



上市公司公告点评

基础化工—磷化工

增持 维持

兴发集团（600141）

2010 年 1 月 6 日

树空坪后坪矿段磷矿储量丰富

1 月 5 日收盘价 21.25 元，6 个月目标价 26.00 元

石化与基础化工行业分析师：邓勇
dengyong@htsec.com
021-23219404

公告内容

兴发集团董事会通过了兴瑞化工新建 5000 吨/年漂粉精项目、兴盛矿产投资瓦屋磷矿平水至三岔公路改扩建工程以及增加后坪磷矿探矿项目投资等议案。

点评

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%）。此次增加 5000 万元投资以确保详查探矿工程的顺利开展。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。

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，除了满足自给外，还有部分外销。2009 年公司磷矿石产量预计在 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。

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：海通证券研究所

与同行业相比，公司磷矿资源优势明显。与澄星股份相比，兴发集团目前的磷矿储量达到 1.44 亿吨，储量和产量更为丰富。从每股资源储量和产量看，兴发集团也明显高于澄星股份。在预计 2010 年磷矿石及磷化工产品价格稳步提升的情况下，兴发集团的业绩对磷矿石价格敏感性更强。

表 2 磷化工公司磷矿资源储量比较

	总股本 (万股)	总储量 (万吨)	达产后产量 (万吨)	每股储量 (吨)	达产后每股产量 (吨)
兴发集团	30240	14400	180	0.4762	0.0060
澄星股份	65147	13300	150	0.2042	0.0023

资料来源：WIND，海通证券研究所

丰富的磷矿资源储量为公司长远发展奠定了资源基础，未来公司除了发展精细磷化工产业外，还将发展磷肥产业。

表 3 兴发集团产业布局规划

		地址	持股比例（%）	产品及产能
磷矿 基地	兴盛矿产	兴山县	99.93	60 万吨磷矿石
	武山矿业	神龙架	70.00	20 万吨磷矿石，2.2 万吨黄磷
	楚烽化工	保康县	100.00	100 万吨磷矿石，3 万吨食品级五钠
磷化工 基地	白沙河化工厂	兴山县		黄磷 2.55 万吨，磷酸 9 万吨，五钠 9 万吨，六偏 1 万吨，二甲基亚砷 1 万吨
	刘草坡化工厂	兴山县		黄磷 2.50 万吨，磷酸 10 万吨，五钠 5 万吨，六偏 2 万吨
	古夫化工厂	兴山县		磷酸氢钙 1 万吨
	楚磷化工	宜昌猇亭区	100.00	1 万吨焦磷酸钠
	兴福电子	宜昌猇亭区	75.00	1 万吨电子级磷酸，2 万吨食品级磷酸
	兴瑞化工	宜昌猇亭区	50.00	15 万吨离子膜烧碱；18 万吨有机硅（一期 6 万吨）在建
磷肥 基地	宜都兴发化工	宜都	70.00	磷肥、磷复肥生产基地
全国 布局	安宁盛世达	云南	70.00	磷酸盐的生产与销售
	广西兴发化工	广西	85.00	3 万吨工业磷酸，1 万吨食品级磷酸，3 万吨五钠
	瑞阳化工	江苏	100.00	4 万吨工业磷酸，1 万吨食品级磷酸
	金冠化工	重庆	50.00	1.2 万吨二甲基亚砷，3.5 万吨二硫化碳

资料来源：公司公告，海通证券研究所

漂粉精项目

漂粉精是一种强氧化剂，主要用作漂白、消毒和杀菌剂，随着非典以及甲型 H1N1 流感病毒的爆发，其市场需求逐年增长。该项目建设工期 11 个月，项目建成后预计新增收入 4500 万元，年均利润总额 1830 万元。

平岔公路改扩建工程

平岔公路改扩建工程，主要是满足瓦屋磷矿的运输需要。

另外，公司调整了定向增发募集资金投向，即所募集资金将用于收购古洞口电厂及电子级磷酸项目建设，不再用于偿还贷款。我们认为方案调整后，将有助于定向增发尽快实施。

维持对公司“增持”的投资评级。预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.48、0.87 和 1.28 元。短期内值得关注的的事件：定向增发实施（拟定向增发不超过 4200 万股），1 万吨电子级磷酸项目（预计今年上半年竣工，如果开工顺利电子级磷酸产能有望进一步扩张），树空坪后坪矿段详勘进展及结果。

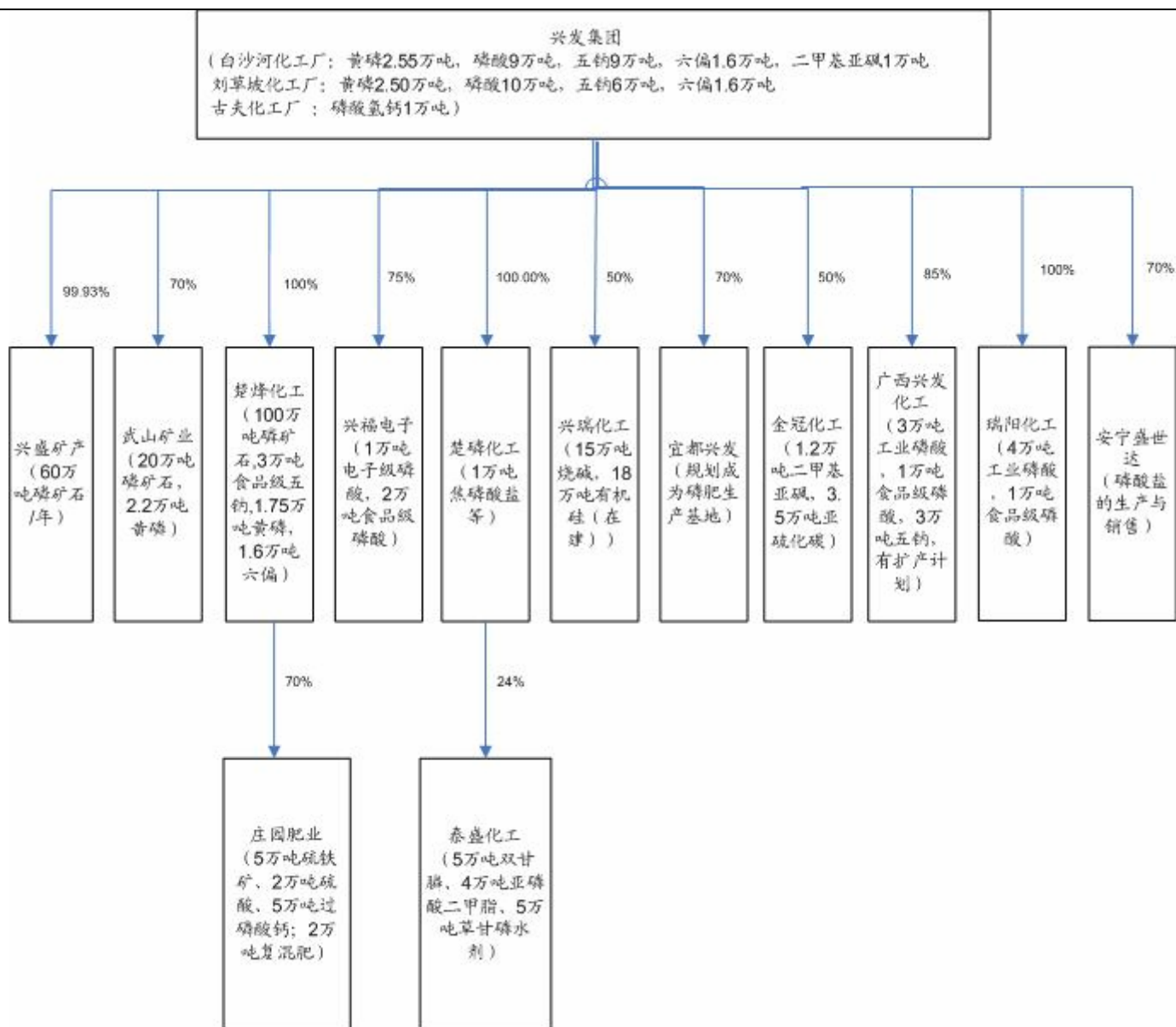
关于公司的详细分析，详见 2009 年 12 月 9 日的调研报告《资源禀赋优势明显》，该报告的主要结论是：

磷矿资源丰富。目前磷矿储量 1.44 亿吨，预计今明两年磷矿石产量 130、160 万吨，除了自给外，还有部分外销。如果树空坪后坪磷矿勘探取得突破，公司拥有的磷矿资源将进一步增加。

合理布局、志在长远。除了继续在湖北发展磷矿、磷化工、磷肥基地外，公司在广西、云南、江苏、重庆也有子公司，从而更贴近市场，实现了全国布局。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.48、0.87 和 1.28 元，维持“增持”投资评级。

附图 兴发集团公司结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	17.93	41.56	23.55	15.69
P/B	4.69	4.84	4.05	3.27
P/S	1.98	2.25	1.98	1.68
EV/EBITDA	10.21	18.33	12.46	8.87

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	1.57	1.37	1.19	1.02
借款/股东权益	0.94	0.86	0.73	0.61
已获利息倍数	4.32	4.35	6.37	8.67
流动比率	0.78	0.75	0.91	1.20
速动比率	0.51	0.43	0.59	0.87
现金比率	0.23	0.09	0.22	0.49

盈利能力指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	28.10	20.60	25.08	27.75
息税摊销折旧利润率	22.71	14.39	18.43	21.26
净利润率	11.03	5.40	8.41	10.73
净资产收益率	25.03	11.09	16.29	19.58
资产回报率	9.73	4.67	7.42	9.69
投资回报率	12.59	5.82	9.11	11.77

经营效率指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	15.26	12.68	13.29	13.51
存货周转率	8.73	8.77	8.62	8.86
总资产周转率	0.91	0.89	0.93	0.97
固定资产周转率	1.60	1.58	1.67	1.85

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	59.11	2.22	13.78	17.91
营业利润增长率	284.67	-39.87	62.69	44.49
EBIT 增长率	173.63	-36.64	48.58	37.68
EBITDA 增长率	133.73	-34.89	45.30	35.64
净利润增长率	287.31	-49.67	76.51	50.04

利润表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	267568	287218	324918	376101
营业成本	192376	230818	246358	275956
营业利润	41877	23888	40060	56687
营业费用	11844	14361	16246	18805
管理费用	8936	8617	11372	13164
利润总额	37328	19338	35511	52137
EBIT	51623	31413	47692	64416
折旧摊销	9130	6848	8877	11047
EBITDA	60753	38261	56570	75463
投资收益	7878	0	0	0
营业外收支净额	-4550	-4550	-4550	-4550
所得税	6355	4061	7812	11470
少数股东损益	1455	1160	2131	3128
净利润	29517	14117	25568	37539
基本每股收益（元）	1.17	0.48	0.87	1.28

资产负债表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	20435	7160	18616	44514
应收款项	21465	24528	27748	32119
存货	23561	27698	29563	33115
流动资产	67756	64631	81564	116071
固定资产	189872	210321	228122	244183
总资产	303294	320618	355352	405921
应付帐款	17315	11541	12318	13798
长期借款	96373	99773	103173	106573
总负债	185388	187435	195883	208341
少数股东权益	5152	6312	8443	11571
股东权益	117906	133183	159469	197580
付息负债	111373	114773	118173	121573
每股净资产（元）	4.47	4.32	5.14	6.33

现金流量表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	29517	14117	25568	37539
折旧摊销	9130	6848	8877	11047
营运资金变动	-2969	15943	7059	5306
经营活动现金流	54748	16184	43492	59593
固定资产投资	5859	26297	26679	27109
无形资产投资	5269	0	0	0
资本支出	19101	26297	26679	27109
投资活动现金流	-28310	-25512	-26679	-27109
公司自由现金流	35832	228497	442227	557688
股权自由现金流	6678	237741	443620	557931
债务变化	-19127	3400	3400	3400
股票发行	0	4200	0	0
融资活动现金流	-42659	-3947	-5357	-6586
现金净流量	8902	7160	18616	44514
每股经营性现金流（元）	2.17	0.55	1.48	2.03

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。