

兴发集团 (600141): 磷矿资源丰富, “矿电磷” 一体化优势明显

行业分类: 化工

2012. 2. 17

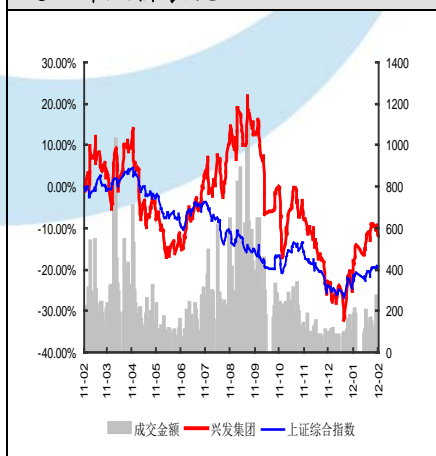
研究员: 卢全治
(执业证书编号: S0640511050002)
电话: 0755-83689065
Email: luquanzhi@hotmail.com

联系人: 卓志奇、孙璐
电话: 0755-83520492
Email: zhuozhiqi163@163.com

6-12个月目标价	29.75元
当前股价	19.79元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2357.18
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)	6882.17
总市值(百万)	7232.85
每股净资产(元)	5.12
ROE(TTM)	10.79%
资产负债率	72.81%
动态市盈率	32.82
动态市净率	3.86

近一年股价表现



投资要点:

- **公司概况。**兴发集团磷化工产业链较为完整, 受益于湖北省的磷矿资源整合, 具有较强的资源成本优势, 公司坚持发展精细化工产品, 努力实现工业级磷化工产品向食品级和电子级转变, 无机磷化工向有机磷化工延伸, 未来具有较大的价值增长空间。
- **全球磷矿石稀缺性凸显, 提升价值空间。**全球磷矿石资源稀缺, 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, 全球磷矿供应趋紧, 未来磷矿资源上涨趋势明显。
- **公司“矿、电、磷”一体化尽显竞争优势。**公司拥有丰富的磷矿储量, 电力自给率达 50%, 形成“矿、电、磷”一体化的磷化工产业链, 具有明显的成本优势, 未来增值可期。
- **公司磷化工产品多元化, 丰富利润增长点。**公司不但在磷酸盐上成本优势明显, 且积极拓展磷肥和精细化工产品领域, 未来公司在磷肥、电子级磷酸、磷系阻燃剂、有机硅单体项目和水处理磷酸盐等方面获得新的利润增长点。
- **跨区域合作, 做大做强磷化工产业。**公司与瓮福集团强强联合, 签订了合作框架协议, 双方同意在磷化工下游深加工以及资源综合利用等方面开展合作, 为双方共同做大做强磷化工产业创造有利条件, 进一步提升自己的竞争优势地位, 获得更多利益。
- **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 0.69 元, 1.19 元和 1.54 元, 对应的市盈率分别为 28.87 倍, 16.60 倍和 12.88 倍。由于公司拥有丰富稀缺资源, 可以享受较高的估值水平, 我们给予 12 年 25 倍的市盈率水平, 公司股票 6-12 个月内的目标价为 29.75 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	4678	5920	7503	9084
归属母公司净利润	183	251	436	562
毛利率(%)	15.2%	16.0%	17.1%	16.9%
每股收益(元)	0.50	0.69	1.19	1.54
P/E	39.46	28.87	16.60	12.88
P/B	4.27	3.79	3.21	2.67

资料来源: 中航证券金融研究所

目 录

一、公司概况	4
二、全球磷矿石稀缺性凸显，提升价值空间	7
三、公司“矿、电、磷”一体化尽显竞争优势	10
3.1 公司磷矿储量丰富，且品位高	11
3.2 水电自给率达 50%	12
3.3 受益于磷矿行业整合	13
3.4 未来磷矿石价格仍具有进一步的上行空间	14
四、磷化工产品业务分析	15
4.1 磷矿、水电凸显磷酸盐成本优势	15
4.2 布局磷肥，拓展磷化工产业链	17
4.3 精细化工产品多样化，丰富公司利润增长点	18
五、跨区域合作，做大做强磷化工产业	21
六、盈利预测和投资评级	21

图 表 目 录

图表 1: 兴发集团公司股权结构	4
图表 2: 公司磷化工产业链	4
图表 3: 公司产业布局	5
图表 4: 公司营业收入 (百万)	6
图表 5: 公司净利润 (百万)	6
图表 6: 2011 年上半年公司营业收入构成	6
图表 7: 2011 年上半年公司毛利构成	6
图表 8: 公司主营业务毛利率情况 (%)	6
图表 9: 公司磷化工产品产能	7
图表 10: 全球磷矿石储量分布 (百万吨)	7
图表 11: 全球磷矿石产量分布 (百万吨)	8
图表 12: 全球磷矿石产量和磷肥消费量 (折 P2O5) (百万吨)	8
图表 13: 全球磷矿石出口国和进口国分布 (万吨)	9
图表 14: 全球磷矿石出口量变化 (百万吨)	9
图表 15: 全球磷矿石出口国出口变化 (千吨)	9
图表 16: 中国磷资源储量和分布 (亿吨)	10
图表 17 我国磷矿石品位分布 (亿吨)	10
图表 18: 磷化工产业链	11
图表 19: 兴发集团磷矿资源丰富	11
图表 20: 公司水电分布	12
图表 21: 湖北省主要磷矿资源	13

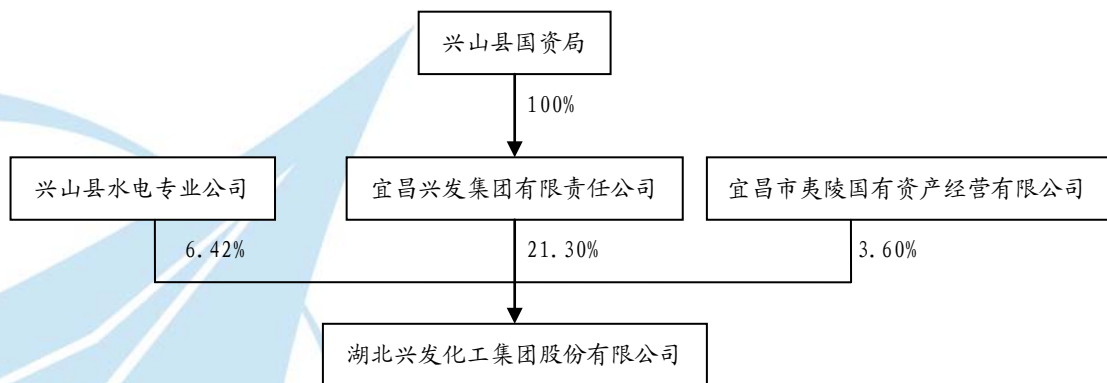
图表 22: 全国磷矿企业分布	14
图表 23: 国内磷矿石价格 (元/吨)	15
图表 24: 印度 70-72%BPL 磷矿石到岸价 (美元/吨)	15
图表 25: 六偏磷酸钠出口量 (万吨)	15
图表 26: 三聚磷酸钠出口量 (万吨)	15
图表 27: 公司磷酸盐营业收入 (元/吨)	17
图表 28: 兴发集团黄磷价格 (美元/吨)	17
图表 29: 兴发集团三聚磷酸钠出厂价格 (元/吨)	17
图表 30: 兴发集团六偏磷酸钠出厂价格 (元/吨)	17
图表 31: 磷酸二铵出厂价格 (元/吨)	18
图表 32: 湖北宜化磷酸二铵收入 (百万元)	18
图表 33: 有机硅产业链	19
图表 34: 兴发集团宜昌精细化工园区循环经济示意图	20
图表 35: 公司主要产品销售预测	21



一、公司概况

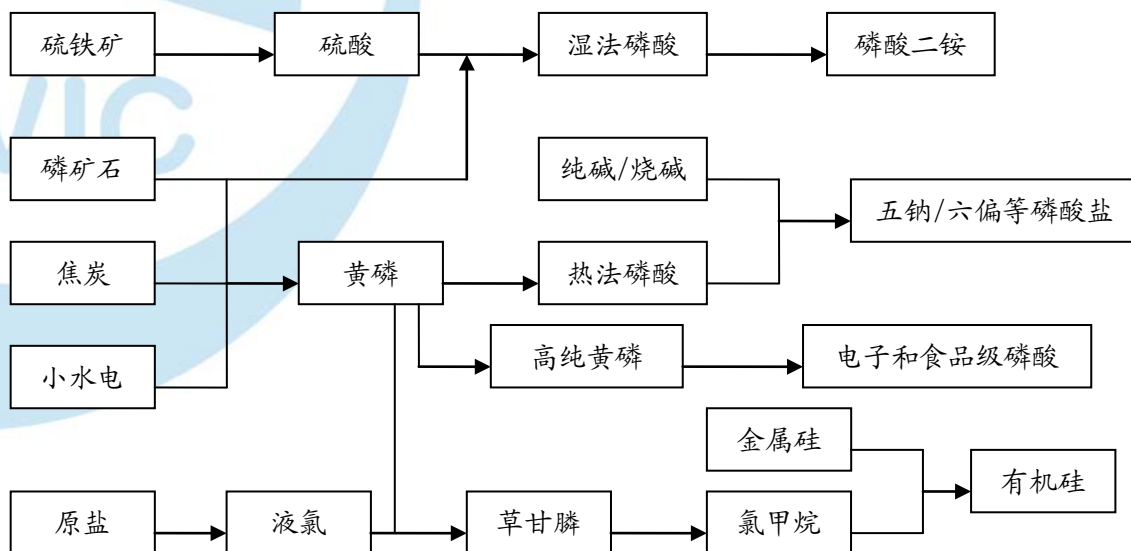
兴发集团是一家以磷化工系列产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主业的上市公司。公司磷矿资源储量丰富，拥有磷矿储量 1.49 亿吨，磷矿产能 274 万吨，矿石的平均品位在 26%-28% 之间，具有明显的资源优势。公司积极推进磷化工资源和企业的重组整合，完成了兴山县内磷矿和水电资源整合，并相继在神农架、保康等地收购了当地的磷矿资源和深加工企业，建立规模化的磷化工生产企业，形成了“矿电磷”一体化的发展模式。目前公司主要形成自上而下两条磷化工产业链：一是，磷矿石通过湿法磷酸的工艺来生产磷肥；二是，用磷矿石通过热法磷酸工艺生产黄磷，然后用来生产磷酸盐等精细化工产品。公司目前是中国最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业，现拥有工业级、食品级、牙膏级、饲料级等系列产品 50 个，主导产品出口亚、欧、美、非等全球 30 多个国家和地区，与宝洁、汉高、联合利华等国际化工巨头建立了战略合作关系。

图表 1：兴发集团公司股权结构



资料来源：中航证券金融研究所

图表 2：公司磷化工产业链



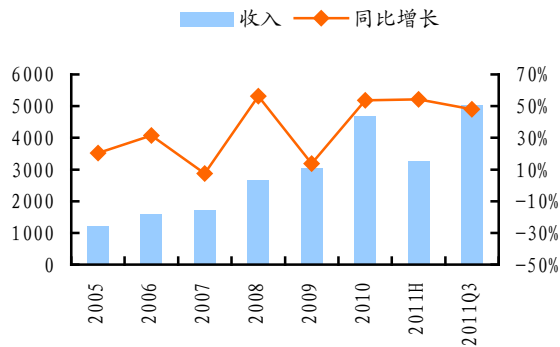
资料来源：中航证券金融研究所

图表 3: 公司产业布局

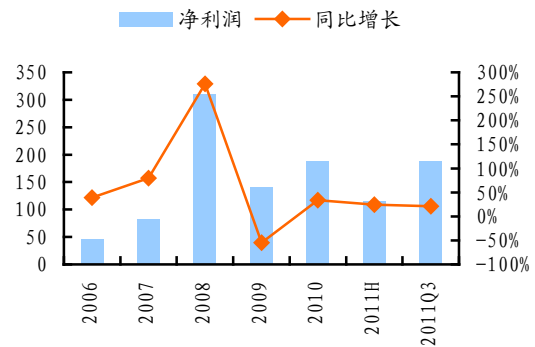
业务分类	子公司名称	地址	持股比例	主营产品
矿产原料基地	兴盛矿产	兴山县	100%	磷矿石
	武山矿业	神龙架	70%	磷矿石、黄磷
	树空坪矿业	兴山县	100%	磷矿石
	红星矿业	兴山县	100%	磷矿石
	楚烽化工	保康县	100%	磷矿石、食品级五钠
	兴营矿产	兴山县	100%	硅石
	耿家河煤炭	兴山县	100%	煤炭
磷化工基地	白沙河化工厂	兴山县		黄磷、磷酸、五钠、六偏、二甲基亚砷
	刘草坡化工厂	兴山县		黄磷、磷酸、五钠、六偏
	古夫化工厂	兴山县		磷酸氢钙
	楚磷化工	宜昌 亭区	100%	焦磷酸钠
	兴福电子	宜昌 亭区	90.94%	电子级磷酸、食品级磷酸
	广西兴发化工	广西	100%	工业磷酸、食品级磷酸、五钠
	瑞阳化工	江苏	100%	工业磷酸、食品级磷酸
配套化工	安宁盛世达	云南	70%	三偏磷酸钠
	兴瑞化工	宜昌 亭区	50%	烧碱、有机硅
磷肥基地	兴发全冠化工	重庆	50%	二甲基亚砷、二硫化碳
	宜都兴发化工	宜都	70%	磷肥、磷复肥
物流和贸易	庄园肥业	保康	70%	硫铁矿、过磷酸钙
	兴山峡口港	兴山县	100%	港口业务
	兴发贸易	宜昌	100%	化工产品贸易
	兴发进出口	宜昌	100%	进出口贸易
	柳城经贸	广西	100%	化工产品贸易
	闻达巴西	巴西	100%	进出口贸易

资料来源：中航证券金融研究所

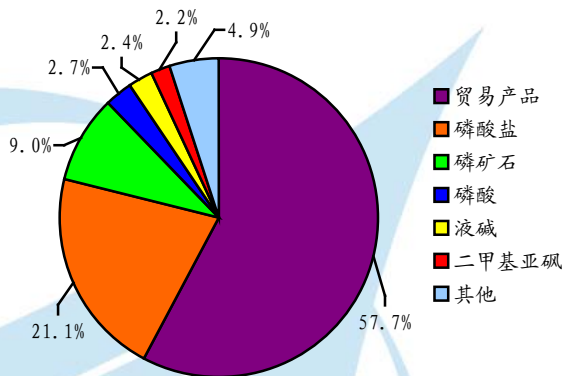
在国内磷化工行业中，兴发集团磷化工产业链较为完整，具有较强的资源成本优势，且受益于湖北省的磷矿资源整合，未来磷矿储量增长前景广阔，同时公司坚持发展精细化工产品，努力实现工业级磷化工产品向食品级和电子级转变，无机磷化工向有机磷化工延伸，公司的价值获得不断提升。2011年前三季度公司实现销售收入 50.39 亿元，同比上涨 48.08%，实现净利润 1.88 亿元，同比上涨了 21.29%，基本每股收益 0.53 元，同比上涨了 23.26%。公司的营业收入主要来源于贸易产品、磷酸盐和磷矿石三个方面，2011年上半年公司磷矿石的毛利率高达 70.36%，占公司毛利的 52.2%，成为公司利润的主要支柱。

图表 4: 公司营业收入 (百万)


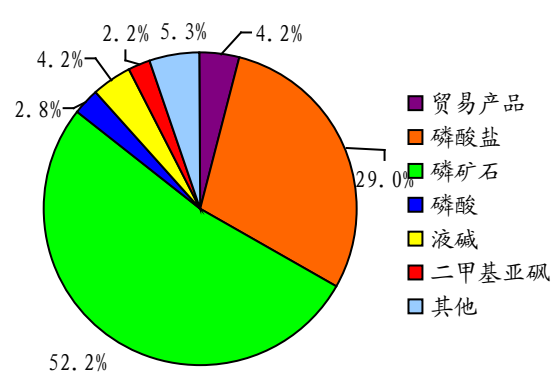
资料来源: Wind

图表 5: 公司净利润 (百万)


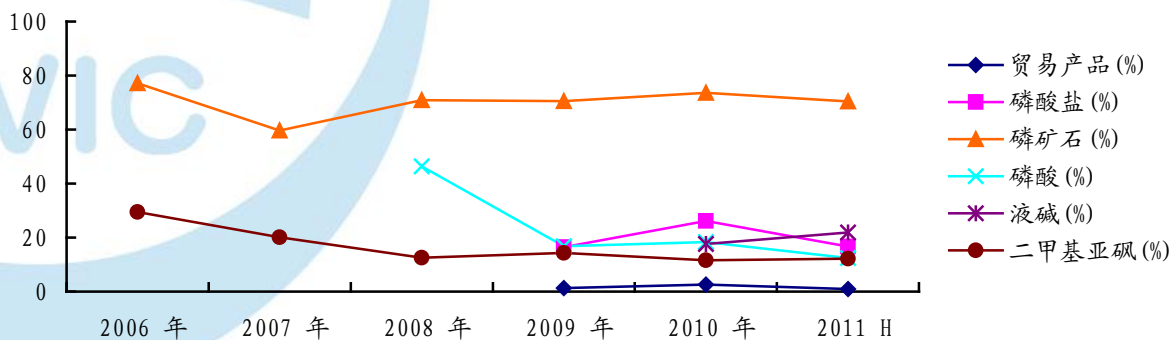
资料来源: Wind

图表 6: 2011 年上半年公司营业收入构成


资料来源: Wind

图表 7: 2011 年上半年公司毛利构成


资料来源: Wind

图表 8: 公司主营业务毛利率情况 (%)


资料来源: Wind

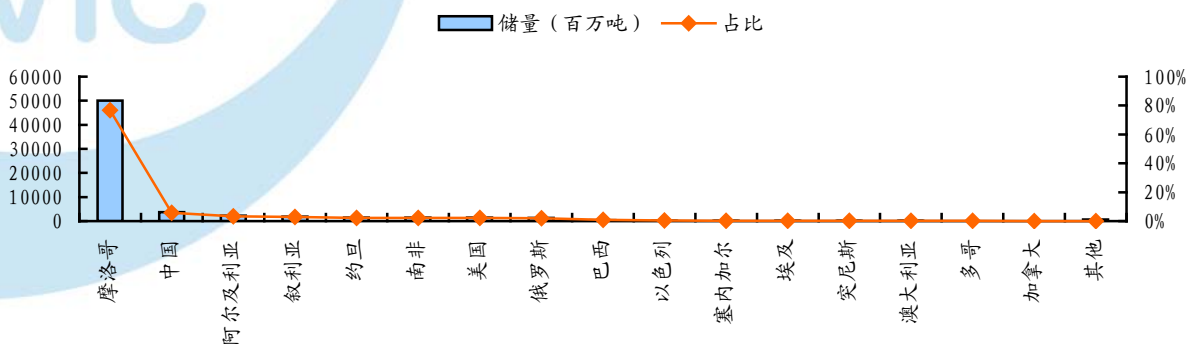
图表 9: 公司磷化工产品产能

产品	产能 (万吨)	备注
磷矿石	274	
黄磷	9	
磷酸	19	
食品级磷酸	4	
工业级磷酸	12	
电子级磷酸	1	已建成投产, 目前 IC 级磷酸在给下游企业试用
三聚磷酸钠	22	
六偏磷酸钠	5	
次磷酸钠	1.2	
五硫化二磷	1	
二甲基亚砷	1	
磷肥	60	预计 12 年上半年建成投产
膦酸盐		与瑞士 Dequest 公司合作

资料来源: 中航证券金融研究所

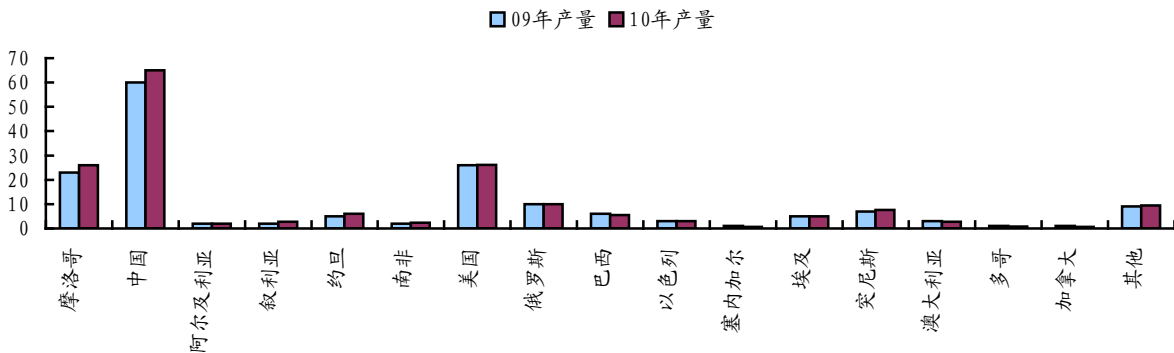
二、全球磷矿石稀缺性凸显, 提升价值空间

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 1.78 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 10: 全球磷矿石储量分布 (百万吨)


资料来源: USGS

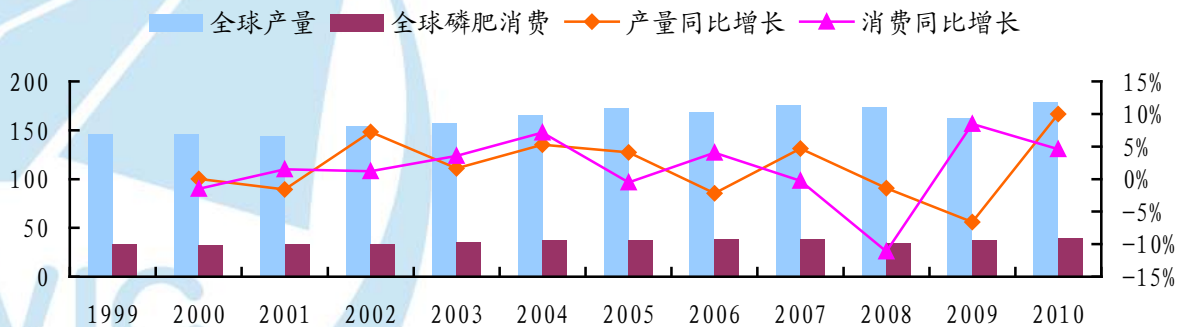
图表 11: 全球磷矿石产量分布 (百万吨)



资料来源: USGS

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 12: 全球磷矿石产量和磷肥消费量 (折 P205) (百万吨)



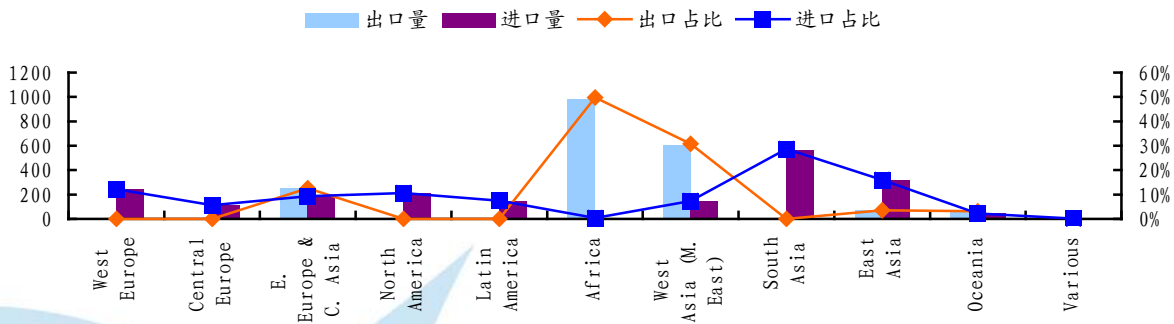
资料来源: IFA

根据 IFA 统计,全球磷矿石品位 (折 P205) 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

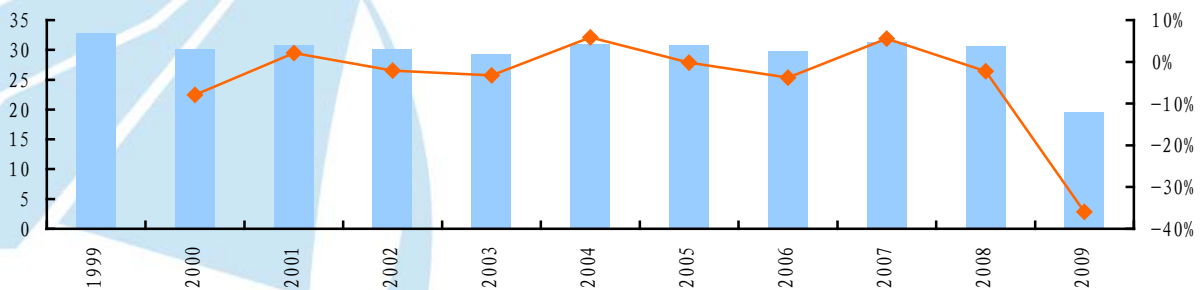
需要少量进口。北美主要以美国磷矿为主,1999年出口27.7万吨后逐年减少磷矿出口,到2004以后不再出口磷矿石,成为磷矿石进口国,增加磷矿石进口的策略,利用摩洛哥廉价的磷矿石生产高附加值的磷铵用于出口;东亚主要为中国磷矿出口,出口量从2001年490万吨,下降到2009年的70万吨,下降了85.71%,2012年中国磷矿配额出口量较11年减少了30万吨至120万吨,并转向黄磷及高浓度磷肥等下游产品的出口;而非洲地区主要以摩洛哥出口为主,2009年出口量为976.2万吨,较2007年的1940万吨下降了49.68%,摩洛哥加大磷肥和磷铵的出口,逐步减少磷矿石的出口。可见全球磷矿石出口量正在逐步减少,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 13: 全球磷矿石出口国和进口国分布(万吨)



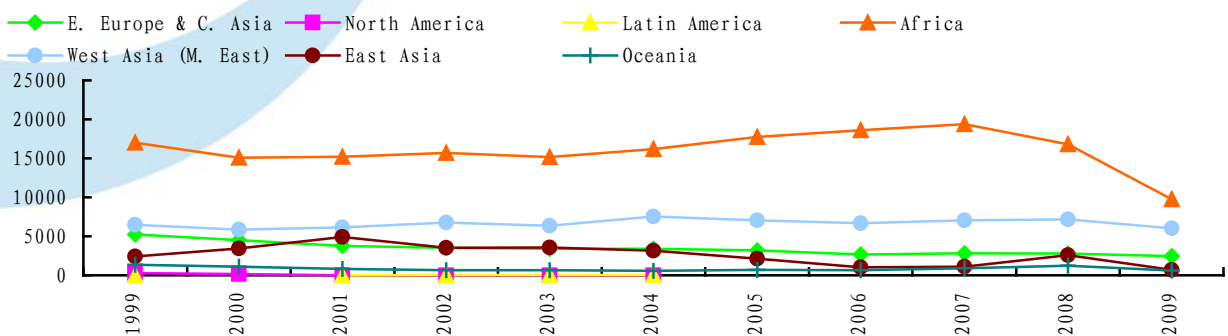
资料来源: IFA

图表 14: 全球磷矿石出口量变化(百万吨)



资料来源: IFA

图表 15: 全球磷矿石出口国出口变化(千吨)



资料来源: IFA

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。

三、公司“矿、电、磷”一体化尽显竞争优势

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 2011 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 16: 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

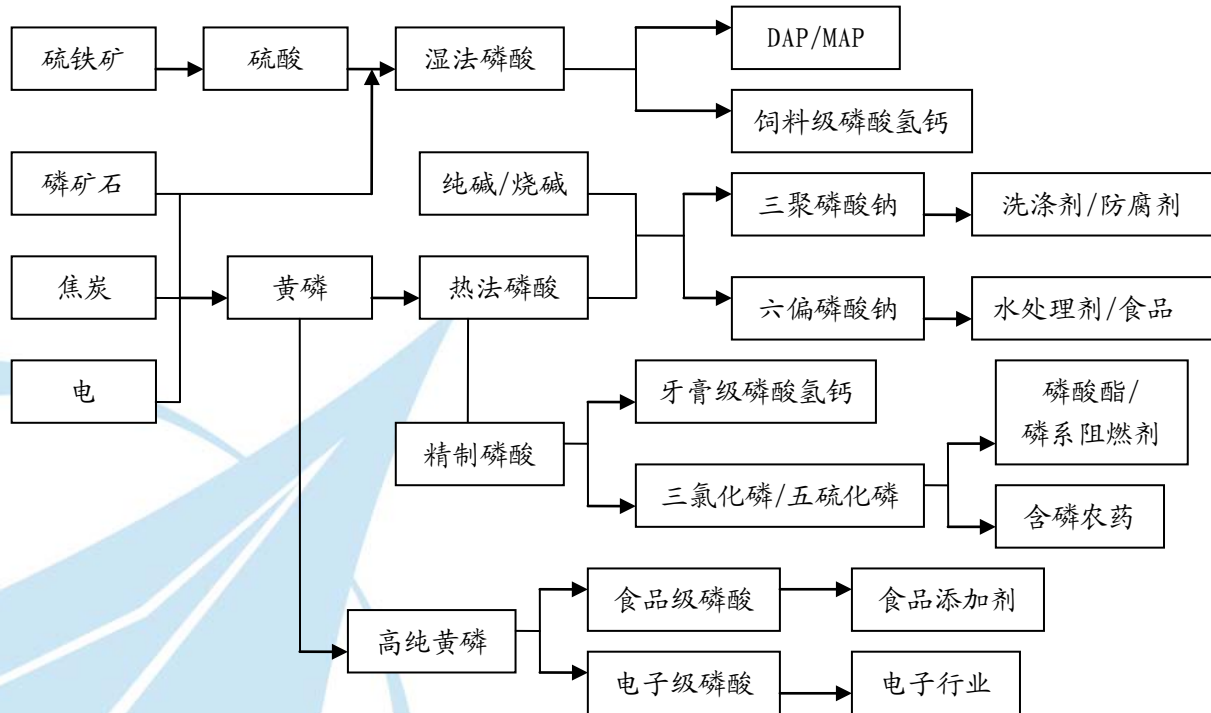
目前国内保有磷矿资源储量大约为 167.86 亿吨，但可开采的磷矿石储量只有 21.11 亿吨，而且品位较低。我国 90% 以上的磷矿石品位低于 26%，平均品位仅为 16.85%，远低于俄罗斯、摩洛哥、美国等国家 30%-39% 磷矿石品位，其中品位大于 30% 的富矿资源大约为 11.08 亿吨，仅占我国磷矿资源储量的 6.6%。由于我国磷矿品位普遍偏低，除少数富矿可直接作为生产磷复肥和黄磷的原料外，大部分矿石需经选矿才能利用，选矿成本较高。

图表 17 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

磷化工产业链中，国内用热法磷酸法制精细化工产品，其最主要的初始原料有磷矿石和电，黄磷是重要的中间品。每吨黄磷生产需要耗磷矿石(28%品位)10吨、电14500度、焦炭1.6吨、硅石2.3吨、煤0.3吨。其中磷矿石成本约占30%，电成本约占45%，两者合计占黄磷成本的75%。而生产磷肥技术采用湿法磷酸法，1吨磷酸二铵约消耗1.8吨磷矿石，约占磷肥成本的30%，且对磷矿石的品位要求高，大概需要28%以上的磷矿品位。全球磷矿石消费结构中70%用于生产磷肥，30%用于生产磷化工产品，可见拥有丰富磷矿储量，且品位高，并拥有水电和生产磷矿下游产品的公司具备明显的成本优势，获得高于同行的毛利率。

图表 18: 磷化工产业链


资料来源：中航证券金融研究所

3.1 公司磷矿储量丰富，且品位高

公司目前拥有磷矿储量1.6亿吨，归属于公司属于的权益储量为1.59亿吨，矿石的平均品位在26%-28%之间，磷矿石产能已经达到了274万吨/年，其中大约80万吨用于自有磷酸盐产品的应用，剩下的磷矿石将对外销售。除此之外，公司还拥有兴山县树空坪矿业后坪矿段和湖北省兴盛磷矿瓦屋四矿区等区域的探矿权。根据普查报告，后坪矿段预测的磷矿石资源量1.04亿吨，瓦屋矿段的预测磷矿石资源量4600万吨，合计1.5亿吨，公司目前正加紧对这两处矿段的详查勘探工作，预计未来2-3年内可能转换为采矿权，建成投产之后将进一步提升公司磷矿石储量和产能。

图表 19: 兴发集团磷矿资源丰富

	持股比例	储量	产能
兴盛矿业	99.93%	6500万吨	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	50万吨/年
树空坪矿业	100%	1643万吨	74万吨/年

资料来源：中航证券金融研究所

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业集团有限公司全部股权。此次转让协议已通过宜昌人民政府、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。

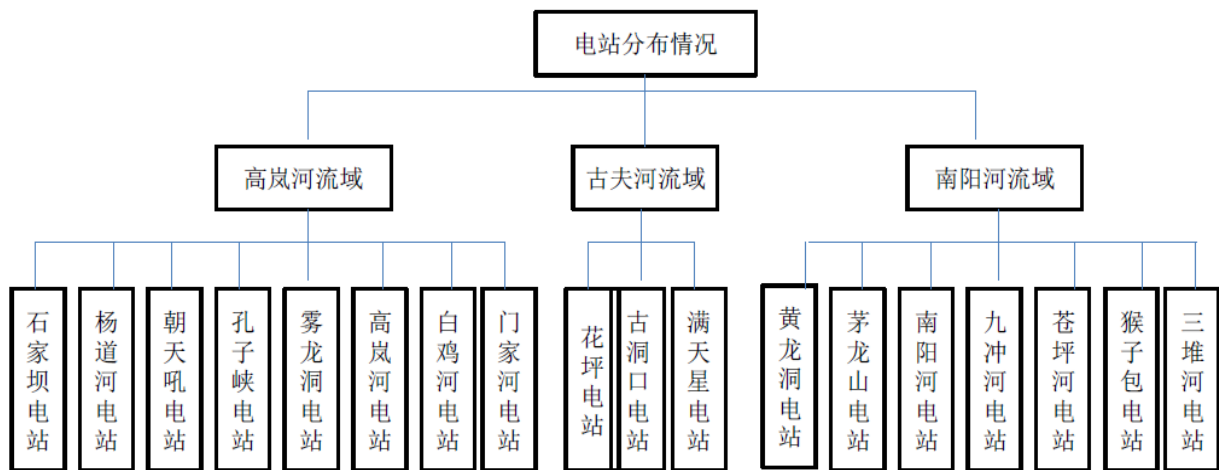
2011年7月公司董事会审议通过全资子公司兴山县树空坪矿业公司投资新建120万吨/年重介质选矿项目一期主体工程及配套工程。工艺技术方案采用磷矿石原矿经破碎、筛分、脱泥预处理后,采用重介旋流器分选出磷精矿,介质和水经处理后回收循环利用。项目建设期为1年,建成后有利于最大限度提高磷矿资源利用率,延长矿山服务年限,为公司下游化工企业提供优质磷精矿。

可见,公司磷矿储量丰富,且未来具有较大的磷矿资源储备增长和产能扩张,在将两个探矿权转为采矿权和大股东底下的磷矿资源注入后,公司的磷矿资源储备和磷矿产能均可能翻倍,而且120吨/年重介质选矿项目建成后,将提高公司对中低品位磷矿资源的利用率,进一步提高公司的磷矿产量,随着未来磷矿资源价格的上涨,公司资源价值将得到极大提升。

3.2 水电自给率达 50%

磷化工属于高耗能产业,每生产1吨黄磷需耗电1.45万度,电力成本占黄磷生产成本的45%左右。公司现有电站19座,电站主要位于兴山县南阳河流域、古夫河流域和高岚河流域,装有水轮发电机组43台,总装机容量13.7万千瓦,年发电量近5亿千瓦时。目前公司年耗电量约10亿度,公司电力的自给率达50%左右。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,每年可为公司节约成本约1.25亿元。

图表 20: 公司水电分布



资料来源: 公司网站、中航证券金融研究所

电力自给不仅为公司节约了大量成本，而且保障了公司的稳定生产。尤其在用电的高峰期，各地政府对黄磷生产实施限电、限负荷等措施，导致了国内黄磷供应紧张，黄磷价格高位运行，而兴发集团的水电装机在丰水期可基本满足公司黄磷的生产，限电潮反而对公司构成一定的利好，使公司的磷化工成本更具优势。

3.3 受益于磷矿行业整合

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 21: 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

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 66 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，2011 年平均单厂产量只有 42 万吨/年，远少于贵州的 108 万吨/吨，云南的 83 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 22: 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	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年
全国	189	194	135	6020	6807	8122	32	35	60
湖北	99	94	66	2118	2370	2769	21	25	42
四川	23	28	17	483	589	959	21	21	56
贵州	25	24	19	1361	1579	2053	54	66	108
云南	31	37	27	1973	2178	2236	64	59	83

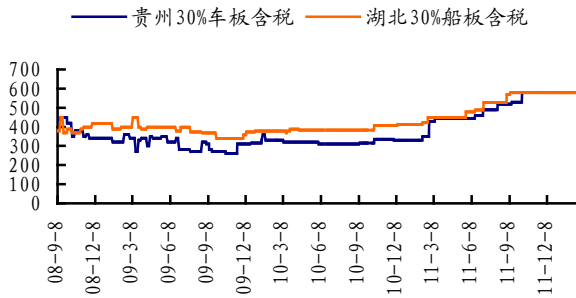
资料来源：百川资讯，中航证券金融研究所

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。

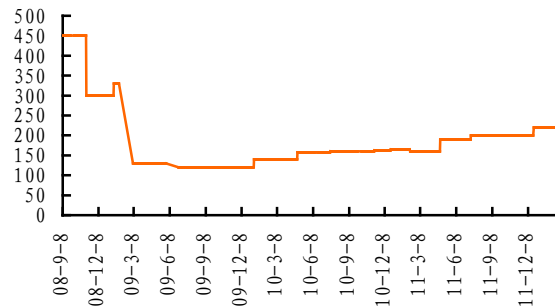
通过实施准入管理，严格准入门槛，推动磷矿行业整合，一方面，有利于规范开采秩序，控制混乱的开采局面，减少资源浪费，对于磷矿资源的保护和可持续利用起到重要的作用；但另一方面，磷矿资源将会向一些国有大企业集团和优势企业集中，如云南云天化、贵州瓮福、兴发集团等少数大型磷矿企业，形成了少数企业掌握国内大部分磷矿资源的割据局面，容易形成价格联盟，把握国内磷矿石市场价格话语权。同时，那些无证开采和规模较小等不符合准入标准的开采企业将被关闭或取缔，将会减少磷矿石市场的供应量。在供应量减少、磷矿石企业集中的情况下，未来国内磷矿石价格仍有进一步提升的空间，而兴发集团作为湖北省磷化工的龙头企业，将在整合的进程中进一步获得更多探矿权和采矿权，享受量价齐升带来的高收益。

3.4 未来磷矿石价格仍具有进一步的上行空间

目前我国的湖北 30%磷矿石船板含税价格约 580 元/吨，而国际磷矿石到岸价价格约 220 美元/吨，折合人民币约 1386 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 2011 年磷矿石价格的走势看，国内价格呈现了较快的上涨趋势，贵州 30%车板含税价较 2011 年初上涨了 75.8%，湖北 30%船板含税价较 2011 年初上涨了 39.8%，而随着高品位磷矿石的短缺，选矿成本和运输等费用的增加，2012 年磷矿石价格仍将保持稳步上涨的趋势。兴发集团拥有了丰富的磷矿资源和水电资源，拥有一定的成本优势，且将随着磷矿石价格的上涨而持续受益。

图表 23: 国内磷矿石价格 (元/吨)


资料来源: 百川资讯

图表 24: 印度 70-72%BPL 磷矿石到岸价 (美元/吨)


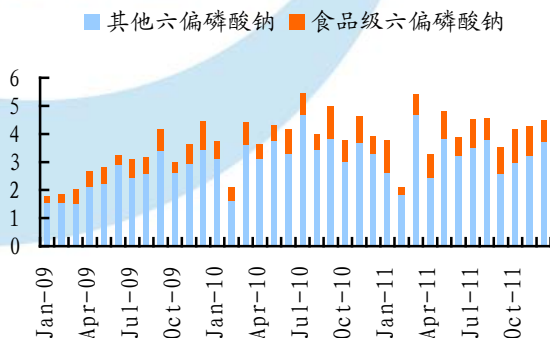
资料来源: 百川资讯

四、磷化工产品业务分析

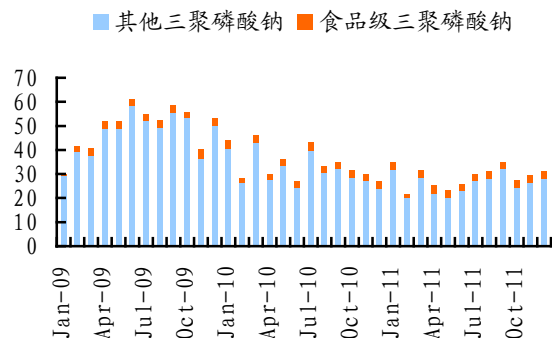
4.1 磷矿、水电凸显磷酸盐成本优势

公司的磷酸盐主要有三聚磷酸钠和六偏磷酸钠。三聚磷酸钠绝大部分用于合成洗涤剂，少数用于食品添加剂及工业用水的软化处理。六偏磷酸钠一般分为工业级和食品级，食品级主要用作食品添加剂，起防止脂肪氧化，调节口味，抑制维生素 C 分解，防止凝胶沉淀，防止浑浊，可提高防腐性能等作用；工业级主要用作锅炉软水剂、印染染溶软水剂、造纸扩散剂、缓蚀剂、高温粘合剂、洗涤及土壤分析试剂。

我国是世界上最大的磷酸盐生产国和主要出口国，出口量约占国内总产量的 50%，其中北非、中东、南亚等地的出口量占中国出口量的 60%以上，出口了三聚磷酸钠和六偏磷酸钠以出口工业级为主，食品级占比很少。近年来，磷造成水体富营养化问题日受关注，美国、加拿大、德国、瑞士、意大利等国家均已采取限磷或者禁磷措施，国内大部分城市也发布限磷措施。但我国磷酸盐主要出口国的北非、中东、南亚等地区的限磷政策方面还较为宽松或没有出台政策，对磷酸盐的出口影响较小，而且目前制备无磷洗涤剂所用的 4A 沸石、偏硅酸钠的供应量较少，性能无法和含磷洗涤剂相比。所以，三聚磷酸钠市场仍较为稳定，而六偏磷酸钠市场工业级市场基本饱和，食品级六偏磷酸钠市场较为广阔，是公司磷酸盐的主导方向。

图表 25: 六偏磷酸钠出口量 (万吨)


资料来源: 百川资讯

图表 26: 三聚磷酸钠出口量 (万吨)


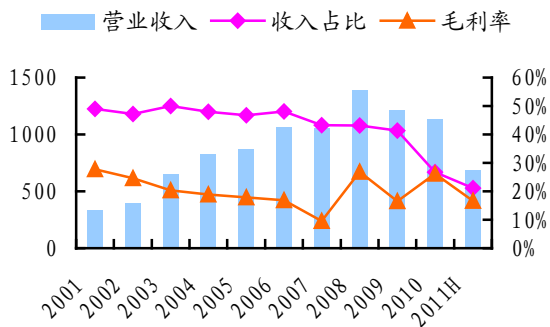
资料来源: 百川资讯

从原料来看，中国已成为世界最大的黄磷生产国家，目前黄磷总产能约占世界总产能的 80%以上，截至 2010 年，国内黄磷产能达到 190 万吨，但近几年每年实际产量一般保持在 90 余万吨水平，而国内市场加起来的需求量仅有 80 万吨，可见我国黄磷市场产能严重过剩，开工率处于低位，设备装置闲置，社会资源浪费严重，而且黄磷生产带来水体污染。近几年来国家和各地政府陆续出台政策限制黄磷的生产，对黄磷行业进行整合治理，到目前为止已经淘汰了 40 万-50 万吨落后产能。自 2009 年国家制定《黄磷行业准入条件》，限制新进入企业的起始产能规模必须达到 5 万吨/年及以上，并对黄磷装置在尾气、粉尘和炉渣利用方面进行规定，不符合准入条件将在两年内淘汰；2010 年国家出台《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，对黄磷行业实行差别电价政策，并进一步提高差别电价加价标准，自 2010 年 6 月 1 日起，将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.05 元提高到 0.10 元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.20 元提高到 0.30 元。国家提高黄磷行业准入标准和提高黄磷行业用电标准，将进一步加快黄磷落后产能的淘汰进程，黄磷市场的供应量将逐渐减少，对磷酸盐市场的价格起支撑的作用。

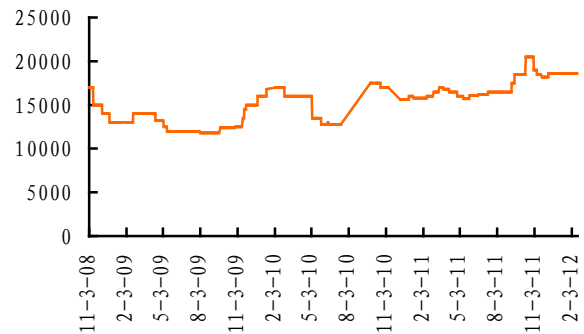
黄磷属于高耗能产品，每吨黄磷生产需要耗磷矿石(28%品位)10 吨、电 14500 度、焦炭 1.6 吨、硅石 2.3 吨、煤 0.3 吨。其中磷矿石成本约占 30%，电成本约占 45%，两者合计占黄磷成本的 75%。我国电力供应明显不足，每年基本都会对黄磷行业进行限电，从而降低了黄磷供应，导致黄磷供需紧张，而且国家发改委上调电网销售电价，增加了黄磷的成本压力，未来黄磷的价格仍居高不下。

兴发集团主导产品三聚磷酸钠的产量居全国第二，出口量居全国第一，六偏磷酸钠产能占全球总产能的 25% 以上，目前拥有三聚磷酸钠 22 万吨、六偏磷酸钠 5 万吨，黄磷产能 9 万吨。公司拥有丰富的磷矿资源，水电自给率达 50%，公司发电成本 0.25 元/吨，显著低于外购电价，具备明显的成本优势。2011 年第三季度受限电潮的影响，全国黄磷供应紧张，兴发集团黄磷价格较年初上涨 28.12% 至 20500 元/吨，相比外购黄磷生产磷酸盐的企业，具有更低的原料成本，而且随着市场黄磷价格的上涨，公司的成本优势得到更好的体现，获得更大的利润。

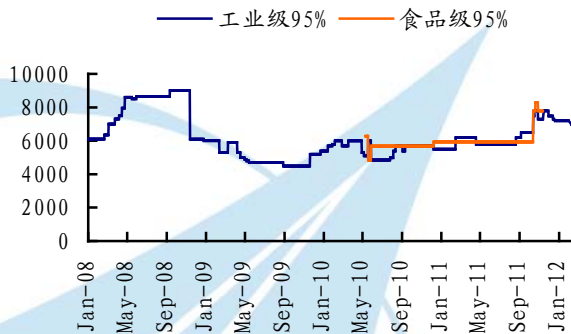
目前国内磷酸盐市场长期处于饱和状态，竞争激烈，业内企业效益低下，整个磷酸盐市场处于一个无序散漫状态，资源浪费严重，同时也阻碍了行业的健康发展。面对目前的磷酸盐市场处境，兴发集团在磷酸盐产品结构上进行了调整，将逐渐减少工业级磷酸盐的产量，主要生产食品级磷酸盐，增加多元磷酸盐复配食品添加剂，这样不仅逐渐摆脱盈利水平低、竞争激烈的工业级磷酸盐市场，进入市场空间更加广阔、利润更高的食品级磷酸盐市场，而且降低了对黄磷的消耗量，进一步降低了磷酸盐的成本，提高了公司磷酸盐的盈利能力。目前磷酸盐行业将面临着重新洗牌，淘汰落后产能，开展资源整合趋势不可避免。而兴发集团作为磷酸盐的龙头企业，具备完整的磷化工产业链，且拥有矿电磷一体化的优势，将在磷酸盐市场的整合中受益。

图表 27: 公司磷酸盐营业收入 (元/吨)


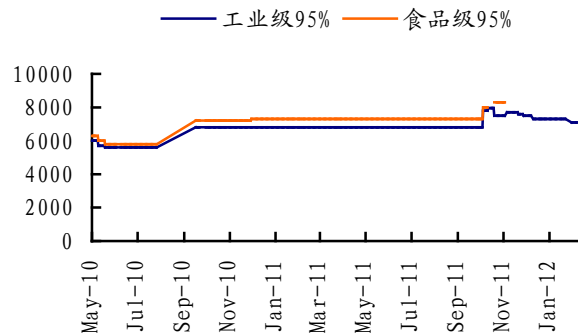
资料来源: 百川资讯

图表 28: 兴发集团黄磷价格 (美元/吨)


资料来源: 百川资讯

图表 29: 兴发集团三聚磷酸钠出厂价格 (元/吨)


资料来源: 百川资讯

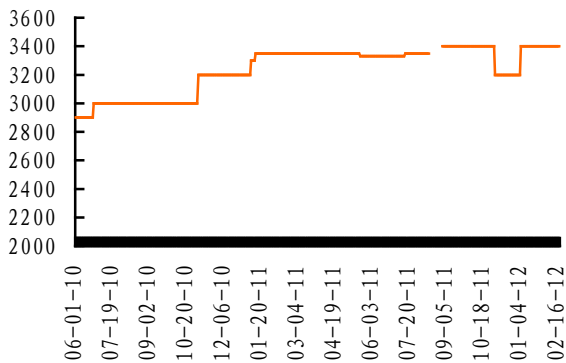
图表 30: 兴发集团六偏磷酸钠出厂价格 (元/吨)


资料来源: 百川资讯

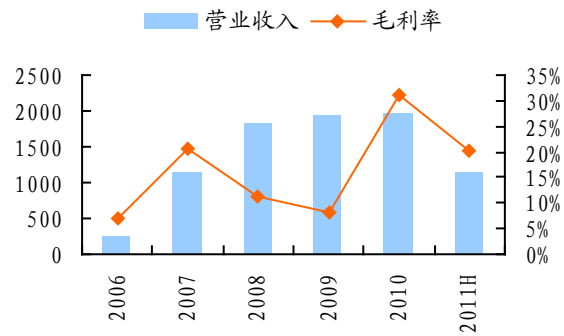
4.2 布局磷肥, 拓展磷化工产业链

公司控股子公司宜都兴发化工有限公司投资新建 60 万吨/年磷铵项目, 将在 2012 年上半年投产。磷肥项目进一步拓展了公司的产业链, 消化公司富余磷矿石, 特别是中低品位磷矿以及粉矿, 实现磷矿资源综合利用, 形成新的利润增长点。

2011年9月, 工信部发布《磷铵行业准入条件》, 对磷铵行业的生产企业布局、工艺条件、能耗及资源综合利用、环境保护、安全生产等作出规定。其中规定三年内不再新建或扩建湿法磷酸及配套磷酸一铵和磷酸二铵装置, 并对现有及搬迁磷肥装置提出了能耗及环保指标。该政策有利于遏制磷肥产能过快增长, 加快淘汰落后产能, 减少了磷肥的供应, 对磷肥价格起到一定的支撑作用, 而公司具备磷矿资源, 并形成矿肥产业链, 不但具备了成本优势, 而且将在磷肥行业整合发展中充分受益。

图表 31: 磷酸二铵出厂价格 (元/吨)


资料来源: 百川资讯

图表 32: 湖北宜化磷酸二铵收入 (百万元)


资料来源: 百川资讯

4.3 精细化工产品多样化, 丰富公司利润增长点

1. 电子级磷酸

电子级磷酸广泛应用于大规模集成电路、薄膜液晶显示器等微电子工业, 主要用于芯片的清洗和蚀刻, 其纯度和洁净度对电子元器件的成品率、电性能及可靠性有很大影响, 纯度较低的主要用于液晶面板部件的清洗 (称为面板级), 纯度较高的主要用于电子晶片生产过程的清洗和蚀刻 (称为IC级)。

电子级磷酸属国际高端垄断产品, 其核心技术由日本掌握, 目前世界上仅少数大公司能够生产, 如德国E. Merk、美国J. T. Baker、日本RASA、磷化学、日本化学、韩国东方、东友以及中国台湾地区的理盛精密、友发等公司。公司在电子级黄磷技术上和台湾三福化工合作, 在电子级磷酸的生产上和华星控股有限公司合作, 技术风险非常小。目前, 1万吨电子级磷酸和2万吨食品级磷酸项目目前已经开始投产, 该产品市场价格在15000元/吨以上, 而成本比一般的食品级磷酸高不了多少, 因而电子酸的盈利能力相当好。

近年来, 随着我国微电子和面板产业的高速发展, 世界上许多著名集成电路晶圆代工、半导体封装以及LED、TFT-LCD等企业巨头在我国投资建厂, 电子级磷酸需求增长强劲。20世纪90年代中期以来, 我国电子化学品迅猛发展到已占亚洲市场的近3成, 目前市场需求正以年均9.3%的速度增长。预计到2014年左右我国电子级磷酸的需求量将达到10万吨/年, 而亚洲的需求量在30万吨/年左右。

由于电子级磷酸使用领域对电子行业来说较为关键, 所以下游客户对电子级磷酸的选择较为谨慎, 不会轻易改变原来电子级磷酸使用选择, 所以公司新生产的电子级磷酸进入市场需要一段过程。由于电子级磷酸需求量大, 而国内产量严重不足, 只要公司电子级磷酸产品能打开销路, 将为公司贡献较为可观的利润。

2. 磷系阻燃剂

目前阻燃剂按照主要阻燃化学元素的不同可以分为有机卤系、有机磷系和无机系三大类, 其中有机磷系阻燃剂与高分子聚合物的相容性好, 阻燃效率高, 低毒同时兼有增塑剂、润滑剂的功效等优点, 主要应用于聚氨酯以及工程塑料方面。

目前全球阻燃剂年需求量约200余万吨，年增长率约5%左右，而国内阻燃剂生产能力20万吨左右，生产量在16万吨，年消费量20万吨。国内目前阻燃剂应用程度较低，主要是因为近几年国内尚缺乏强制阻燃标准。随着火灾事件的频繁发生，公安部消防局2011年3月出台了《关于进一步明确民用建筑外保温材料消防监督管理有关要求的通知》(65号文件)，提高了建筑用阻燃材料的等级，要求民用建筑外保温材料采用阻燃等级为A级。国家对阻燃材料的关注将逐步提升阻燃剂的需求，尤其磷系阻燃系在聚氨酯以及工程塑料方面的应用。

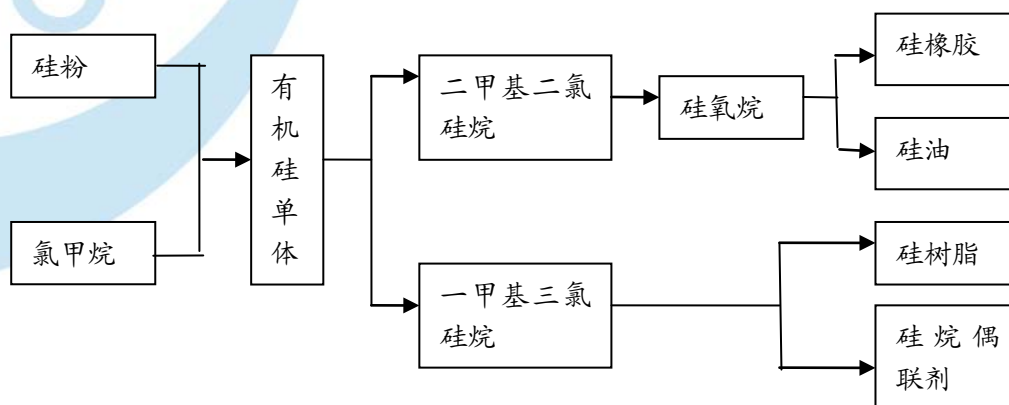
十二五期间，建筑节能和汽车产业的发展将会直接带动我国阻燃剂产业的发展。目前由发改委、住建部编制的“绿色节能建筑行动方案”近期有望出台，该方案主要目标是：十二五期间城镇及农村新建绿色建筑11亿平方米，对5.7亿平方米建筑进行节能改造；2017年起，城镇新建建筑全部执行绿色建筑标准等。我国建筑节能的市场规模非常大，而且由于建筑节能涉及范围越来越广泛，2020年前，我国用于节能建筑项目的投资将至少达到1.5万亿元，作为主要的建筑外墙保温材料聚氨酯硬泡阻燃板材将会迎来发展良机。汽车产业的快速发展也会促使合成材料的广泛应用，对阻燃剂的需求呈现快速增长的态势。预计中国阻燃剂消费量年均增长率可达到15%。

兴发集团2008年6月起在白沙河化工厂开始兴建年产750吨阻燃剂项目，并于同年9月投入试运行。2009年，该项目组先后完成了白沙河二期(产能1500吨)、一期扩产(1500吨)及刘草坡阻燃剂项目(3000吨)，使该公司有机磷阻燃剂年生产能力达到6000吨，每年可为该公司增加销售收入6000万元左右。2011年公司的磷系阻燃剂四羟甲基硫酸磷产品REACH正式注册并获得注册号，REACH法规是欧盟对进入其市场的所有化学品进行预防性管理的一项化学品管理法律，要求每年出口欧盟大于1吨的化学物质生产商必须对其物质进行注册，否则该化学物质不能进入欧盟市场。兴发集团公司是国内首家完成四羟甲基硫酸磷REACH正式注册的企业，这大大提高了公司四羟甲基硫酸磷产品的竞争力，促进公司磷系阻燃剂对外贸易活动的有效开展。未来随着国内外阻燃剂市场的扩大，磷系阻燃剂业务将为公司贡献持续稳定的利润。

3. 有机硅单体项目

有机硅单体是指甲基氯硅烷，主要应用于合成有机硅中间体，为下游数千种有机硅产品提供原料。有机硅材料主要分为硅橡胶、硅油及二次加工品、硅树脂、硅烷偶联剂四大类产品，被誉为“工业味精”，不仅作为航空、尖端技术、军事技术部门的特种材料使用，而且用于国民经济各部门，应用范围十分广泛。

图表 33: 有机硅产业链

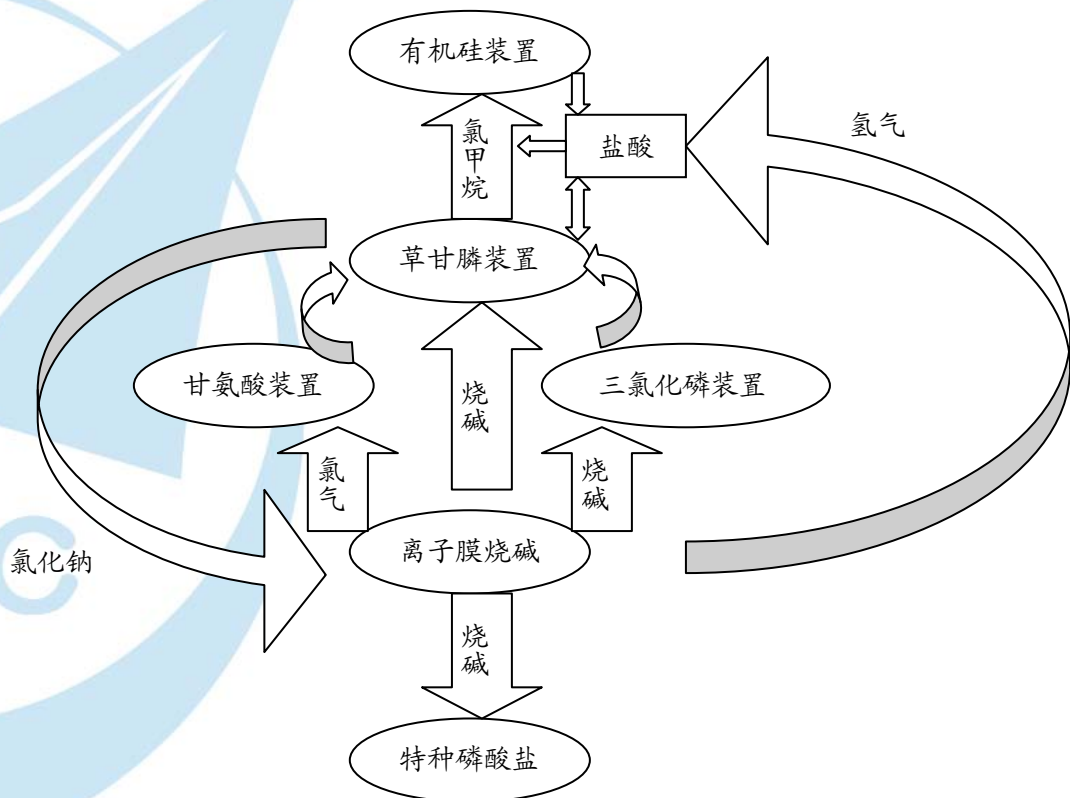


资料来源：中航证券金融研究所

公司的有机硅项目建于兴发宜昌精细化工园区，该园区已形成完整的循环经济产业集群，原材料在园区内循环往复，首尾衔接，最终都形成产品。园区内，离子膜烧碱的主产品烧碱用来生产草甘膦和特种磷酸盐，副产的氯气用于生产三氯化磷和甘氨酸，三氯化磷和甘氨酸变成草甘膦的原材料。副产的氯气和氢气又生产成氯化氢，氯化氢又生产成氯甲烷，和草甘膦生产副产的氯甲烷一起又变成有机硅的原材料。生产草甘膦副产的母液蒸发后生产成氯化钠和草甘膦水剂，氯化钠又返回用于生产离子膜烧碱，草甘膦水剂直接销售。正在建设的有机硅项目，将副产物盐酸解析成氯化氢生产氯甲烷，氯甲烷又将用来生产有机硅。

公司于09年开始实施建设18万吨有机硅生产线，项目分成二期，一期工程为6万吨/年有机硅单体项目，公司参股50%的湖北兴瑞化工有限公司总投资5.96亿元建设，已于2011年4月份建成进行试生产，二期项目待机适时建设。项目建成后，年可实现销售收入72536万元，实现净利润7973万元，投资回收期为6.96年。该项目的建设，可充分利用湖北兴山、神农架地区拥有的丰富的高品位硅石资源和水电资源，还可利用园区内的其他原材料和公用工程设施，有利于打造循环经济产业链，节约物流成本，实现经济效益和环保效益最大化。尽管目前我国有机硅单体产能出现过剩，但下游有机硅材料需求旺盛，数据显示，“十二五”期间，我国有机硅消费年均增长率将保持在18%左右，到2015年硅氧烷表观消费量达到130万吨，折合有机硅单体约260万吨，而且公司具有明显的成本优势，未来有机硅业务将成为公司新的利润增长点。

图表 34：兴发集团宜昌精细化工园区循环经济示意图



资料来源：中航证券金融研究所

4. 投资水处理

公司和瑞士Dequest AG 于2011年5月20日合资组建湖北富兴化工有限公司，合作开发三氯化磷和

磷酸盐项目。合资公司的注册资本人民币9000 万元，其中公司以自有资金出资人民币4050 万元（占注册资本的45%），Dequest 以相当于人民币4950 万元的等值美元出资（占注册资本的55%）。

公司以优惠价格向合资公司出售规定质量水准的黄磷和氯气原料；合资公司将使用其生产三氯化磷作为磷酸盐生产的原料，并将其100% 的磷酸盐产量出售给Dequest。合资公司将副产的盐酸销售给公司，由公司负责销售。

Dequest 是全球磷酸盐市场的领先者，在英国拥有世界上最大的磷酸盐产地。通过本次合作，有利于公司借助国际化企业的技术和生产经验进入水处理领域，进一步拓展精细磷化工产业链，并可获得与国际接轨的平台，具有积极的战略意义。

五、跨区域合作，做大做强磷化工产业

2011 年 11 月 21 日，公司与瓮福（集团）有限责任公司（以下简称“瓮福集团”）签订了合作框架协议，双方同意在磷化工下游深加工以及资源综合利用等方面开展合作。

瓮福集团是贵州省磷矿开采及磷化工行业龙头，磷矿石地质储量 8.2 亿吨，工业储量 5.8 亿吨，年产能 500 万吨磷矿石、120 万吨磷酸、200 万吨硫酸、250 万吨磷复肥、15 万吨工业及食品磷酸、15 万吨三聚磷酸钠、100 万吨碘、2 万吨无水氟化氢，是集磷矿采选、磷复肥、磷煤化工、氟碘化工生产、科研、贸易为一体的国有大型企业，其磷矿资源综合利用技术处于行业前列。

在国家磷矿整合的大背景下，公司与瓮福集团的跨区域合作，可以充分发挥公司与瓮福集团各自的优势，实现强强联合，优势互补，为双方共同做大做强磷化工产业创造有利条件，进一步提升自己的竞争优势地位，获得更多利益。未来我们将继续关注双方的合作情况。

六、盈利预测和投资评级

因为公司大股东的磷矿资产注入时间暂不确定，水处理剂业务未正式投产，公司与瓮福集团的合作还没有正式项目启动，所以我们盈利预测时暂不考虑在内。我们预测公司 11-13 的每股收益分别为 0.69 元，1.19 元和 1.54 元，对应的市盈率分别为 28.87 倍，16.60 倍和 12.88 倍。由于公司拥有丰富稀缺资源，可以享受较高的估值水平，我们给予 12 年 25 倍的市盈率水平，公司股票 6-12 个月内的目标价为 29.75 元，投资评级为“买入”。

图表 35：公司主要产品销售预测

产品	2011E	2012E	2013E
磷矿石			
销量（万吨）	140	120	74
价格（元/吨）	430	460	520
毛利率	70%	72%	72%

三聚磷酸钠			
销量(万吨)	20	20	20
价格(元/吨)	5560	6500	7265
毛利率	20%	22%	25%
六偏磷酸钠			
销量(万吨)	4	4	4
价格(元/吨)	5900	6667	7436
毛利率	20%	22%	25%
磷系阻燃剂			
销量(万吨)	0.4	0.4	0.5
价格(元/吨)	10256	11970	13675
毛利率	35%	35%	35%
次磷酸钠			
销量(万吨)	0.3	0.3	0.3
价格(元/吨)	15385	15385	15385
毛利率	20%	22%	25%
食品级磷酸			
销量(万吨)	4	4	4
价格(元/吨)	4275	4957	5385
毛利率	18%	20%	20%
电子级磷酸			
销量(万吨)	0.1	0.3	0.5
价格(元/吨)	15385	17094	18803
毛利率	70%	70%	70%
磷铵			
销量(万吨)		30	60
价格(元/吨)		2992	2992
毛利率		25%	25%
有机硅(DMC)			
销量(万吨)	3	4	5
价格(元/吨)	14530	14700	15385
毛利率	25%	25%	25%
液碱			
销量(万吨)	13	13	13
价格(元/吨)	902	973	996
毛利率	20%	20%	20%
二甲基亚砜			
销量(万吨)	1	1.2	1.5
价格(元/吨)	9402	9402	9402
毛利率	12%	12%	12%
黄磷			
销量(万吨)	0.8	0.6	0.6

价格 (元/吨)	14530	15812	16240
毛利率	12%	15%	15%
液氯			
销量 (万吨)	5	5	7
价格 (元/吨)	1110	513	684
毛利率	8%	8%	8%
五硫化二磷			
销量 (万吨)	0.5	0.5	0.5
价格 (元/吨)	5983	6410	6581
毛利率	20%	20%	20%
漂粉精			
销量 (吨)	60	200	300
价格 (元/吨)	7692	8547	9402
毛利率	20%	20%	20%
贸易			
销售收入 (百万元)	302494	347868	400048
毛利率	2.5%	2.5%	2.5%
其他			
销售收入 (百万元)	117.53	123.40	129.58
毛利率	20%	20%	20%


 AVIC

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1229	3064	2852	4007	营业收入	4678	5920	7503	9084
现金	183	1258	887	1441	营业成本	3965	4972	6224	7548
应收账款	275	445	503	646	营业税金及附加	61	81	100	123
其他应收款	7	58	41	68	营业费用	125	136	173	209
预付账款	143	497	423	634	管理费用	106	118	150	182
存货	459	547	707	844	财务费用	140	246	234	229
其他流动资产	162	259	292	374	资产减值损失	10	25	25	25
非流动资产	4963	4841	4643	4476	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	194	238	216	227	投资净收益	17	0	0	0
固定资产	3327	3603	3653	3584	营业利润	287	342	598	769
无形资产	537	522	522	522	营业外收入	22	25	21	21
其他非流动资产	904	479	252	143	营业外支出	70	25	25	25
资产总计	6192	7906	7495	8482	利润总额	239	341	594	765
流动负债	1133	2619	1858	2380	所得税	51	86	150	193
短期借款	200	327	264	295	净利润	187	255	445	572
应付账款	352	597	650	847	少数股东损益	4	4	9	11
其他流动负债	581	1695	945	1238	归属母公司净利润	183	251	436	562
非流动负债	3089	3099	3094	3097	EBITDA	602	744	1003	1176
长期借款	2896	2896	2896	2896	EPS (元)	0.50	0.69	1.19	1.54
其他非流动负债	193	203	198	201					
负债合计	4222	5718	4952	5477	主要财务比率				
少数股东权益	277	282	291	302	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	365	365	365	365	成长能力				
资本公积	609	609	609	609	营业收入	49.8%	26.5%	26.7%	21.1%
留存收益	702	916	1263	1714	营业利润	85.2%	19.0%	75.2%	28.6%
归属母公司股东权益	1692	1906	2253	2704	归属于母公司净利润	27.1%	36.7%	73.9%	28.9%
负债和股东权益	6192	7906	7495	8482	获利能力				
					毛利率(%)	15.2%	16.0%	17.1%	16.9%
现金流量表					净利率(%)	3.9%	4.2%	5.8%	6.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	10.8%	13.1%	19.3%	20.8%
经营活动现金流	386	761	437	740	ROIC(%)	6.4%	8.9%	12.0%	14.2%
净利润	187	255	445	572	偿债能力				
折旧摊销	175	156	171	178	资产负债率(%)	68.2%	72.3%	66.1%	64.6%
财务费用	140	246	234	229	净负债比率(%)	82.20%	71.53%	72.36%	68.41%
投资损失	-17	-0	-0	-0	流动比率	1.08	1.17	1.54	1.68
营运资金变动	-129	81	-413	-260	速动比率	0.67	0.96	1.15	1.33
其他经营现金流	30	23	2	21	营运能力				
投资活动现金流	-873	-28	22	-11	总资产周转率	0.95	0.84	0.97	1.14
资本支出	1103	0	-0	0	应收账款周转率	19	15	15	15
长期投资	10	44	-22	11	应付账款周转率	13.03	10.48	9.99	10.09
其他投资现金流	240	16	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	533	341	-830	-176	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.69	1.19	1.54
短期借款	-254	127	-64	32	每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	2.08	1.20	2.03
长期借款	1543	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.63	5.22	6.16	7.40
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	39.46	28.87	16.60	12.88
其他筹资现金流	-1049	214	-766	-207	P/B	4.27	3.79	3.21	2.67
现金净增加额	45	1074	-371	554	EV/EBITDA	18	14	11	9

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)
联系电话: 0755-83692635

公司网址: www.avicsec.com
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。