

兴发集团 (600141): 磷矿石稀缺性凸显驱动价格上涨

行业分类: 化工

2011. 09. 04

研究员: 卢全治

(执业证书编号: S0640511050002)

电话: 0755-83689065

Email: luquanzhi@hotmail.com

联系人: 刁志学, 卓志奇

电话: 0755-83520492

Email: diaozhixue@163.com

投资要点:

全球磷矿稀缺性凸显, 价格趋涨。磷矿资源具有不可再生和不可循环利用的特点, 按照目前全球消耗速度, 磷矿资源将很快面临稀缺。且磷矿品位逐年下降, 选矿成本增加, 产量下降, 全球磷矿石供应趋紧, 未来磷矿石价格上涨趋势明显。

中国磷矿品位低, 分布集中, 开采难度大, 价格呈上涨趋势。国内磷矿石资源品位普遍较低, 选矿成本较高, 分布较为集中, 运输成本较高, 且我国可采储量只够 30 年开采, 面临磷矿资源短缺。磷矿资源的稀缺性, 将驱动其价格长期呈上升趋势。

国家政策力促磷矿行业整合, 提升磷矿价格空间。湖北省出台一系列政策推进磷化工产业结构调整, 鼓励磷化工企业实行兼并重组, 推进磷化工产业升级整合。国家发布矿业规划, 磷矿资源整合升级, 通过提高准入门槛, 推动磷矿行业整合。在供应量减少、磷矿石企业集中的情况下, 未来国内磷矿石价格仍有进一步提升的空间。

公司资源丰富, 且具有增长潜力。公司自上市以来就坚持“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, 矿石产能达 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。

盈利预测与投资评级。我们预测公司 11-13 的每股收益分别为 0.81 元, 1.00 元和 1.48 元, 对应的市盈率分别为 27.79 倍, 22.51 倍和 15.24 倍。由于公司拥有丰富的资源, 可以享受较高的估值水平, 我们给予 12 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”。

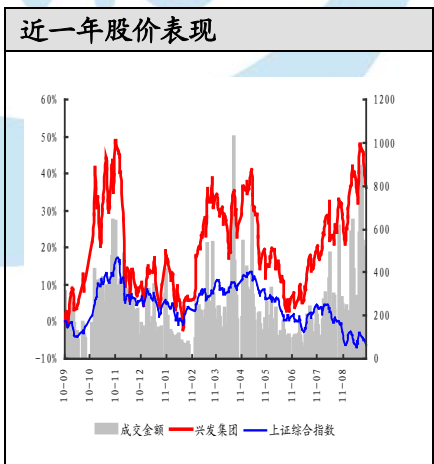
财务数据与估值

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	4678	5794	6228	8145
收入同比(%)	50%	24%	7%	31%
净利润 (百万元)	183	297	366	541
净利润同比(%)	27%	62%	23%	48%
每股收益(元)	0.50	0.81	1.00	1.48
P/E	45.01	27.79	22.51	15.24
P/B	4.87	4.22	3.70	3.10

资料来源: 中航证券金融研究所

6-12 个月目标价	30.00 元
当前股价	24.75 元
投资评级	买入

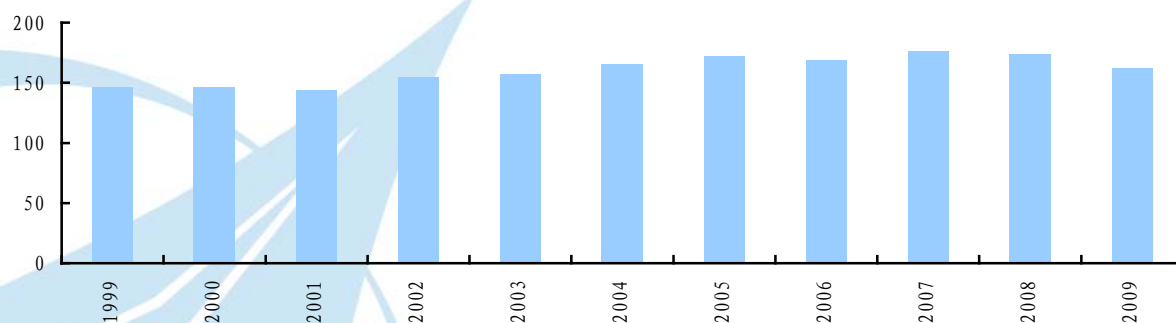
基础数据	
上证指数	2528.28
总股本 (百万)	365.48
流通 A 股 (百万股)	347.76
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	8607.06
总市值 (百万)	9045.63
每股净资产 (元)	4.88
ROE (TTM)	13.02%
资产负债率	72.12%
动态市盈率	33.46
动态市净率	5.06



一、全球磷矿稀缺性凸显，价格趋涨

全球磷矿石的消费结构中 70%用于生产磷肥，磷肥是农业生产中不可缺少的三大肥料之一，关系着全球粮食安全。磷矿石的成矿条件复杂，具有不可再生的特点，且磷矿一经开发利用，便不可循环回收利用。可见磷矿石资源具有一次性消费的属性，而且我们还没有发现或发明其他资源可以替代磷矿在生活中的作用，随着磷矿石的不断开发，磷矿石紧缺性问题将日益突出。按照全球每年消耗 1.8 亿吨磷矿石计，目前全球磷矿的经济储量仅够开采 100 年左右，虽然基础储量可够开采 300 年，但是开采成本要大幅提升。如果按照目前的资源消耗速度，美国、俄罗斯两国现有资源仅能利用 30 年和 20 年。而中国磷矿的可采储量 21.11 亿吨，基础储量 40.5 亿吨，资源量 127.32 亿吨。照我国采富弃贫的开采模式，目前我国磷矿的保证开采年限不足 30 年。可见全球的磷矿资源已面临短缺。

图表 1：全球磷矿石产量（百万吨）

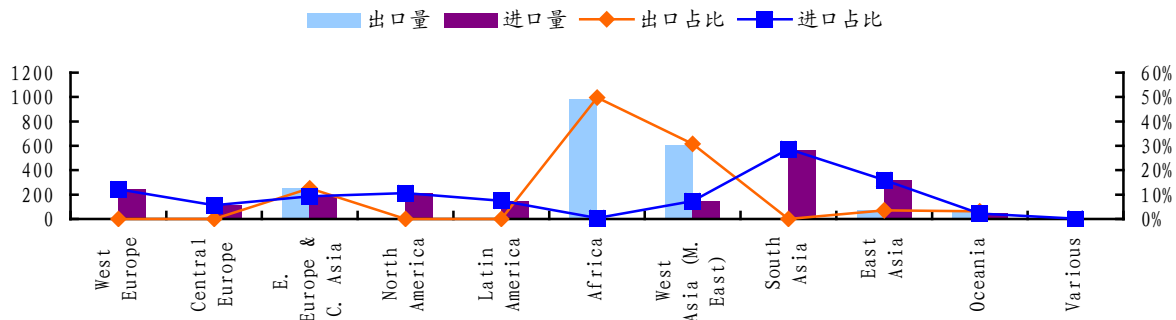


资料来源：IFA

根据 IFA 统计，全球磷矿石品位（折 P2O5）在逐年下降，1999 年全球磷矿石品位为 31.43%，2006 年品位为 30.9%，而目前品位已降到 30.5% 左右，可见随着全球富矿经过多年的开采产量已逐步萎缩，未来可经济开采的磷矿尤其是品位高于 30% 的富矿的稀缺性将进一步凸显。同时，磷矿品位的下降，将需要新增选矿环节，进一步抬高了磷矿石的生产成本，且伴随着采收率的下降。在磷矿石逐渐稀缺，产量下降采矿成本上升的前景下，未来全球磷矿石的供需矛盾将逐渐显现。

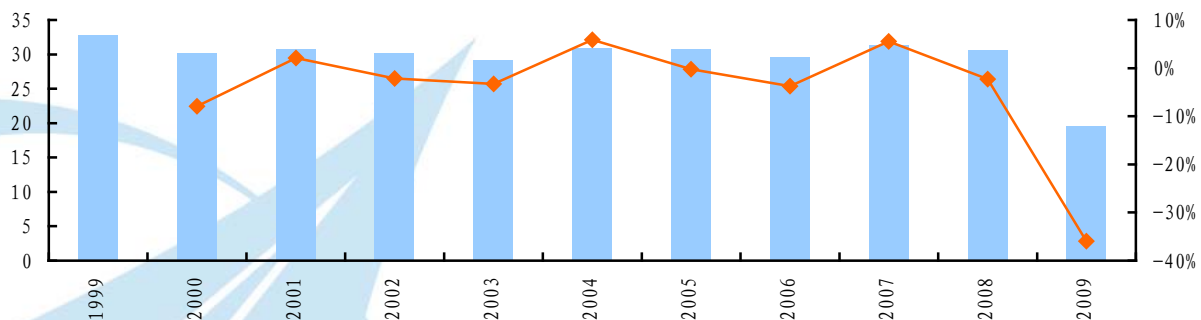
出于对本国磷矿资源的保护，各国都出台相关政策限制磷矿石的出口。数据显示，每年磷矿石的贸易量在 3000 万吨左右，约占总消费量的 17% 左右，其中 80% 的磷矿出口来自非洲和中东地区，而其他地区都需要少量进口。北美主要以美国磷矿为主，1999 年出口 27.7 万吨后逐年减少磷矿出口，到 2004 以后不再出口磷矿石，成为磷矿石进口国，增加磷矿石进口的策略，利用摩洛哥廉价的磷矿石生产高附加值的磷铵用于出口；东亚主要为中国磷矿出口，出口量从 2001 年 490 万吨，下降到 2009 年的 70 万吨，下降了 85.71%，目前中国对磷矿实行大概每年 150 万吨左右的配额出口，并转向黄磷及高浓度磷肥等下游产品的出口；而非洲地区主要以摩洛哥出口为主，2009 年出口量为 976.2 万吨，较 2007 年的 1940 万吨下降了 49.68%，摩洛哥加大磷肥和磷铵的出口，逐步减少磷矿石的出口。可见全球磷矿石出口量正在逐步减少，2009 年全球磷矿石出口只有 1959 万吨，较 2008 年减少了 35.98%，供应正在趋紧，全球磷矿价格趋于上涨。

图表 2: 全球磷矿石出口国和进口国分布 (万吨)



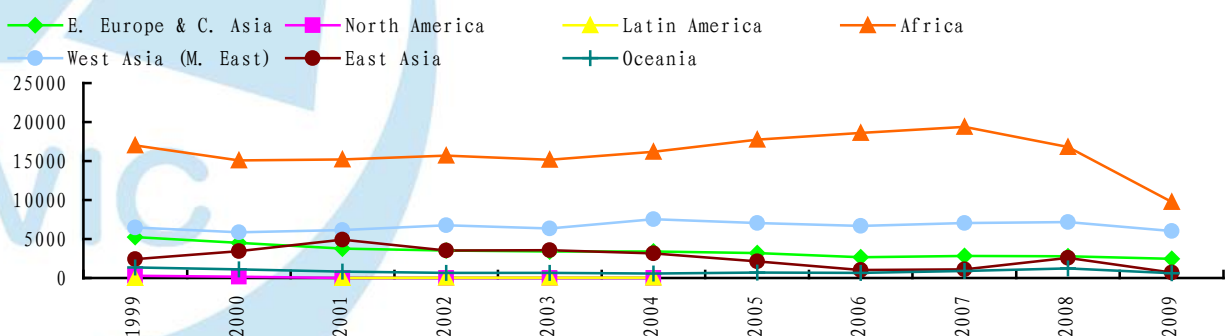
资料来源: IFA

图表 3: 全球磷矿石出口量变化 (百万吨)



资料来源: IFA

图表 4: 全球磷矿石出口国出口变化 (千吨)

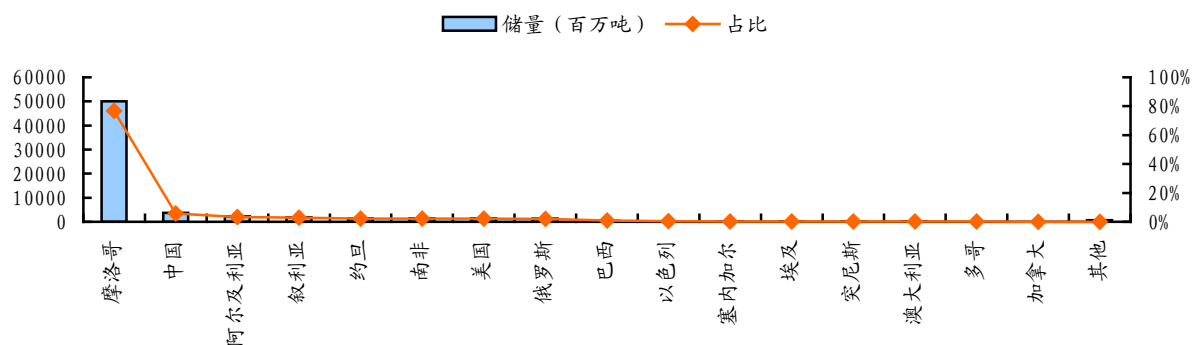


资料来源: IFA

据美国地质调查局统计, 2010 年全球磷矿石储量为 650 亿吨, 主要分布在非洲、北美、亚洲、中东、南美等 60 多个国家和地区, 摩洛哥的储量高达 500 亿吨, 占全球的 76.9%; 中国磷矿储量 37 亿吨, 占全球的 5.69%, 位居全球第二; 美国磷矿储量 14 亿吨, 占全球的 2.15%, 位居全球第七; 其中排名前四的摩洛哥、中国、阿尔及利亚、叙利亚储量总和共占全球储量的 88.77%。而全球的磷矿产量主要分布在东亚、非洲、北美等地区, 这三个地区磷矿石总产量占全球产量的 78.78%。2009 年和 2010 年全球磷矿石产量分别为 1.66 亿吨和 1.72 亿吨, 而中国的磷矿石产量就分别高达 0.6 亿吨和 0.68 亿吨, 分别占全球总产量

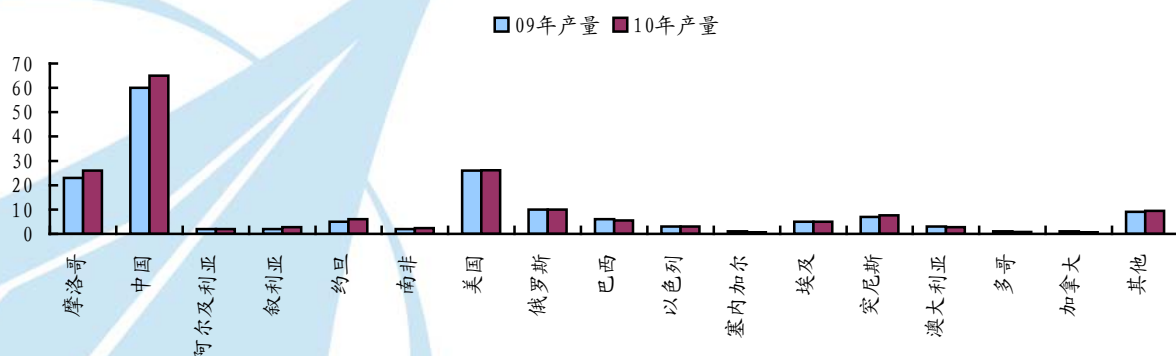
的 36.26%和 38.64%，位居全球首位；排名前四的磷矿石生产国中国、美国、摩洛哥、俄罗斯四国的 2010 年总产量达 1.27 亿吨，占全球总产量的 72.21%。可见全球磷矿石的储量和产量分布都较为集中。

图表 5：全球磷矿石储量分布（百万吨）



资料来源：USGS

图表 6：全球磷矿石产量分布（百万吨）



资料来源：USGS

从以上分析我们知道，目前全球磷矿石已面临短缺，而且磷矿石的品味下降，产量下降，选矿成本增加，同时各国都出台磷矿保护政策，限制磷矿出口，磷矿出口逐年下降，全球的磷矿供应趋紧，这将有力的支撑全球的磷矿价格。同时全球磷矿石的储量和产量分布都较为集中，但储量大国和生产大国不相一致，那些产量大，而储量低的国家的磷矿资源会较快走向枯竭，如中国、美国、俄罗斯等国家，而摩洛哥磷矿资源位居世界首位，是中国储量的 13.5 倍，而年产量只有中国年产量的 40%左右，未来磷矿资源有可能会像原油市场一样，全球大部分国家需要的磷矿石资源，都依赖摩洛哥、中东等储量丰富的区域。全球磷矿资源的稀缺性，可能会导致全球磷矿石市场定价机制的转变，未来磷矿石价格上涨趋势明显。

二、中国磷矿品位低，分布集中，开采难度大，价格呈上涨趋势

我国磷矿资源储量较大，2009 年磷矿石基础储量位居全球第二为 37 亿吨，其中资源储量为 170 亿吨，但我国磷矿质量普遍较差，90%以上的磷矿石品位低于 26%，平均品位仅为 16.85%，远低于俄罗斯、摩洛哥、美国等国家 30%-39%磷矿石品位，是世界上磷矿石平均品位最低的国家。由于我国磷矿品位普遍偏低，

除少数富矿可直接作为生产磷复肥和黄磷的原料外，大部分矿石需经选矿才能利用，选矿成本较高。

图表 7 我国磷矿石品位分布（亿吨）

	P2O5 含量	资源储量	占矿石比重	P2O5 含量	占 P2O5 含量
I 级磷矿	≥ 30%	16.57	9.40%	5.3	16.70%
II 级磷矿	25-30%	21.2	12%	5.74	18.10%
III 级磷矿	12-25%	105.2	59.60%	19	60%
其他低品位磷矿	< 12%	33.4	19%	1.68	5.30%

资料来源：百川资讯

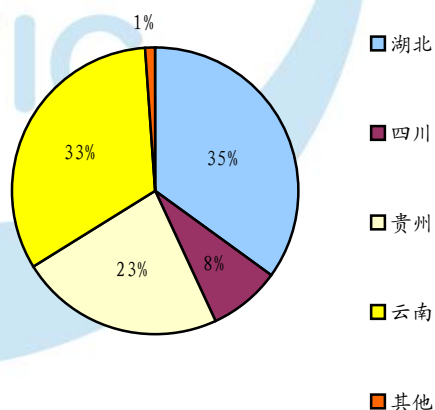
我国磷矿分布较为集中，主要分布在中西部地区，其中贵州、云南、四川、湖北四省的磷矿储量占我国保有储量的 66%，其中四省 30%品位以上的富矿储量占我国富矿总储量的 97%。我国磷矿主要分布在以下 8 个区域：湖北的宜昌地区、胡集地区、保康地区、四川金河-清平地区、云南滇池地区和贵州开阳地区、瓮福地区。除了湖北宜昌临近长江外，云南和贵州均地处内陆，运输不便。可见我国磷矿资源分布极不平衡，运输成本较高，且今年 7 月份，国家执行新的公路运输限超规定，导致矿企的成本 10-20 元/吨的增加，成本的上涨逐步转嫁到磷矿石价格上。

图表 8：中国磷资源储量和分布（亿吨）

	可采储量	基础储量	资源量	矿石平均品位
云南	4.23	11.41	27.6	22.20%
贵州	5.06	7.2	19.75	22.34%
湖南	0.84	2.65	17.68	22.30%
湖北	6.45	9.16	16.67	21.20%
四川	1.33	2.89	11.16	16.00%
其他	3.2	7.23	34.46	
合计	21.11	40.54	127.32	

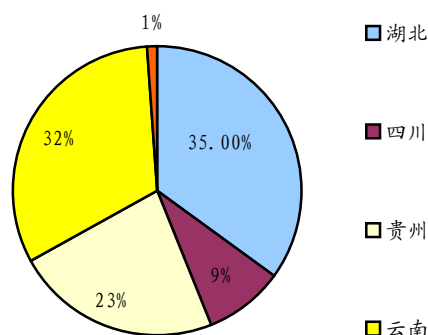
资料来源：中国地质调查局，百川资讯

图表 9：2009 年国内磷矿石产量分布



资料来源：中航证券金融研究所

图表 10：2010 年国内磷矿石产量分布

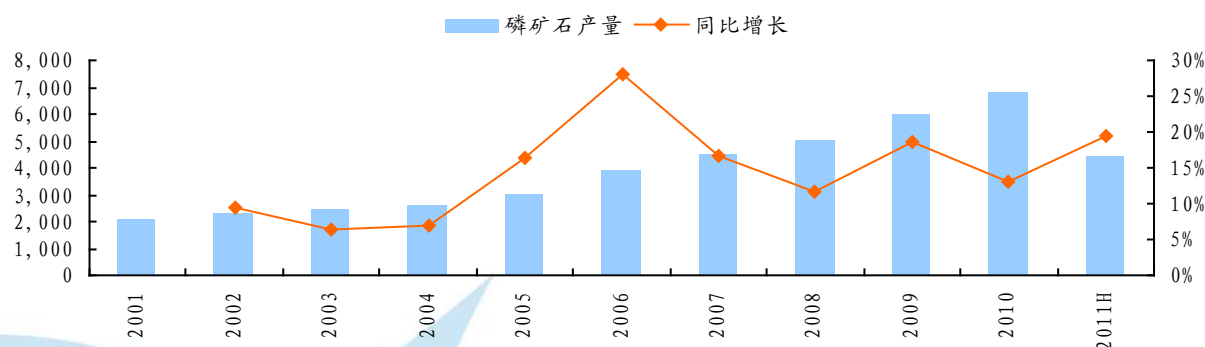


资料来源：中航证券金融研究所

我国磷矿石贫矿多富矿少，难采难选，且矿山开采秩序混乱和地方政府疏于管制，多数中小磷矿企业

受利益驱动采用“采富弃贫”的开采模式，造成磷矿资源的严重浪费，我国少数大型磷矿企业的磷矿回采率可达 80%-95%，而小型企业的回采率仅为 30%左右，有的甚至更低。2010 年我国磷矿石产量为 6807.09 万吨，较 2009 年增长了 13.06%，2011 年 1-7 月份国内磷矿石产量为 4439.11 万吨，同比增长了 19.53%。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，按照目前的开采速度，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。

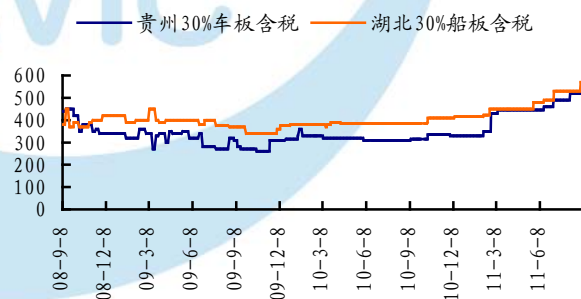
图表 11：国内磷矿石产量（万吨）



资料来源：wind

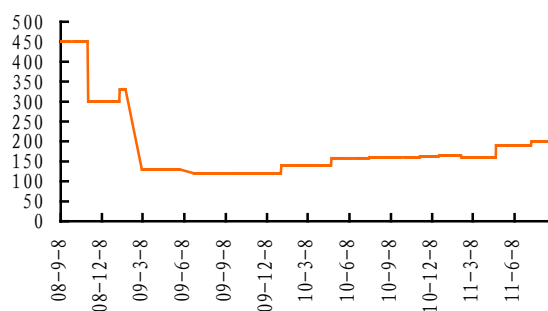
目前我国的湖北 30%磷矿石船板含税价格约 570 元/吨，而国际磷矿石到岸价价格约 200 美元/吨，折合人民币约 1276.3 元/吨，是国内磷矿石价格的 2 倍多。造成国内国际价格差异如此巨大的原因主要是国家保护国内的稀缺资源，限制磷矿石出口。虽然国内的磷矿石价格短期内不能与国际接轨，但也从一个侧面反映了国内磷矿石价格尚处于低估状态，未来仍有巨大的上涨空间。从近期磷矿石价格的走势看，国内价格呈现了较快的上涨趋势。近期由于雨季，矿山限采等问题的影响，磷矿石供应显得紧俏，且下游磷肥厂需求旺盛，开工率高位稳定，磷矿石的需求量逐渐增大，随着 9 月份秋季用肥的陆续展开和二元复合肥出口拉动，磷矿石价格仍将维持稳中上涨局面。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 12：国内磷矿石价格（元/吨）



资料来源：百川资讯

图表 13：印度 70-72%BPL 磷矿石到岸价（美元/吨）



资料来源：百川资讯

三、国家政策力促磷矿行业整合，提升磷矿价格空间

磷矿石资源属于不可再生资源，目前正逐步显现出稀缺特性。国家已意识到磷矿石的重要性，出台了相关政策法规和采取了一系列保护措施来限制磷矿的无序开采和积极推动磷矿行业集中整合，提高磷矿开采准入门槛，将分散的磷矿资源向大型优势企业集中。据统计，2007-2009 年，磷矿企业由原来的 414 家减少到 339 家，大型矿山由 10 家增加到 17 家。2006-2010 年，云南先后关闭开采规模不到 6 万吨、15 万吨和 50 万吨的矿山；湖北省出台一系列政策设立省级磷矿规划区，并将重组和关闭产能 15 万吨/年以下磷矿企业；其他地区也出台了类似的政策，整顿省内磷矿市场。

目前云南、贵州的磷矿资源基本完成整合，其中云天化集团拥有了云南地区 70%以上的磷矿资源，瓮福集团和开磷集团拥有了贵州地区 70%以上的磷矿资源。目前最受关注的湖北省磷矿整合已经基本确立主体，兴发集团、宜化集团、洋丰、黄麦岭、大峪口等省内磷肥龙头将瓜分 7 大主要矿区资源。

图表 14：湖北省主要磷矿资源

主要矿区	磷肥龙头（潜在整合主体）	分布	储量
宜昌磷矿	宜化集团、兴发集团、宜昌明珠（六国化工）	夷陵区、兴山县、远安县	9.11 亿吨
荆襄磷矿	洋丰、大峪口	钟祥市、宜城市	9.27 亿吨
保康磷矿	兴发集团	保康县	2.57 亿吨
黄麦岭	黄麦岭	大悟县	1.23 亿吨
兴一神磷矿	兴发集团	兴山县和神农架林区交界处	0.88 亿吨
鹤峰磷矿	宏峰矿业	鹤峰县	537 万吨
黄梅-武穴磷矿	黄麦岭、祥云集团	黄梅县、武穴市	2023 万吨

资料来源：中航证券金融研究所

3.1 湖北省稳步推动省内磷矿行业整合

2006 年 12 月，湖北省人民政府出台《关于加强磷矿资源管理的意见》，提出加强规划和矿业权管理，大力推进磷矿资源整合，2007 年底前，使矿山开采规模达到 10 万吨以上，全省磷矿矿山总数压减至 110 家左右到 2010 年，全省磷矿石开采总量控制在 1200 万吨（折标）左右，矿山总数减少到 80 家以内。对于开采规模小于 10 万吨/年等矿山进行整合，将矿山集中到具有规模较大、技术力量较强、经济效益较好且具有后续加工能力的优势企业手中，并鼓励矿山企业与下游加工企业合作，形成采选加工联合体或采选加工一体化企业。同时湖北省政府明确提出优先支持省内重点磷化工企业，主导磷矿资源整合，集中开发利用省内主要磷矿区资源。2006 年湖北省发布《湖北省磷矿资源整合方案》中提出按照扶优扶强的原则配置磷矿资源，重点支持宜化、兴发、黄麦岭、洋丰、祥云、大峪口等省内重点磷化工企业，分片主矿区资源整合和产业整合，分别牵头组建集采选、矿肥、矿化、肥化结合为一体的优势联合企业集团，集中开发利用省内主要矿区磷矿资源。可见湖北磷矿资源整合具有明显的地域性，有利于本省的优势磷化工企业如兴发集团、湖北宜化等上市公司整合省内分散磷矿资源，壮大自己的磷矿资源储备。

2011 年 8 月湖北省人民政府发布了《进一步加强磷矿高磷铁矿开发利用管理的意见》提出设立省级磷矿规划区，并进一步压减磷矿开发主体和矿业权数量，逐步重组和关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷

矿企业，使磷矿资源进一步向优势企业和大型重点磷化工企业集中。推进磷化工产业结构调整，鼓励磷化工企业实行兼并重组，推进磷化工产业升级。

湖北省出台的一系列政策有效的推动省内磷矿资源的重组和兼并，大大提高了省内磷矿行业的集中度，目前省内的磷矿企业已经从 2009 年的 99 家整合到 65 家，重组和关闭力度从开采规模小于 10 万吨/年提升到 15 万吨/年，整合的力度加大。湖北省磷矿产量占全国总产量的 35%左右，企业数量占全国数量的 50%左右，2010 年平均单厂产量只有 25 万吨/年，远少于贵州的 66 万吨/吨，云南的 59 万吨/年。可见与云南、贵州相比，湖北仍有极大的整合空间，在湖北省政府磷矿政策的推动下，湖北磷矿资源的集中度将进一步提高。

图表 15: 全国磷矿企业分布

	企业数量 (家)			全省产量 (万吨)			平均单厂产量 (万吨)		
	2009 年	2010 年	2011H	2009 年	2010 年	2011H	2009 年	2010 年	2011H
全国	189	194	134	6020	6807	3308	32	35	25
湖北	99	94	65	2118	2370	1198	21	25	18
四川	23	28	17	483	589	399	21	21	23
贵州	25	24	19	1361	1579	755	54	66	40
云南	31	37	27	1973	2178	913	64	59	34

资料来源：百川资讯，中航证券金融研究所

3.2 国家出台矿业规划，磷矿资源整合进一步升级

2011 年 8 月，国家公布了《化工矿业“十二五”发展规划》，提出了“十二五”期间的总体发展目标：增强资源储备，合理调控化工矿产开采规模，整顿和规范矿产资源开发秩序，推进资源开发整合，优化矿产资源开发利用布局，提高集中度，到 2015 年大中型化工矿山比例达到 20%以上。加强中低品位、共伴生化工矿产资源综合利用，矿产资源总回收率提高 5%，在国家政策鼓励下磷矿入选矿石品位再下降 3~5 个百分点，选矿产品占比提高 10%，高浓度磷复肥使用选矿产品的比例提高到 30~40%，共伴生矿产综合利用率提高 10 个百分点。《规划》要求未来五年建立磷矿产地资源储备机制，提高磷矿开采准入门槛，提高行业的集中度，规范行业开采秩序，杜绝磷矿资源的破坏浪费。

我国磷矿资源贫矿多富矿少，难采难选，在开采的过程中存在许多问题导致资源浪费严重，且国内磷矿资源逐步面临着枯竭。面对这种现状，国家出台《规划》政策，制定磷矿产业准入标准，提高新建矿山最低开采规模和准入门槛，促进主要化工矿产规模化、集约化开发利用，建立磷矿产地储备机制。同时制定资源整合路线：以产业结构优化升级为主线，以矿肥、矿化结合为方向，以产业链为纽带，多途径实现矿山企业规模化、集约化整合，矿产资源开发利用效率明显提高，资源集中开发度明显提高，磷矿资源整合会逐渐向国有大企业集团和优势企业集中，实行采选加工集中、一体化发展，没有磷矿资源支撑和优势的企业将被淘汰和兼并。在矿产资源相对集中、资源禀赋和开发程度较高的地区，《规划》将重点规划和支持建设化工矿山项目。这些项目包括：云南磷化集团有限公司采选规模达到 1500 万吨/年；贵州开磷（集团）有限责任公司新增 400 万吨产能、采矿能力达到 800 万吨/年；瓮福（集团）有限责任公司通过接替矿山建设，采选规模达到 530 万吨/年；湖北宜化集团矿业有限责任公司新增 120 万吨/年的采选能力等。

通过实施准入管理，严格准入门槛，推动磷矿行业整合，一方面，有利于规范开采秩序，控制混乱的开采局面，减少资源浪费，对于磷矿资源的保护和可持续利用起到重要的作用；但另一方面，磷矿资源将

会向一些国有大企业集团和优势企业集中，如云南云天化、贵州瓮福、兴发集团等少数大型磷矿企业，形成了少数企业掌握国内大部分磷矿资源的割据局面，容易形成价格联盟，把握国内磷矿石市场价格话语权。同时，那些无证开采和规模较小等不符合准入标准的开采企业将被关闭或取缔，将会减少磷矿石市场的供应量。在供应量减少、磷矿石企业集中的情况下，未来国内磷矿石价格仍有进一步提升的空间。

四、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。除此之外，公司还拥有树空坪矿业后坪矿段，湖北省兴神磷矿瓦屋四矿区等区域的采矿权，未来转换为采矿权并建成投产之后，将进一步提升公司磷矿石储量和产能。

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 16：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。2011 年 8 月，公司大股东宜昌兴发集团有限责任公司协议受让宜昌国资委持有的湖北宜昌磷化工工业集团有限公司全部股权。此次转让协议有极大可能会通过宜昌人民政府、湖北省国资委批准，磷化集团将成为宜昌兴发全资子公司。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，设计磷矿石产能为 205 万吨/年，磷化集团以该矿权作为资本金注入宜昌枫叶化工公司（磷化集团占注册资本 51%，加拿大斯帕尔化工公司占 49%）。宜昌兴发集团取得磷化公司后将与加拿大投资方谈判，对枫叶化工的股权比例进行调整重组。宜昌兴发集团承诺在重组完成后（即中加双方就合资公司股权比例调整协商一致、矿权注入合资公司以及合资公司资本金全部到位）6 个月内以取得成本将相关资产注入兴发集团，注入完成后预计公司新增的磷矿储量在 3073.27-6026.02 万吨，新增的磷矿产能 104.55-205 万吨。

五、盈利预测与投资评级

根据公司现有的产品生产能力和目前的市场价格，我们预测公司 11-13 的每股收益分别为 0.81 元，1.00 元和 1.48 元，对应的市盈率分别为 27.79 倍，22.51 倍和 15.24 倍。由于公司拥有丰富的资源，可以享受较高的估值水平，我们给予 12 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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1229	1652	1712	2537
现金	183	183	229	539
应收账款	275	337	364	475
其他应收款	7	141	80	151
预付账款	143	122	160	190
存货	459	619	640	851
其他流动资产	162	250	239	332
非流动资产	4963	4915	4692	4537
长期投资	194	282	238	260
固定资产	3327	3617	3665	3597
无形资产	537	537	537	537
其他非流动资产	904	479	252	143
资产总计	6192	6567	6404	7074
流动负债	1133	1437	990	1221
短期借款	200	722	264	295
应付账款	352	460	480	635
其他流动负债	581	255	246	290
非流动负债	3089	2896	2896	2896
长期借款	2896	2896	2896	2896
其他非流动负债	193	0	0	0
负债合计	4222	4333	3886	4117
少数股东权益	277	282	288	296
股本	365	365	365	365
资本公积	609	609	609	609
留存收益	702	963	1240	1671
归属母公司股东权益	1692	1952	2230	2661
负债和股东权益	6192	6567	6404	7074

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	386	126	708	546
净利润	187	301	373	550
折旧摊销	175	156	171	178
财务费用	140	158	159	136
投资损失	-17	-13	0	0
营运资金变动	-129	-332	20	-353
其他经营现金流	30	-144	-15	35
投资活动现金流	-873	-75	44	-22
资本支出	1103	0	0	0
长期投资	10	88	-44	22
其他投资现金流	240	13	0	0
筹资活动现金流	533	-51	-706	-214
短期借款	-254	522	-458	32
长期借款	1543	0	0	0
普通股增加	63	0	0	0
资本公积增加	230	0	0	0
其他筹资现金流	-1049	-573	-248	-246
现金净增加额	45	0	46	310

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4678	5794	6228	8145
营业成本	3965	4946	5286	6911
营业税金及附加	61	79	83	110
营业费用	125	133	143	187
管理费用	106	110	118	155
财务费用	140	158	159	136
资产减值损失	10	15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	13	0	0
营业利润	287	367	438	647
营业外收入	22	10	0	0
营业外支出	70	22	0	0
利润总额	239	354	438	647
所得税	51	53	66	97
净利润	187	301	373	550
少数股东损益	4	4	6	9
归属母公司净利润	183	297	366	541
EBITDA	602	681	768	960
EPS (元)	0.50	0.81	1.00	1.48

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	49.8%	23.9%	7.5%	30.8%
营业利润	85.2%	27.7%	19.6%	47.5%
归属于母公司净利润	27.1%	62.0%	23.4%	47.7%
获利能力				
毛利率(%)	15.2%	14.6%	15.1%	15.2%
净利率(%)	3.9%	5.1%	5.9%	6.6%
ROE(%)	10.8%	15.2%	16.4%	20.3%
ROIC(%)	6.4%	8.3%	9.8%	12.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	68.2%	66.0%	60.7%	58.2%
净负债比率(%)	82.20%	83.50%	81.30%	77.52%
流动比率	1.08	1.15	1.73	2.08
速动比率	0.67	0.72	1.08	1.38
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.91	0.96	1.21
应收账款周转率	19	18	17	18
应付账款周转率	13.03	12.18	11.24	12.39
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.81	1.00	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.35	1.94	1.49
每股净资产(最新摊薄)	4.63	5.34	6.10	7.28
估值比率				
P/E	45.01	27.79	22.51	15.24
P/B	4.87	4.22	3.70	3.10
EV/EBITDA	19	17	15	12

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：S0640511050002，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：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、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人的金融交易，向该等发行人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。