图表 8: 中国硫磺价格（元/吨）


资料来源：百川资讯

四、盈利预测与投资评级

根据公司现有的产品生产能力及目前的市场价格，我们预测公司 10-12 的每股收益分别为 0.62 元，1.00 元和 1.12 元，对应的市盈率分别为 39.70 倍，24.87 倍和 22.02 倍。由于公司拥有丰富的资源，且 11 年公司呈快速增长的态势，公司可以享受较高的估值水平，我们给予 11 年 30 倍的市盈率水平，公司股票 6-12 个月内的目标价为 30 元，投资评级为“买入”。

资产负债表

	单位:百万元					单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	754	1720	1653	1839	营业收入	3044	4234	4760	4894
现金	148	176	162	169	营业成本	2594	3573	3935	4034
应收账款	180	474	579	596	营业税金及附加	35	47	54	55
其他应收款	9	115	69	102	营业费用	111	97	109	113
预付账款	35	286	184	256	管理费用	82	80	90	93
存货	351	485	534	548	财务费用	98	149	144	117
其他流动资产	32	182	124	169	资产减值损失	1	15	0	0
非流动资产	2886	2748	2681	2568	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	370	298	334	316	投资净收益	23	13	0	0
固定资产	1963	2021	1996	1934	营业利润	146	286	428	482
无形资产	259	259	259	259	营业外收入	24	10	0	0
其他非流动资产	294	170	92	60	营业外支出	11	22	0	0
资产总计	3640	4467	4333	4407	利润总额	159	274	428	482
流动负债	973	1337	910	683	所得税	19	41	64	72
短期借款	454	808	329	103	净利润	140	233	364	410
应付账款	257	337	380	385	少数股东损益	1	-0	1	1
其他流动负债	262	192	200	194	归属母公司净利润	139	233	362	409
非流动负债	1385	1353	1353	1353	EBITDA	358	524	666	696
长期借款	1353	1353	1353	1353	EPS(元)	0.46	0.64	1.00	1.13
负债合计	2358	2690	2262	2035					
少数股东权益	35	35	37	38					
股本	302	363	363	363					
资本公积	379	611	611	611					
留存收益	550	752	1045	1345					
归属母公司股东权益	1246	1742	2034	2335					
负债和股东权益	3640	4467	4333	4407					

现金流量表

	单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	359	-495	715	441	盈利能力	毛利率(%)	14.8%	15.6%	17.3%	17.6%
净利润	140	233	364	410	净利率(%)	4.6%	5.5%	7.6%	8.4%	
折旧摊销	114	89	94	96	ROE(%)	11.1%	13.4%	17.8%	17.5%	
财务费用	98	149	144	117	ROIC(%)	8.3%	10.7%	15.0%	15.3%	
投资损失	-23	-13	0	0	偿债能力	资产负债率(%)	64.8%	60.2%	52.2%	46.2%
营运资金变动	22	-957	105	-189	净负债比率(%)	77.87%	80.34%	74.34%	71.53%	
其他经营现金流	8	5	9	7	流动比率	0.77	1.29	1.82	2.70	
投资活动现金流	-621	86	-36	18	速动比率	0.41	0.92	1.23	1.89	
资本支出	457	0	0	0	营运能力	总资产周转率	0.91	1.04	1.08	1.12
长期投资	-195	-73	36	-18	应收账款周转率	15	12	8	8	
其他投资现金流	-358	13	0	0	应付账款周转率	12.06	12.03	10.97	10.54	
筹资活动现金流	310	437	-693	-452	每股指标(元)	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.64	1.00	1.13
短期借款	304	354	-479	-226	每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	-1.36	1.97	1.21	
长期借款	389	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.43	4.80	5.60	6.43	
普通股增加	50	61	0	0	估值比率	P/E	64.84	38.70	24.87	22.02
资本公积增加	-10	232	0	0	P/B	7.23	5.17	4.43	3.86	
其他筹资现金流	-423	-210	-214	-226	EV/EBITDA	29	20	16	15	
现金净增加额	49	28	-14	7						

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治，SAC执业证书号：S0640511010011，中国科学技术大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事化工行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。