

分析师： 刘元瑞 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 梅崧玺 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

冯先涛 (8621)68751310 fengxt@cjsc.com.cn

收购树空坪矿业公司增厚公司业绩

事件描述

兴发集团6月9日发布公告，公司取得了兴山县树空坪矿业有限公司企业国有股权唯一受让人资格，以挂牌底价8107.56万元价格受让控股股东宜昌兴发集团有限责任公司（以下简称“宜昌兴发”）所持树空坪公司全部股权，公司之前就收购事宜做过承诺，此次收购在市场预期之中。树空坪公司拥有葛坪、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。我们有以下五点评论：

第一，收购树空坪矿业有限公司将增加公司磷矿石储量和产量，2010年预计增厚业绩0.074元。

第二，矿石和电力仍是公司最大的看点，白竹楚峰磷矿2010年增加利润2400万，对应业绩0.075元。

第三，增发项目之一收购古洞口水电站2010年增加公司利润2000万，对应业绩0.063元；增发项目之二1万吨电子级磷酸预计增加利润5950万，对应业绩0.187元。

第四，磷化工的季节性明显，当前进入丰水期，黄磷价格面临调整的压力。

第五，磷化工的景气周期将逐渐由磷肥带动，但预计向上的进程是缓慢的。

第六：我们预计公司2010~2011年业绩分别为0.799，1.058元，对应PE为21.9，16.5，考虑到公司为磷化工行业内最具有投资价值的公司和公司的资源优势，我们认为对于2010年业绩可给予25倍估值，公司的合理价格为20元，给予公司“推荐”评级。

事件评论

第一，收购树空坪矿业有限公司将增加公司磷矿石储量和产量，预计增厚业绩0.074元。

树空坪矿业有限公司所涉及的采矿权主要为葛坪，申家山，蒋家湾三个磷矿，其共有矿石可采储量1006万吨，每年可增加磷矿石产能74万吨，**预计增加利润2339万元，对应EPS 0.074元。**

表1：树空坪公司的采矿权分布/万吨

名称	产能	生产规模	保有储量	利用资源储量	可采矿储量	服务年限	资产评估
葛坪磷矿	26	20	461.61	461.63	339.76	13.42	1702.41
申家山磷矿	25	25	732.1	676.94	352.46	14.53	1543.65
蒋家湾磷矿	23	20	449.58	418.44	313.83	13.92	1676.1
合计	74	65	1643.29	1557.01	1006.05		4922.16

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 树空坪磷矿对业绩的贡献

名称	产能	税后价 元/吨	总成本 元/吨	经营成本 元/吨	税后净利润/万元
葛坪磷矿	26	126	88	79	835
申家山磷矿	25	128	92	86	766
蒋家湾磷矿	23	126	88	80	738
合计	74				2339

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 收购树空坪公司后公司磷矿分布/万吨

磷矿	储量/万吨	产能
白竹	7300	100
兴盛	6500	50~60
武山	600	20~30
树空坪	1000	74
合计	16000	254

资料来源: 长江证券研究部

第二, 矿石和电力仍是公司最大的看点, 白竹楚峰磷矿 2010 年增加利润 2400 万, 对应业绩 0.075 元。

收购完成后, 公司目前具有 254 万吨磷矿石, 9 万吨黄磷, 17 万吨磷酸, 25 万吨五钠, 6.5 万吨六偏产能, 磷酸盐所需的磷酸, 黄磷均能够完全自给, 磷矿石还可以外销 70%。

表 4: 兴发磷矿资源能够完全自给

	产能	单耗黄磷	黄磷需求	黄磷单耗磷矿石	磷矿石需求
五钠	25	0.25	6.3	10	62.5
六偏	6.5	0.31	2.0	10	20.2
黄磷	9		8.3		
磷矿石	254				82.7

资料来源: 长江证券研究部

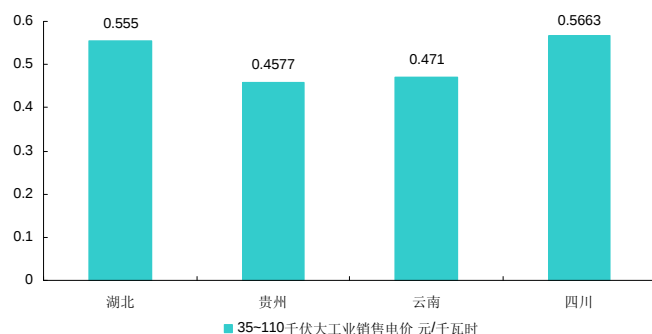
湖北地区大工业电价 (35~110 千伏) 本身高于贵州, 云南, 四川等地, 但兴发水电可以自给 40~50%, 水电成本 0.25 元/度 (含税), 外购电成本为 0.48 元/度 (含税), 加上 4 分钱的过网费, 电力综合成本为 0.4 元/度。兴发综合电价成本低于上述三地的黄磷生产用电。黄磷每吨消耗 14000~15000 度电, 假设兴发电力较云南, 贵州等地的竞争对手价格低 5 分钱, 单吨黄磷成本较对手少 500 元以上, 成为最具竞争优势的磷化工企业。

表 5: 黄磷成本构成

原料	吨耗	单价	成本	比例
磷矿石	9~10	280	2660	20%
焦炭	1.5	1800	2700	20%
电力	14000~15000	0.45	6525	49%
其他			1500	11%
合计			13385	100%

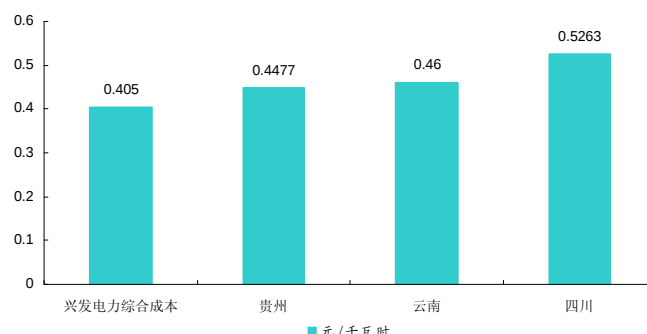
资料来源: 长江证券研究部

图 1: 湖北地区工业用电价格略高于其他黄磷的其他产地



资料来源：发改委，长江证券研究部

图 2: 水电成本保证兴发具有电力成本优势



资料来源：发改委，长江证券研究部

当前公司磷矿石储量总计为 1.6 亿吨，产能达到 254 万吨，马家湾磷矿并未开采，其 5 万吨产能这里并没有考虑。2009 年 7 月份，白竹楚峰矿正式验收投产，2009 年磷矿石产量为 130~140 万吨，预计 2010 年将达到 170~180 万吨。磷矿石价格波动较小，在 10~20 元/吨内。当前 28% 品味磷矿石售价在 300 元/吨，品位每降低 1%，价格降低 20 元/吨左右，公司磷矿平均品位为 22~24%。磷矿石的开采成本稳定，包含 70~80 元/吨的人工成本，40~50 元/吨的规费（交给政府），磷矿石每吨完全成本在 120~160 元/吨。但由于公司外销的磷矿石品位较高，品位较低的供应下游磷肥生产企业及自用，每吨外销磷矿石的净利能够保持在 60 元/吨以上，**此项将增加利润 2400 万，对应 EPS 0.075 元。**

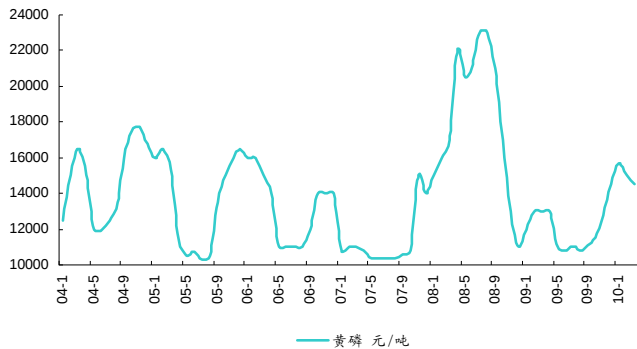
第三，增发项目之一收购古洞口水电站增加公司利润 2000 万，对应业绩 0.063 元；增发项目之二 1 万吨电子级磷酸预计增加利润 5950 万，对应业绩 0.187 元。

每吨黄磷消耗电力 14000~15000 度，电力成本占黄磷生产成本的 50%，是制约磷化工企业盈利的重要因素。公司当前拥有 17 座水电站，总机组达到 10 万 KW，年发电量在 3.7 亿度~4 亿度之间，主要集中在兴山县。水力发电受到天气的影响，2009 年干旱水少，公司水力发电量较少，但至少超过 3.5 亿度。公司年耗电为 8 亿度，水电自给率为 40%。增发收购的古洞口水电站为 4.5 万千瓦机组为调峰机组，每年利用小时数为 2000 小时，发电量为 8000~10000 度电，**年盈利为 1700~2000 万，对应 EPS 0.063 元。**

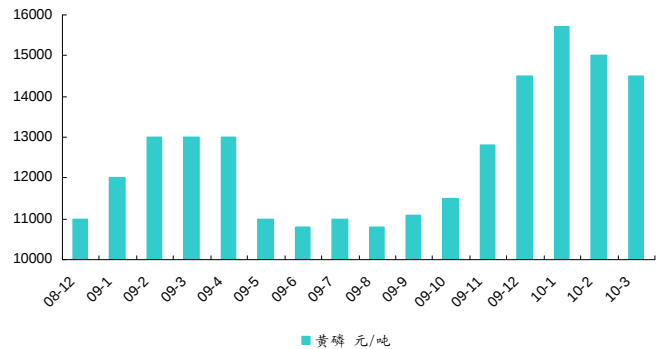
电子级磷酸广泛用于超大规模集成电路、大屏幕液晶显示器等微电子工业，被称为“磷酸行业皇冠上的明珠”，其用途主要有以下几个方面：用于基片在涂胶前的湿法清洗；用于在光刻过程中的湿法蚀刻及最终的去胶；用于硅片本身制作过程中清洗。另外还可用作超高纯试剂和光纤玻璃原料等。电子级磷酸为 2 万元/吨，假设 35% 的毛利率，**1 万吨可增加盈利 5950 万，对应业绩 0.187 元。**

第四，磷化工的季节性明显，当前进入丰水期，黄磷价格面临调整的压力。

黄磷生产消耗大量电力，磷矿石生产集中的云，贵，鄂，川地区水力发电具有明显的季节性。11~4 月份对应上述地区的枯水期，电力供应不足，黄磷生产受限，表示为黄磷价格季节性上涨。观察历史情况，枯水期黄磷价格较丰水期能够上涨 5000 元/吨。此外，云南地区 12~4 月份执行枯水期电价政策，电价较平水和丰水期搞 0.1~0.15 元，对应黄磷成本 1500~2250 元/吨，为黄磷价格季节性的又一重要因素。当前价格上涨，季节性因素扮演了更重要的角色。当前已经进入丰水期，黄磷价格面临一定的调整压力。

图 3：黄磷价格的季节性明显


资料来源：发改委，长江证券研究部

图 4：2009 年枯水期黄磷价格上升后有所回落


资料来源：发改委，长江证券研究部

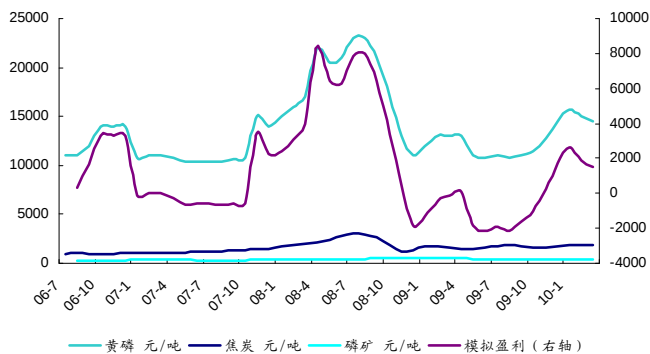
表 6：云南省枯水期丰水期对比

云南省黄磷生产销售电价	枯水期	平水期	丰水期
月份	12月~4月	5月和11月	6月~10月
电价 元/度	0.545	0.46	0.396

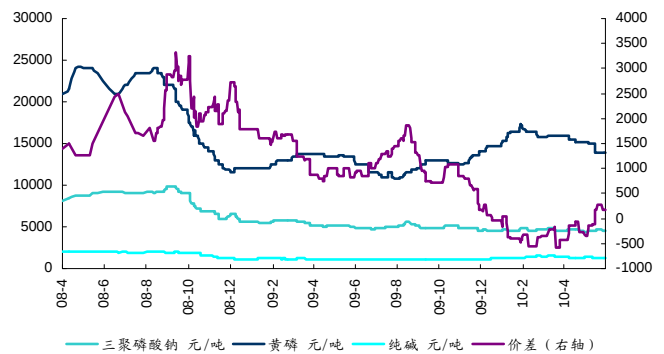
资料来源：发改委，长江证券研究部

第五， 磷化工的景气周期将逐渐由磷肥带动，但预计向上的进程是缓慢的。

黄磷盈利情况是磷化工景气度最重要的衡量标的。从图 5，图 6 可以看出黄磷的盈利有所恢复，但三聚磷酸钠的盈利还处于低谷。

图 5：黄磷盈利模拟


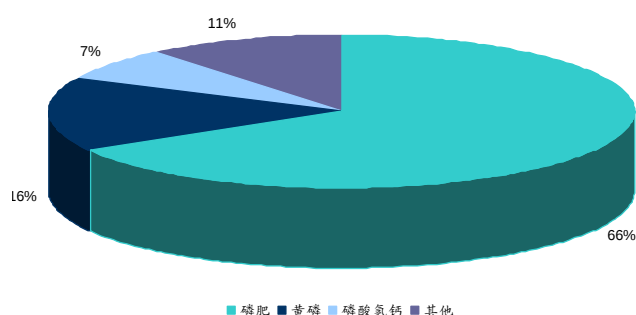
资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

图 6：三聚磷酸钠产品原料价差


资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

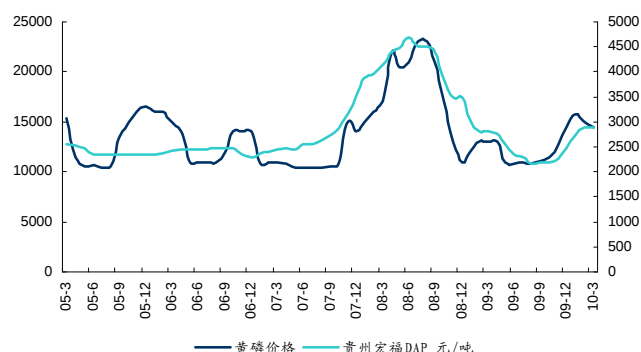
由于磷矿石需求超过 70%用于磷肥，因此，除去季节性因素，磷化工的大周期需要由原油，农产品，磷肥带动。

图 7：约 70% 的磷矿石的用于生产磷肥



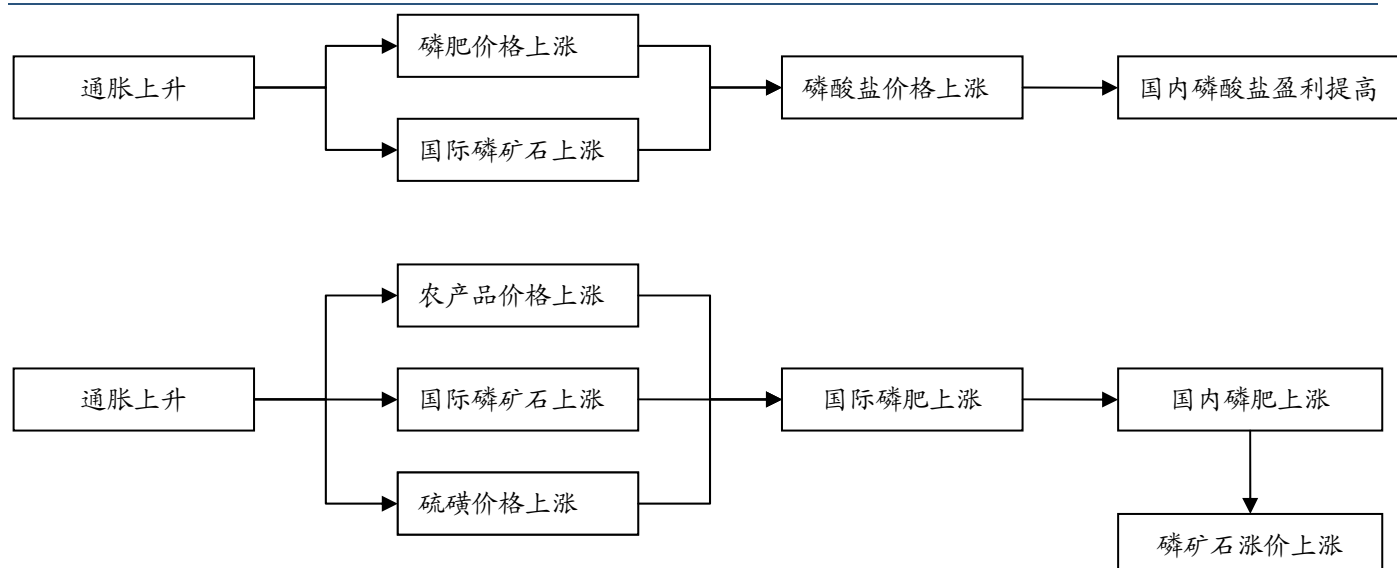
资料来源：长江证券研究部

图 8：黄磷的景气周期取决于磷肥



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

图 9：原油对磷化工的影响



资料来源：长江证券研究部

07 年下半年~08 年上半年，在原油，农产品，磷肥等大宗商品暴涨的带动下，国际磷肥价格通过出口向国内磷肥价格传递。当前国际磷矿石等的处于历史低位，当前磷化工处于向上复苏阶段，但预计复苏的进度还将取决于原油，农产品走势等。我们认为 10 年出现 08 年磷化工产品大涨的可能性不大。

预计磷化工景气度的上升将受到以下三方面的制约：（1）国际磷肥实际供需的恢复是比较缓慢的，2009 年下半年磷肥价格上涨主要是由于国际磷肥的季节性因素的影响；（2）若未来磷肥价格大幅走高，国家将会通过严格的出口关税政策来限制上涨的国际磷肥价格向国内传导；（3）二铵上涨带动硫磺上涨，反过来支撑二铵价格的模式可能会随着中国硫磺自给率的提高而大幅减弱。

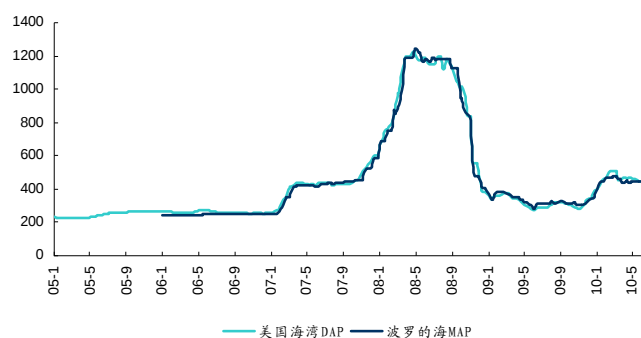
（1）国际磷肥实际供需的恢复是比较缓慢的，我们认为 2009 年下半年来二铵价格的上涨主要和季节性因素有关，2008 年去库存后国际厂商库存位于低位放大了这个旺季涨价的因素。

根据 IFA2009 年 11 月份的报告，认为 2010 年磷酸供需形势会有所恢复，但磷酸及磷酸盐供需的改善是比较缓慢的，2010 年仍有 5.5 万吨过剩。

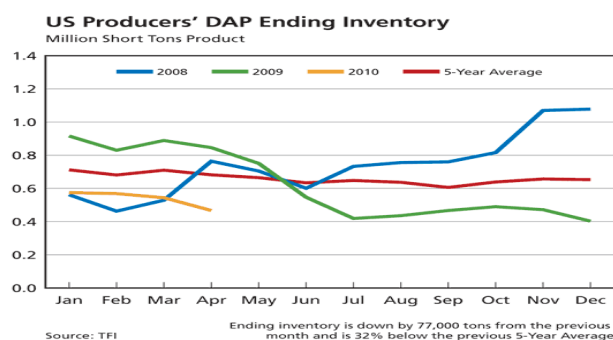
表 7：全球磷酸供需平衡表/百万吨

	2008	2009	2010
产量	37.8	39.4	40.6
需求	32.8	32.5	35.1
过剩	5	6.9	5.5

资料来源:IFA, 长江证券研究部

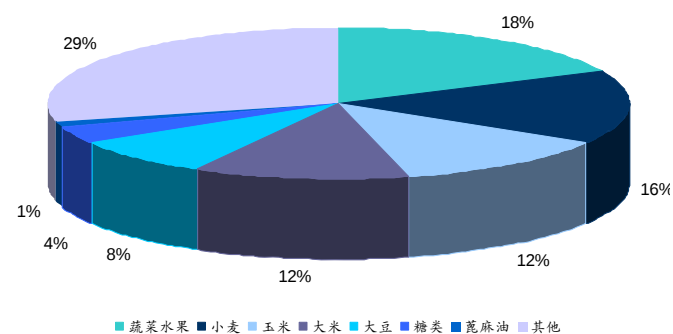
图 10，国际磷肥 2009 年下半年有所上涨


资料来源：长江证券研究部

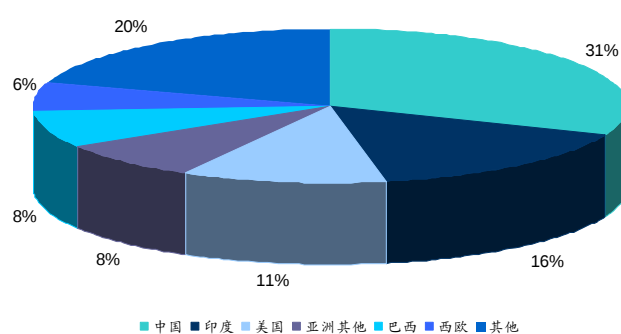
图 11：2009 年下半年磷肥库存位于低位


资料来源：长江证券研究部

印度，中国，美国三国占到全球磷肥需求的约 60%。这三个国家同属于北半球，每年的 3,4 月份，9,10 月份为这些国家的播种季节，如果按照经销商提前 1 个月备肥，那么每年国家二铵的价格上涨月份为 9~3 月份。

图 22，国际磷肥的需求比例


资料来源：长江证券研究部

图 13：印度和中国是磷肥的主要需求国家


资料来源：长江证券研究部

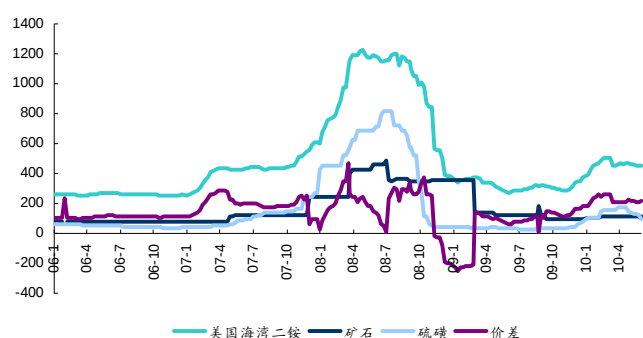
表 8: 磷肥主要施肥季节为每年的 3 月份, 10 月份前后

国家	作物	播种季节
印度	大米 kharif (90%)	5~6
	大米 rabi(10%)	11~12
	小麦	11~12
	单季稻(50%)	4~5
	早稻(25%)	3~4
	晚稻(25%)	6~7
中国	玉米(北方)	4~5
	玉米(南方)	2~3
	冬小麦(70%)	9~10
	春小麦(30%)	3~4
	大豆	10~11
	甘蔗	5~6
巴西	玉米	10~11
	玉米	4~5
	大豆	5~6
美国	冬小麦(70%)	9~10
	春小麦(30%)	4~5

资料来源: 长江证券研究部

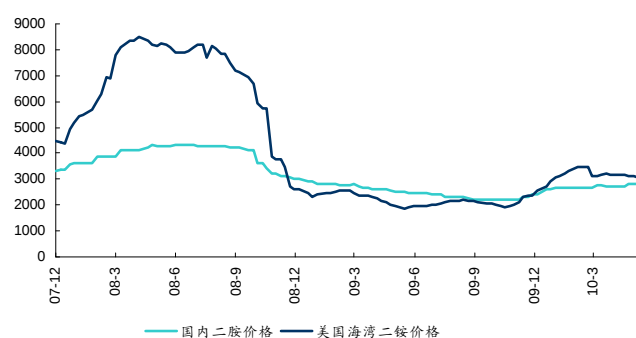
根据季节性特点, 国际磷肥价格在 4~9 月份有回落的可能。事实上, 国际二铵价格从 2010 年 3 月下旬开始走弱, 当前国际磷肥的价差情况依旧位于历史平均线上方 100 美元/吨, 我们认为将有一定的调整空间。

图 34: 国际磷肥价格及其盈利的模拟



资料来源: 长江证券研究部

图 15: 国际二铵价格和国内二铵价格的差值



资料来源: 长江证券研究部

(2) 二铵出口国之一的中国在 2~6 月执行 110% 的出口关税政策限制出口, 造成了国际上二铵阶段性的供需失衡, 是二铵价格上涨的一方面原因。

表 9 我国在 2~5 月需求旺季限制出口

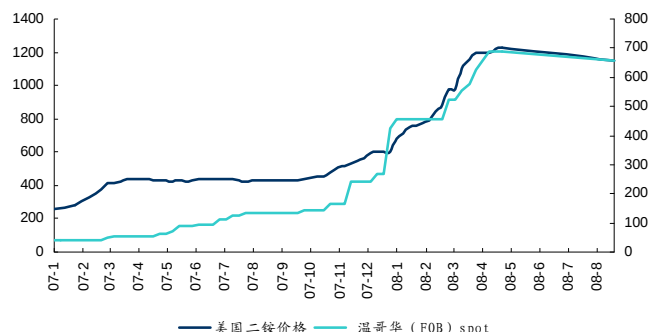
月份	2~5 月, 9 月 1 日~10 月 15 日	1 月, 6~8 月, 10 月 16 日~12 月 31 日
二铵税率	110%	7%

资料来源: 长江证券研究部

(3) 磷肥的原料硫磺和磷矿石价格同向变动, 为磷肥价格带来支撑, 延长了二铵价格涨价持续的时间, 造成二铵价

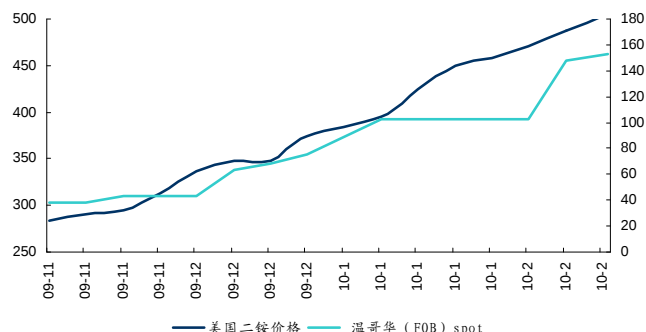
格涨的快，跌的慢。但随着中国硫磺自给率的提高，预计该模式将会有所减弱。

图 16：2007 年国际磷肥上涨带动硫磺上涨



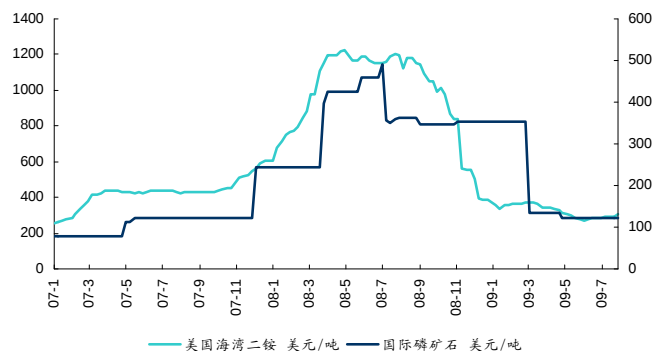
资料来源：长江证券研究部

图 17：2009 年国际磷肥上涨带动硫磺上涨



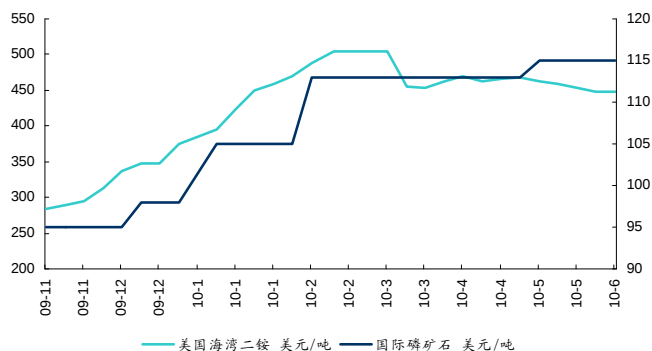
资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

图 18：2007 年国际磷肥上涨带动矿石价格上涨



资料来源：长江证券研究部

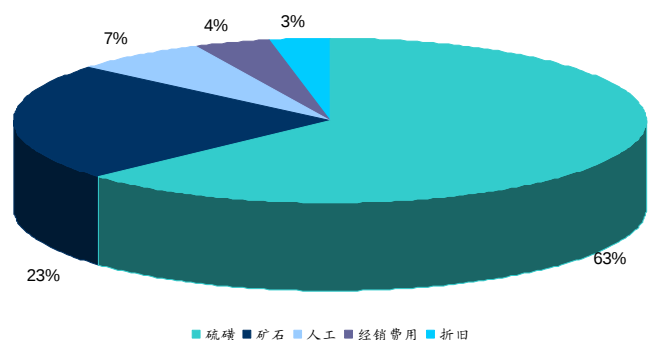
图 19：2009 年国际磷肥上涨带动矿石价格上涨



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

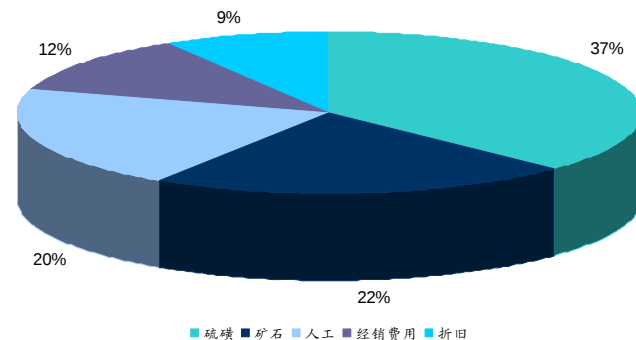
硫磺成为支撑二铵价格的重要因素，2008 年占磷肥成本的 63%，当前占磷肥成本的 40%左右。磷肥和硫磺的这种关系在景气高点时放大了二铵价格的波动幅度。

图 20：2008 年硫磺在磷肥的成本中占比达到 63%



资料来源：长江证券研究部

图 21：预计 2010 年硫磺在磷肥中的成本占比降为 37%



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

全球硫磺的供需将随着中国硫磺自给率的提高而逐渐改善。我国硫磺自给率提高一方面是由于出口被限制后，磷肥产

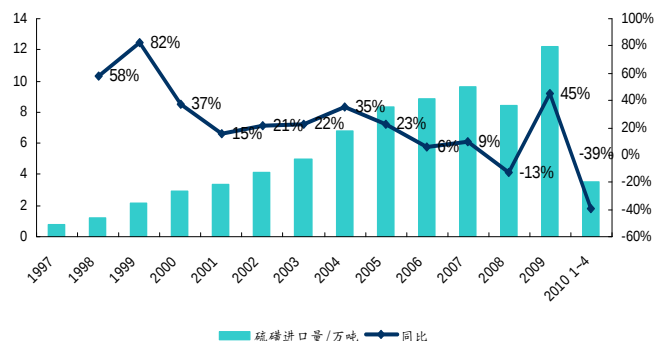
量同比增长放缓，另一方面，我国原油加工和几大气田投产硫磺产能也迅速提高。

图 22：2007 年出口限制后我国磷酸铵肥产量增幅放缓



资料来源：长江证券研究部

图 23：我国硫磺进口量 2010 年大幅降低



资料来源：长江证券研究部

我国 2010 年底，因四川四大气田的投产而新增硫磺产能 436 万吨，占 2009 年进口总量的 35%，预计我国硫磺的进口依存度将逐渐减少。此外 2009 年我国进口量大增主要是由于硫磺价格较最高点跌去 90%。

表 9 我国气头投产将使硫磺产能提高 436 万吨

气田名称	探明储量/亿立方米	H ₂ S 含量 %	设计硫磺产量/万吨	天然气产量/亿立方米	投产年
罗家寨	581	10.4~11.5	43	33	
渡口河	359	15.2~17.1	70	33	2011
铁山坡	374	14.2~14.5	40	22	2009
普光	3560	12.3~17.1	283	150	2010
合计	4874		436	238	

资料来源：长江证券研究部

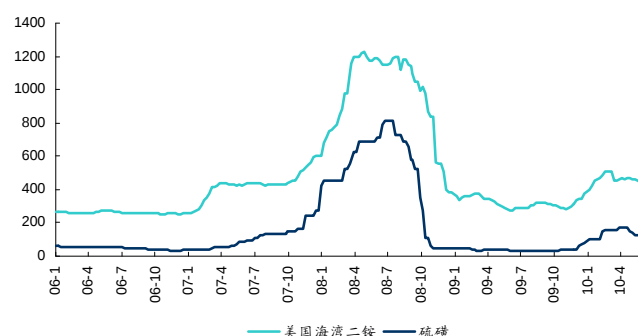
未来全球的硫磺供需形势将随着中国天然气田投产而变的恶化，2008 年以后全球硫磺的过剩程度将逐渐加大，本次二铵价格季节性上涨后，硫磺对二铵价格的支撑作用明显减弱。我们预计以后磷肥价格波动的幅度将会减小。

图 24：硫磺供需 2008 年



资料来源：《全球硫磺供需形势》，长江证券研究部

图 25：硫磺供需形势恶化后对二铵的支撑作用减弱



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

第六：我们预计公司 2010~2011 年业绩分别为 0.799, 1.058 元，对应 PE 为 21.9, 16.5，考虑到公司为磷化工行业内最具有投资价值的公司和公司的资源优势，我们认为对于 2010 年业绩可给予 25 倍估值，公司的合理价格为 20 元，维持对公司的“推荐”评级。

表 10：兴发集团销售假设表

磷矿石		2009	2010	2011
	产能	180	254	254
	产量	135	240	240
	自用	80	86	91
	外销	55	154	154
黄磷				
	产能	9	9	9
	产量	7	7.5	8
	自用	5.5	5.5	5.5
	外销	1.5	2.0	2.5
五钠				
	产能	25	25	25
	产量	17	17	17
六偏				
	产能	6.5	6.5	6.5
	产量	4.0	4.0	4.0
二甲基亚砷				
	产量	1.8	1.8	1.8
电子级磷酸				
	产量		0.5	1

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3044	3556	4335	5177	货币资金	148	356	434	518
营业成本	2594	2896	3512	4217	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	450	661	823	959	应收账款	188	220	268	320
% 营业收入	14.8%	18.6%	19.0%	18.5%	存货	351	391	474	569
营业税金及附加	35	41	50	60	预付账款	35	40	48	58
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	4	4	5	7
销售费用	111	128	156	186	流动资产合计	754	1043	1269	1519
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	82	96	117	140	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	370	370	370	370
财务费用	98	102	112	113	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	2.9%	2.6%	2.2%	固定资产合计	982	1319	1630	1819
资产减值损失	1	3	4	4	无形资产	259	246	234	222
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	23	0	0	0	递延所得税资产	10	0	0	1
营业利润	146	290	384	456	其他非流动资产	1265	1265	1265	1265
% 营业收入	4.8%	8.2%	8.9%	8.8%	资产总计	3640	4243	4768	5196
营业外收支	13	0	0	0	短期贷款	483	805	922	873
利润总额	159	290	384	456	应付款项	309	343	416	500
% 营业收入	5.2%	8.2%	8.9%	8.8%	预收账款	59	71	87	104
所得税费用	19	34	45	54	应付职工薪酬	28	31	38	46
净利润	140	256	339	402	应交税费	11	16	20	24
归属于母公司所有者的净利润	138.9	254.0	336.1	398.8	其他流动负债	83	92	112	134
少数股东损益	1	2	3	3	流动负债合计	973	1359	1595	1681
EPS (元/股)	0.44	0.80	1.06	1.25	长期借款	1353	1353	1353	1353
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	359	462	566	657	其他非流动负债	32	32	32	32
取得投资收益	28	0	0	0	负债合计	2358	2743	2980	3066
收回现金					归属于母公司	1246	1462	1748	2087
长期股权投资	-6	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	35	37	40	43
固定资产投资	-447	-436	-443	-352	股东权益	1282	1500	1788	2130
其他	-167	0	0	0	负债及股东权益	3640	4243	4768	5196
投资活动现金流净额	-621	-436	-443	-352	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	13	0	0	0	EPS	0.437	0.799	1.058	1.255
银行贷款增加 (减少)	684	321	117	-49	BVPS	4.12	4.84	5.50	6.57
筹资成本	152	-141	-162	-173	PE	39.99	21.87	16.53	13.93
其他	-538	0	0	0	PEG	0.95	0.52	0.39	0.33
筹资活动现金流净额	310	181	-45	-221	PB	4.24	3.61	3.18	2.66
现金净流量	48	207	78	84	EV/EBITDA	20.92	14.59	11.55	9.78
					ROE	11.1%	17.4%	19.2%	19.1%

分析师介绍

梅崑玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券从事化工行业研究。

冯先涛，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券从事化工行业研究。

刘元瑞，长江证券研究员

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。