

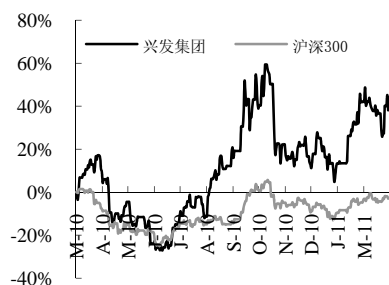


化工  
Chemistry

2011 年 03 月 30 日

市场数据	2011 年 03 月 29 日
当前价格 (元)	23.52
52 周价格区间 (元)	12.10-28.02
总市值 (百万)	8596.09
流通市值 (百万)	8179.32
总股本 (万股)	36548
流通股 (万股)	34776
日均成交额 (百万)	214
近一月换手 (%)	80.83
Beta (2 年)	1.22
第一大股东	宜昌兴发集团有限责任公司
公司网址	

#### 一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
兴发集团	-2.7	24.2	38.1
沪深 300	1.9	6.4	-3.0

杨杰

执业证书编号: S0370511030002

+86 755 83025935

[yangjie@jvzq.cn](mailto:yangjie@jvzq.cn)

## 兴发集团 (600141) 年报点评

——磷矿石和贸易业务大幅增长，产业结构向高端发展

评级: 增持

赢利预测	2010 年	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	3044	4678	4970	6041
主营收入增长率 (%)	13.8%	53.7%	6.2%	21.5%
净利润 (百万元)	139	183	289	401
净利润增长率 (%)	-52.9%	32.0%	57.9%	38.7%
每股收益 (元)	0.38	0.50	0.79	1.10
PE	61.9	46.9	29.7	21.4

资料来源: 金元证券研究所

- 2010 年公司实现营业收入和净利润分别为 46.78 亿元和 1.83 亿元，分别同比增长 53.7% 和 32%。实现摊薄后每股收益 0.50 元，公司分配预案为每 10 股派 1 元。
- 贸易业务和磷矿业务大幅增长、磷酸盐业务毛利率大幅提升。根据测算，磷矿石、磷酸盐和贸易业务贡献了公司 2010 年毛利增量的 37%、36% 和 20%。受益于磷化工下游需求增长和磷矿资源整合，11 年我国磷化工景气度将继续上行。国际磷化工景气大幅提升、磷矿供给受限，有望拉动我国磷化工产品出口。
- 磷矿石产量大幅提高、磷矿石储量翻番。公司楚烽磷矿复产，将推动公司 11 年磷矿石产量大幅提高。未来磷化公司资产注入、树空坪矿区后坪矿段和瓦屋矿段磷矿探矿权未来转为采矿权，公司磷矿资源有望翻倍。
- 公司 1 万吨电子级磷酸项目已经建成投产、6 万吨有机硅项目即将投产，以及落后产能的不断淘汰，公司产品结构持续改善。公司产品结构的改善，必将带来盈利能力的上升。
- 我们预计公司 11-13 年每股收益为 0.79/1.1/1.55 元，对应 PE 为 29.7/21.4/15.1 倍。公司磷、矿、电一体化优势明显、资源储备丰富、生产成本较低。短期内，公司能够分享国际磷化工市场高景气度和磷矿石价格上涨带来的利好。长期内，随着公司产品结构的调整，以及磷资源价值的提高，未来发展前景广阔。我们给予公司增持评级。

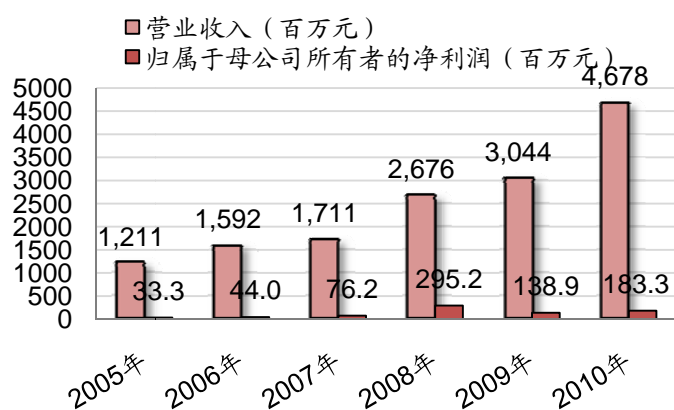
### 公司业绩较快增长

2010 年公司实现营业收入 46.78 亿元，同比增长 53.7%；归属于母公司所有者的净利润 1.83 亿元，同比增长 32%。摊薄后每股收益 0.50 元，每股经营性净现金流 1.06 元；平均净资产收益率 12.47%。公司分配预案为每 10 股派 1 元。

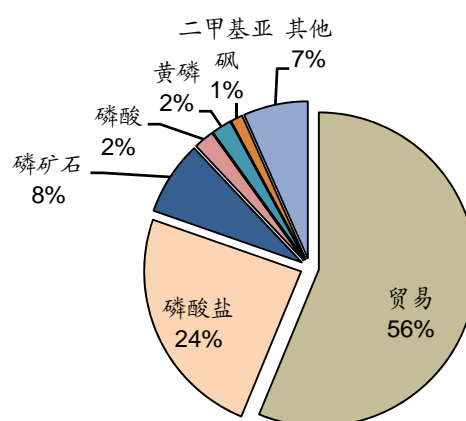
公司贸易和磷矿石业务的增长、以及磷酸盐毛利率的大幅提升，是公司业绩快速好转的主要原因。

10 年，公司加快了落后产能的淘汰力度。拆除了白沙河化工厂 3000 吨和楚烽公司 2500 吨黄磷电炉。公司整体资产质量有所改善。

图表 1 公司业绩大幅回升



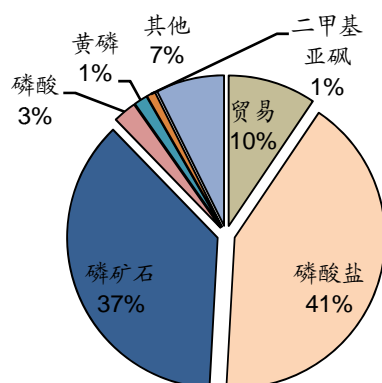
图表 2 公司 2010 年收入构成



资料来源：wind

资料来源：wind

图表 3 公司 2010 年毛利构成



资料来源: wind

### 毛利率回升, 费用率大幅下降

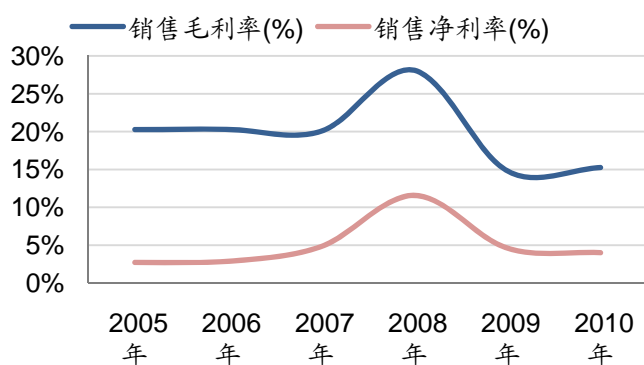
公司业绩增长主要来自磷矿石和贸易业务的增长, 以及磷酸盐毛利率的提升。根据测算, 磷矿石、磷酸盐和贸易业务贡献了公司 2010 年毛利增量的 37%、36%和 20%。公司磷矿石业务收入同比大幅增长 51.87%; 毛利率高达 73.6%, 略有提高。贸易收入同比增长 141.58%; 毛利率为 2.56%, 比上年大幅提高 1.25 个百分点。磷酸盐毛利率同比大幅提高 10.29 个百分点, 基本恢复到 08 年的水平。综合来看, 2010 年公司综合毛利率达到 15.24%, 同比提高 0.45 个百分点。

我国磷化工产业受益于下游需求增长和磷矿石产业的资源整合, 11 年景气度有望继续上行。国际磷化工产品需求增长、供给受限, 有望拉动我国磷化工产品出口。

2010 年公司期间费用率 7.94%, 同比下降 1.62 个百分点。公司费用率下降主要系贸易业务大幅增长导致收入基数提高。公司 10 年三项费用达到 3.71 亿元, 同比增加 27.6%。

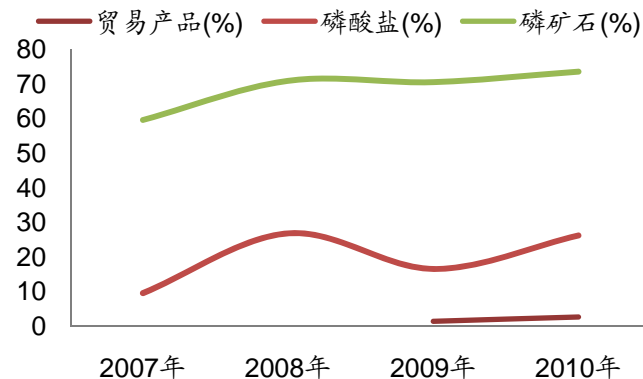
2010 年, 公司磷矿外销业务实现收入 3.57 亿元, 同比增长 51.87% 实现毛利 2.95 亿元, 同比增长 58.4%。

图表 4 公司盈利能力企稳回升



资料来源: wind

图表 5 公司主要业务毛利率有所提高



资料来源: wind

## 2011 年磷矿石业务大幅增长、长期资源前景乐观

公司楚烽磷矿从 2010 年 6 月起因事故停产，影响了公司 2010 年磷矿石销量。公司磷矿总产能 250 万吨，其中楚烽磷矿为 100 万吨。公司已于 2010 年 12 月获得复工批准，预计公司 2011 年磷矿石产量有望同比大幅提高。在全球磷化工高景气度的背景下，我们预计未来磷矿石价格仍将继续上行。

未来磷矿石资源有望翻番。公司目前磷矿储量 1.5 亿吨，产量 250 万吨。宜昌兴发集团获得了磷化有限公司 95.9% 的股权，未来将注入到上市公司。磷化有限公司核心资产店子坪磷矿和树空坪磷矿共有磷矿资源储量 6026.02 万吨。公司武山磷矿采矿证矿区面积提高至 25.475 平方公里、开采深度变更为 1600 米至 300 米标高。公司树空坪矿区后坪矿段 41.59 平方公里探矿权、瓦屋矿段磷矿探矿权未来有望转为采矿权，未来公司磷矿资源有望翻倍。

随着我国对磷矿资源保护力度的加强、以及磷矿资源的整合导致产业集中度提高、富矿资源逐步减少，我国磷矿价格将存在长期上涨趋势。

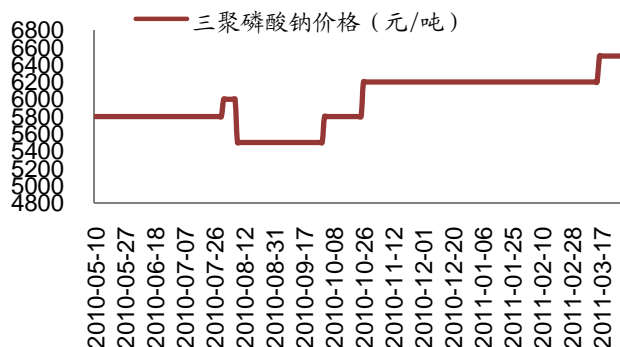
## 磷化工景气上行、公司产品结构向高端发展

去年以来，我国磷化工产业整体复苏。其中磷肥价格持续上扬至 3300 元/吨，同比上涨了 15% 左右。三聚磷酸钠和六偏磷酸钠价格也出现 10% 以上的上涨。我国磷肥出口限制较严，受国际市场拉动作用有限；而其他磷化工产品出口限制措施较少，可受益国际市场高景气度。10 年公司磷酸盐盈利能力大幅回升，毛利率回升至 26.18% 的较高水平。

公司 10 年实施了增发，主要投入 1 万吨电子级磷酸联产 2 万吨食品级磷酸项目、收购古洞口电站经营性资产、以及偿还银行贷款项目。目前，公司电子级磷酸项目已建成投产，产品价格 15000 元/吨左右，成本仅略高于食品级磷酸，盈利能力良好。公司正逐步从低附加值的磷化工产品，向高附加值的电子化学品领域发展。我们预计未来公司电子级磷酸产能或将继续扩张。

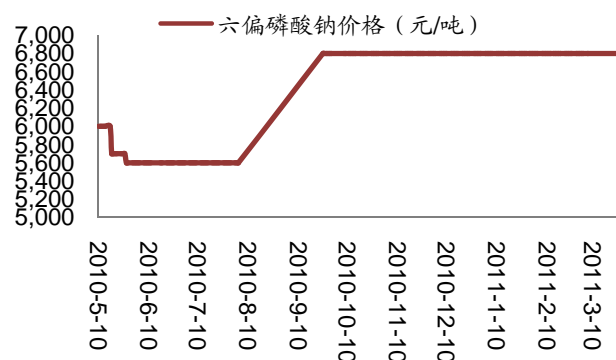
公司 6 万吨有机硅项目即将投产，有机硅业务将成为公司新的利润增长点。此外，公司还加快湿法磷酸精制、有机磷及水处理剂等关键技术攻关，未来公司产品结构将持续改善。

图表 6 国内三聚磷酸钠价格逐步上行



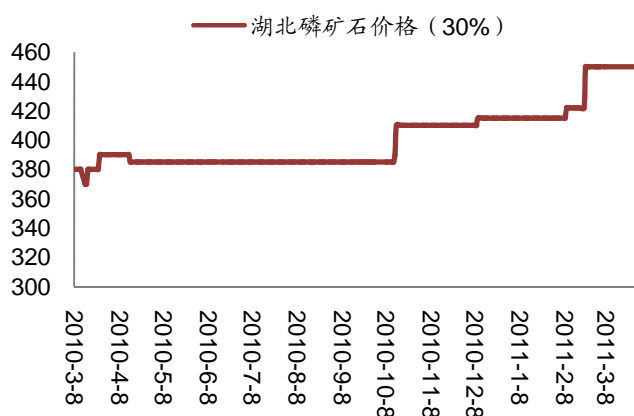
资料来源：金元证券研究所整理

图表 7 国内六偏磷酸钠价格有所上涨



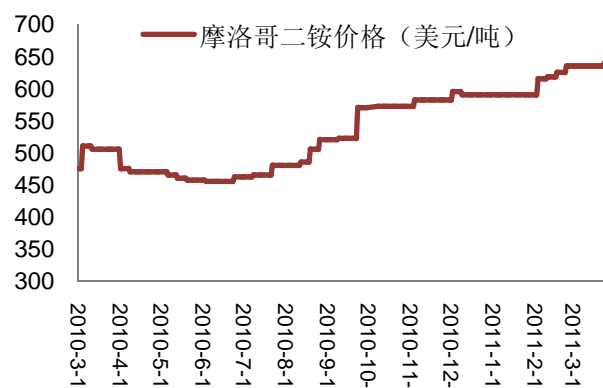
资料来源：金元证券研究所整理

图表 8 国内磷矿石价格明显上涨



资料来源：金元证券研究所整理

图表 9 国际磷肥价格大幅上涨



资料来源：金元证券研究所整理

## 估值

我们预计公司 11-13 年每股收益为 0.79/1.1/1.55 元，对应目前 23.52 元股价，PE 分别为 29.7/21.4/15.1 倍。公司磷、矿、电一体化优势明显、资源储备丰富、生产成本较低。短期内，公司能够分享国际磷化工市场高景气度和磷矿石价格上涨带来的利好。长期内，随着公司产业结构的调整，以及磷资源价值的提高，未来发展前景广阔。给予公司增持评级。

## 风险

税收风险。公司作为国家级高新技术企业享受的所得税优惠政策于 2011 年到期，存在税收优惠政策不能持续的风险。

图表 10 公司利润表预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4678.04	4970	6041	7156
营业成本	3965	4166	5018	5838
营业税金及附加	61	65	79	94
销售费用	125	149	181	215
管理费用	106	114	136	161
财务费用	140	115	122	130
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	17	17	17
营业利润	287	368	512	725
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	70	0	0	0
利润总额	239	368	512	725
所得税	51	72	101	145
净利润	187	296	410	580
少数股东损益	4	6	9	12
归属于母公司净利润	183	289	401	568
EBIT	378	483	634	855
EPS (元)	0.50	0.79	1.10	1.55

资料来源：金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.