

无机盐

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 梁皓

S0960111010122

010-63222937

lianghao@cjis.cn

6-12 个月目标价: 28.00 元

当前股价: 24.79 元

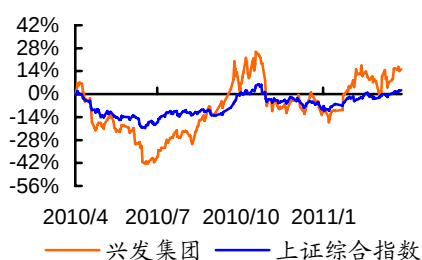
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3050.53
总股本(百万)	365
流通股本(百万)	360
流通市值(亿)	89
EPS (TTM)	0.50
每股净资产(元)	5.39
资产负债率	68.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
兴发集团	7.32	25.14	1.64
上证综合指数	5.33	9.29	2.67



相关报告

兴发集团

600141

推荐

资源优势值得长期关注

投资要点:

- 公司可开采磷矿资源未来有望翻倍。公司目前磷矿开采能力 244 万吨/年,可开采储量 1.5 亿吨。瓦屋四矿段有 0.46 亿吨的磷矿储量,将新建 100 万吨产能,预计 13 年投产。后坪以探明储量有 1 亿吨,随着探矿范围的扩大,矿石储量有望增加。磷化集团有 0.6 亿吨磷矿储量,240 万吨产能,在大股东完成重组后,也将注入上市公司。
- 磷矿石价格大幅上涨可能性不大,但磷矿资源的稀缺性值得长期关注。我们在今年 1 月初就发报告,认为资源税和运输、开采成本的增加,国内磷矿石价格在 11 年有很强的上涨预期。我们仍然维持之前的判断,在国内磷矿石产能过剩以及磷矿石的主要下游是磷肥的背景下,磷矿石的价格大幅上涨的可能性不大。但是磷矿作为不可再生资源,其资源属性值得长期关注。
- 公司水电资源丰富,电力约 50% 自给。公司有 18 座水电站,年发电量在 4.2-5 亿千瓦时,成本(包括过网费用)仅为 0.25 元/度。公司年自发电量的大小主要取决于当年的降水量,公司在兴山县当地的工厂用电量约 70% 可以自给,整个公司用电的自给率在 50%,对比行业其他竞争对手,竞争优势明显。
- 60 万吨二铵项目是 12 年的主要盈利增长点。公司控股 70% 的宜都兴发新建 60 万吨磷铵项目预计将于 2012 年上半年投产,该项目可以充分利用公司的低品位矿石和粉矿。由于自给磷矿石,如果装置运行顺利,我们预计该项目毛利率可以达到 25%。
- 投资建议:磷矿资源和水电资源是公司的最大看点。磷矿的稀缺性越来越受到关注,公司作为目前每股储量最丰富的磷化工上市公司,未来 2 年可开采的磷矿资源有可能翻番,其长期投资价值值得关注。我们预计公司 11-13 年的 eps 为 0.74, 0.88 和 1.32, 给予 27 元的目标价,推荐评级。

风险提示:

- 矿石安全事故,装置运行不稳定。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4678	5872	6821	8154
同比(%)	50%	26%	16%	20%
归属母公司净利润(百万元)	183	269	320	482
同比(%)	27%	47%	19%	51%
毛利率(%)	15.2%	16.3%	16.3%	17.6%
ROE(%)	10.8%	14.0%	14.3%	17.7%
每股收益(元)	0.50	0.74	0.88	1.32
P/E	45.90	31.26	26.28	17.45
P/B	4.97	4.37	3.75	3.09
EV/EBITDA	20	15	12	9

资料来源: 中投证券研究所

一、磷矿资源是公司的核心价值，未来储量有望翻倍

公司现有磷矿石产能 244 万吨，10 年因为楚峰化工发生事故，磷矿石产量 180 万吨，自用约 70 万吨，外卖 110 万吨。预计 2011 年磷矿石产量在 200-210 万吨左右，自用规模大致不变，外卖约 130-140 万吨。

07 年即开始探矿的瓦屋四矿段初步具备投运条件，目前运输通道平盆公路改扩建工作也已经完成，探转采工作正在落实中，预计明年年初办好采矿权证，明年年末建成投产，产能约为 100 万吨/年。

公司大股东对磷化集团的重组目前还在进行中，有较多的问题需要解决，预计可能会在 1-3 年内完成重组。公告显示在上述重组完成后 6 个月内宜昌兴发集团承诺以取得成本将相关资产转让给上市公司

表 1. 公司现有磷矿石储量和产量

矿产	持股比例	储量（万吨）	产能（万吨/年）
兴盛矿业	99.93%	6300	50
保康楚峰化工	100%	7300	100
神农架武山矿业	70%	600	20
树空坪矿业	100%	1006.05	74
合计		15206.05	244

数据来源：中投证券研究所

表 2. 未来两年有望实现开采的磷矿资源

矿产	持股比例	储量（万吨）	产能（万吨/年）
磷化集团（店子坪、树崆坪）	95.90%	6026	240
瓦屋四矿段	100%	4621	100 万吨/年
树空坪后坪	100%	10397	未投产
合计		37087	485

数据来源：中投证券研究所

油价上升，磷矿石开采和运输成本增加。今年以来，油价快速上涨，加大了磷矿石的开采和运输成本。目前，磷矿石的直接开采成本大致在 85 元左右，运输费用大致在 40-50 元/吨左右。每吨矿石还要上交一定的规费给当地政府，大致在 40 元/吨左右。每吨矿石完全成本在 200 元/吨左右。

资源税改革有可能进一步增加矿石开采成本。目前公司磷矿的资源税是计重收费，15 元/吨。国家为了保护磷矿资源，减少低品位磷矿石的浪费，鼓励企业利用中低品位的磷矿资源，目前正在调研磷矿石资源税实行级差征收的改革，未来资源税有可能按价计征。虽然正式文件没有出台，但是改革的大体方向已定。

磷矿石价格大幅上涨可能性不大。我国大型矿企的磷矿石报价相对稳定，一般是一年定一次价格。我们在今年 1 月初就发报告，认为资源税和运输、开采成本的增加，国内磷矿石价格在 11 年有很强的上涨预期。我们仍然维持之前的判断，在国内磷矿石产能过剩以及磷矿石的主要下游是磷肥的背景下，磷

矿石的价格继续大幅上涨的可能性不大。

磷矿石的稀缺性值得长期关注。国土资源部已将磷矿列为 2010 年后不能满足中国国民经济发展要求的 20 个矿种之一。3 月 27 日，由中国化学会、德国化学会、日本化学会、英国皇家化学会和美国化学会共同发布的《化学给力全球可持续发展》报告发出预警：当前全球磷肥产量已达峰值，并将在本世纪后期逐步下降，因为用于生产肥料的磷矿石资源有可能在未来的 30~100 年间枯竭。

二、公司其他业务

水电：公司有 18 座水电站，年发电量在 4.2-5 亿千瓦时，成本（包括过网费用）在 0.25 元/度。公司自发电量的大小主要取决于当年的降水量。公司在兴山县当地的工厂用电量 70%可以自给，整个公司用电的自给率在 50%，对比行业其他竞争对手，竞争优势明显。

兴山县属于三峡库区移民县，政府对当地的经济发展比较扶持。我们从公司了解到，目前没有听说政府有回小水电的计划。

黄磷、磷酸和磷酸盐：公司目前黄磷的产能在 7.5 万吨，主要是满足制备磷酸和磷酸盐的需要，外销很少。

磷酸外销的主要是食品级磷酸和电子级磷酸，食品级磷酸的产能在 4 万吨，电子级磷酸的产能在 1 万吨。目前电子级磷酸主要的问题在于客户的拓展。公司 10 年电子级磷酸销售了大致 3000 吨，都是 TFT 级的，这部分磷酸的价格和食品级磷酸产不多。IC 级的电子级磷酸售价较高，在 1.5 万元/吨左右，这部分产品还处在市场开发阶段。

磷酸盐的市场已经相对饱和，每年的需求也比较固定。目前公司有 25 万吨五钠，6 万吨的六偏产能，10 年五钠销量在 20 万吨，六偏在 3.5 万吨左右。由于磷易造成水体富营养化的原因和磷酸盐毛利比较低，公司未来将逐步削减这部分产品的规模。

有机硅：6 万吨的有机硅项目 1 月份已经建成，估计近期可以投产，预计 11 年销量在 3-4 万吨。

磷铵：公司控股 70%的宜都兴发新建 60 万吨磷铵项目预计将在 2012 年上半年投产。宜都目前水运和交通都比较发达，当地已经形成了一个磷肥工业园区，磷铵项目所需的合成氨可以在当地购得。

公司开展磷铵项目的主要目的是为了就地消化磷矿石。今年以来，由于国际硫磺价格的快速上涨，磷酸二铵的成本已经上升到了 2800 左右，目前国内二铵的价格在 3200 左右。由于公司自给磷矿石，如果装置运行顺利，我们预计该项目毛利率可以达到 25%。

四、投资建议：推荐

磷矿资源和水电资源是公司的最大看点。磷矿的稀缺性越来越受到关注，公司作为目前每股储量最丰富的磷化工上市公司，未来 2 年可开采的磷矿资源有可能翻番，其长期投资价值值得关注。我们预计公司 11-13 年的 eps 为 0.73, 1.08 和 1.32，给予 27 元的目标价，推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	1229	1370	1579	1858	营业收入	4678	5872	6821	8154
现金	183	175	173	176	营业成本	3965	4912	5710	6721
应收账款	275	358	407	489	营业税金及附加	61	83	89	107
其它应收款	7	14	15	17	营业费用	125	176	198	228
预付账款	143	113	147	179	管理费用	106	151	155	177
存货	459	587	678	801	财务费用	140	228	277	319
其他	162	122	159	197	资产减值损失	10	1	1	1
非流动资产	4963	6074	7190	8298	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	194	258	255	246	投资净收益	17	29	24	25
固定资产	3327	4502	5570	6559	营业利润	287	349	415	626
无形资产	537	680	839	1008	营业外收入	22	21	22	22
其他	904	634	526	485	营业外支出	70	20	20	20
资产总计	6192	7444	8769	10156	利润总额	239	350	417	628
流动负债	1133	2172	3084	3892	所得税	51	75	90	135
短期借款	200	1156	1997	2645	净利润	187	275	327	493
应付账款	352	451	523	613	少数股东损益	4	6	7	11
其他	581	565	564	634	归属母公司净利润	183	269	320	482
非流动负债	3089	3065	3150	3236	EBITDA	602	772	947	1257
长期借款	2896	2956	3026	3106	EPS (元)	0.50	0.74	0.88	1.32
其他	193	109	124	130	主要财务比率				
负债合计	4222	5236	6234	7128	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	277	283	290	301	成长能力				
股本	365	365	365	365	营业收入	49.8	25.5	16.2	19.6
资本公积	609	609	609	609	营业利润	85.2	21.6	18.8	50.9
留存收益	702	935	1255	1737	归属于母公司净利润	27.1	46.8	19.0	50.6
归属母公司股东权益	1692	1925	2245	2727	获利能力				
负债和股东权益	6192	7444	8769	10156	毛利率	15.2	16.3	16.3	17.6
现金流量表					净利率	3.9%	4.6%	4.7%	5.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.8	14.0	14.3	17.7
经营活动现金流	386	683	682	974	ROIC	8.2%	9.3%	9.3%	10.9
净利润	187	275	327	493	偿债能力				
折旧摊销	175	195	254	312	资产负债率	68.2	70.3	71.1	70.2
财务费用	140	228	277	319	净负债比率				
投资损失	-17	-29	-24	-25	流动比率	1.08	0.63	0.51	0.48
营运资金变动	-129	86	-167	-141	速动比率	0.67	0.35	0.29	0.27
其它	30	-72	14	16	营运能力				
投资活动现金流	-873	-1271	-1345	-1395	总资产周转率	0.95	0.86	0.84	0.86
资本支出	1103	1075	1193	1239	应收账款周转率	19	17	17	17
长期投资	10	64	-3	-9	应付账款周转率	13.03	12.24	11.73	11.83
其他	240	-131	-155	-165	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	533	579	661	423	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.74	0.88	1.32
短期借款	-254	956	841	648	每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.87	1.87	2.66
长期借款	1543	60	70	80	每股净资产(最新摊薄)	4.63	5.27	6.14	7.46
普通股增加	63	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	230	0	0	0	P/E	45.90	31.26	26.28	17.45
其他	-1049	-437	-249	-304	P/B	4.97	4.37	3.75	3.09
现金净增加额	45	-8	-2	2	EV/EBITDA	20	15	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA, 4 年化工行业实业工作经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

梁皓, 中投证券研究所基础化工行业助理分析师, 南开大学化学博士, 2010 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434