

兴发集团 (600141. sh)

上下游产品价格齐上涨，业绩爆发点已经来临

郑屹 化工行业 研究员

电话: 020-87555888-698

eMail: zy21@gf.com.cn

我们判断国内磷化工行业景气周期即将来临

在生物替代能源需求增长的刺激下，今年下半年以来，国际磷矿石、硫磺、磷酸二铵的价格不断上涨，表示国际磷化工行业已经步入景气周期，而国内磷化工由于受政策压制，整体价格在近期才刚刚出现上涨的端倪（比国际市场晚了近半年），因此我们判断，国内磷化工行业的景气周期即将来临，公司业绩将因此而出现爆发性的增长。

随着新项目的建设，公司产业链日趋完整

公司近日公告将投资建设 15 万吨烧碱项目，该项目将提高公司原料的自给率，有利于公司锁定成本。而且公司还公告收购庄园肥业 70% 股权，预示着公司开始准备涉足磷肥行业，这对解决公司庞大的矿石产量、完善产业链、扩大公司规模具有举足轻重的作用。公司未来将发展成为一个结合磷肥、磷酸盐，完全打通磷化工行业上下游产业链的企业。

投资建议

根据我们的假设，我们预计公司 2007~2009 年的每股收益分别未 0.34 元、1.08 元和 1.52 元，考虑到公司拥有 1.5 亿吨的磷矿石储量和完整的磷化工产业链，给予公司 30 倍的动态市盈率，我们认为公司的合理价值为 30 元，给予买入评级。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	1,210	1,472	2,041	2,451	2,628
EBITDA(百万元)	195	212	311	449	510
净利润(百万元)	33	41	71	227	319
净利润增长率	11%	26%	69%	219%	40%
每股收益(元)	0.210	0.260	0.339	1.082	1.521
市盈率	22.38	27.50	51.31	16.07	11.44
市净率	1.44	2.03	4.93	4.62	3.11
EV/EBITDA	13.45	13.56	7.02	6.23	5.73
每股红利(元)	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	2.13	1.40	0.00	0.00	0.00

来源: 湖北兴发化工集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	21.20
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势

兴发集团(600141)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	27.66%	3.69%	141.05%
上证综指	-8.23%	-10.36%	104.56%

股票数据

总股本(万股) 21,000.00

流通 A 股(万股) 9,608.47

主要股东:

宜昌兴发集团有限责任公司

主要股东持股比例 19.56%

流通 A 股比例 45.75%

财务比率

ROE 7.43%

ROA 1.72%

资产负债率 75.42%

每股净资产(元) 3.53

2006 年报数据

目录索引

一、公司背景介绍.....	4
二、为什么我们判断公司业绩爆发点已经来临.....	4
三、国际磷化工行业处于景气上升期.....	5
(一) 磷化工行业背景的简单介绍.....	5
(二) 国际磷化工行业处于景气上升期.....	6
(三) 国内磷化工景气受到政策压制.....	7
四、国内磷矿石价格有望进入新一轮上涨周期.....	8
(一) 今年国际磷矿石价格出现大幅上涨.....	8
(二) 国外磷矿开采成本上升.....	8
(三) 国内磷矿石价格有望进入新一轮上涨周期.....	9
五、黄磷价格上涨预示着国内景气周期的来临.....	9
(一) 原料价格上涨推动黄磷成本上升.....	10
(二) 湿法磷酸已经不具有成本优势, 黄磷需求空间即将打开.....	10
(三) 本次黄磷价格上涨与以往年份的对比分析.....	13
六、公司产业链日趋完整.....	14
(一) 宜昌楚磷化工是公司下游业务发展的新平台.....	14
(二) 15万吨离子膜烧碱项目使公司产业链更加完整.....	14
七、双甘磷项目将给公司带来丰厚的投资收益.....	15
(一) 双甘磷价格上涨仍将持续.....	15
(二) 原料黄磷自给, 成本优势突出.....	16
八、公司与澄星股份的对比.....	17
(一) 主营业务收入、利润构成对比.....	17
(二) 成长能力与盈利能力对比.....	17
(三) 资产负债情况对比.....	18
(四) 对比小结.....	19
九、盈利预测.....	19
(一) 盈利预测.....	19
(二) 敏感性分析.....	20
十、估值分析与投资建议.....	21
十一、投资风险.....	21
(一) 价格波动风险.....	21
(二) 财务风险.....	21

图表索引

图1: 磷化工行业产业链.....	6
图2: 全球生物燃料产量增长情况.....	6
图3: 全球生物燃料产量增长预期.....	6
图4: 美国主要农作物种植面积情况.....	6
图5: 巴西大豆种植面积与产量情况.....	6
图6: 近年国际磷化工上下游产品价格走势.....	7

图7: 国内磷化工产品价格已经开始出现上涨.....	7
图8: 摩洛哥磷矿石价格指数走势.....	8
图9: 全球磷矿石资源储量分布情况.....	8
图10: 2006年全球主要磷矿石生产国.....	8
图11: 美国磷矿不同开采成本储量分布.....	9
图12: 磷酸生产的两种工艺路线.....	10
图13: 2006年Potash湿法磷酸成本构成.....	11
图14: 2006年Potash公司磷化工产品价格.....	11
图15: 不同原料成本条件下的湿法磷酸与热法磷酸成本比较.....	12
图16: 2005年国际湿法磷酸成本比较.....	12
图17: 加拿大硫磺价格走势	13
图18: 黄磷季度价格波动.....	13
图19: 国内黄磷出口情况.....	14
图20: 离子膜烧碱项目使公司产业链更加完整.....	14
图21: 双甘膦价格走势.....	15
图22: 国际转基因种子销售情况.....	15
图23: 双甘膦生产工艺.....	16
图24: 兴发集团与澄星股份主营业务收入、利润构成比较	17
图25: 主营业务收入及毛利率对比.....	17
图26: 费用率和净利润对比.....	18
图27: 资产负债率对比.....	18
表1: 公司主要产品产能.....	4
表2: 黄磷成本计算	10
表3: 热法磷酸和湿法磷酸成本构成对比.....	11
表4: 在不同磷矿石、黄磷价格下热法磷酸和湿法磷酸成本对比.....	12
表5: 双甘膦完全成本估算.....	16
表6: 磷矿石盈利预测	19
表7: 双甘膦项目投资收益预测.....	19
表8: 利润表.....	20
表9: 磷矿石价格敏感性分析.....	20
表10: 黄磷价格敏感性分析.....	21

一、公司背景介绍

公司是一家集磷矿开采、水力发电、黄磷及黄磷下游磷酸盐产品的开发、生产和销售为一体的磷化工企业。公司的主导产品三聚磷酸钠（五钠）的产量居全国第二，出口量居全国第一，六偏磷酸钠（六偏）产能占全球总产能的25%以上。

公司经过多年向磷化工行业上、下游的扩展，目前已经拥有了近2亿吨磷矿储量、10万千瓦水电装机容量、10万吨黄磷产能以及下游30万吨磷酸盐产能，而且公司还计划通过合资方式进入双甘膦、有机硅、离子膜烧碱等新产品生产领域。

同时，近日公司公告收购70%庄园肥业的股权，我们认为这预示着公司开始准备涉足磷肥行业，这对公司解决庞大的矿石产量、完善公司产业链、增大销售规模有着举足轻重的作用。从此，公司再也不是一个只涉足磷化工小行业的资源型企业了，而是一个结合磷肥、磷酸盐，完全打通磷化工行业上下游产业链的企业。

随着上述新项目规划逐步建成投产，公司的发展空间已经打开，未来公司将依托自身拥有的资源、区位、管理、政策优势打造出一个具有兴发特色的矿电磷一体化经营模式。

表 1 公司主要产品产能（万吨）

磷化工产品		其他精细化工产品	
产品	产能	产品	产能
黄磷	10.0	二甲基亚砷	2.0
磷酸	25.0	二硫化铁	3.5
三聚磷酸钠	25.0	双甘膦	2.4（07 产能）
六偏磷酸钠	6.6		
特种磷酸盐	5.0		
次磷酸钠	1.0		
高纯度五硫化二磷	1.0		
牙膏级磷酸氢钙	1.0		
牙膏级单氟磷酸钠	0.1		
焦磷酸钠	1.0		

数据来源：广发证券发展研究中心

二、为什么我们判断公司业绩爆发点已经来临

根据我们长时间对磷化工行业 and 公司的跟踪，我们认为公司业绩增长爆发点已经来临，主要依据有以下几个方面：

1 国际磷化工行业处于景气上升期，原油价格高涨刺激了全球对生物替代能源的需求，进而带动了国际农化行业景气上升，在此背景下，国际磷肥价格（磷酸二铵DAP）在今年出现了持续上涨行情，磷肥价格的上涨

带动了国际磷化工上游产品（磷矿石、硫磺）价格的上涨，国际磷化工行业已经整体进入景气上升期，我们认为明年国内磷化工行业有望在国际市场的拉动下步入景气周期；

2 国外磷矿大幅上涨将带动国内磷矿价格进入新一轮上涨周期，由于限制出口，国内外磷矿石市场价格已经出现了较大的价差，目前国内磷矿石出口价格达到了85美元/吨，摩洛哥磷矿石FOB价格也达到了80美元/吨，而国内磷矿石市场价格仅在270~470元/吨之间，随着价差的拉大和国内磷矿资源的整顿集中，国内磷矿石价格有望进入新一轮上涨周期，公司将因此而受益；

3 黄磷价格上涨预示着国内景气周期的来临，10月下旬，黄磷价格出现了大幅上涨，从原先10500~11000元/吨上涨到目前14500~15000元/吨，我们认为此次黄磷价格的大幅上涨很可能预示着磷化工行业拐点已经来临（后面我们将具体分析），在步入行业景气周期的同时，公司业绩将出现爆发性增长；

4 公司五钠出口大单价格已敲定将带来保底收益，受国内黄磷成本上涨的推动，五钠、六偏等磷酸盐价格已经出现了不同幅度的上涨，近期公司五钠的出口价格已经敲定，我们估计涨幅超过10%，同时外方承诺因汇率变化、出口退税等政策性因素所导致五钠等磷酸盐实际盈利损失主要由外方承担，国内将主要承担磷酸盐成本的波动；

5 公司产业链将更加完整，从长期来看，随着楚磷化工新产品项目的建成投产，公司的上下游产业链将更加完整，抵御市场波动风险的能力得到了提高，而且新项目产能的释放也将使公司的规模和业绩进入高速增长期。

6 公司双甘磷项目收益超预期，公司子公司楚磷化工已经进入双甘磷生产领域，目前已经建成了3条双甘磷生产线，实际生产能力达到了2.4万吨/年，在今年国际草甘磷需求增长的强劲拉升下，国内草甘磷价格由年初的28000元/吨一路上涨到目前的60000多元/吨，目前双甘磷项目已经给公司带来了较为可观的投资收益，同时公司也加快了新双甘磷生产线的建设进度，预计该项目也将成为公司的一个主要业绩增长点；

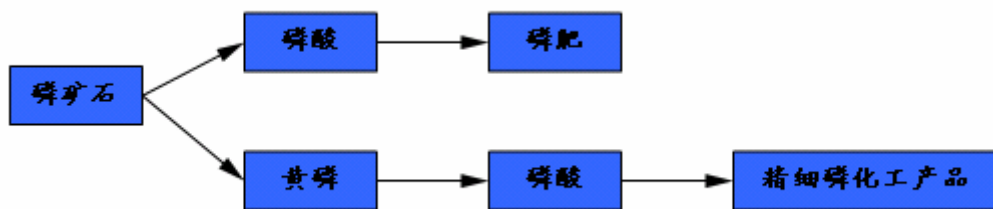
以上是我们判断公司业绩增长爆发点来临的主要依据，下面我们将逐项对其进行分析。

三、国际磷化工行业处于景气上升期

（一）磷化工行业背景的简单介绍

磷化工主要以磷矿为基础原料，下游产品主要分为两个分支，一个是磷肥产品（磷酸一铵、磷酸二铵和重钙等），另一个是精细磷化工产品（磷酸、磷酸盐、有机磷产品等）。其中，国外磷化工行业上游的主要原料为磷矿石和硫磺（湿法磷酸），而国内磷化工行业上游的主要原料为磷矿石和电力（热法磷酸）。

图1 磷化工行业产业链

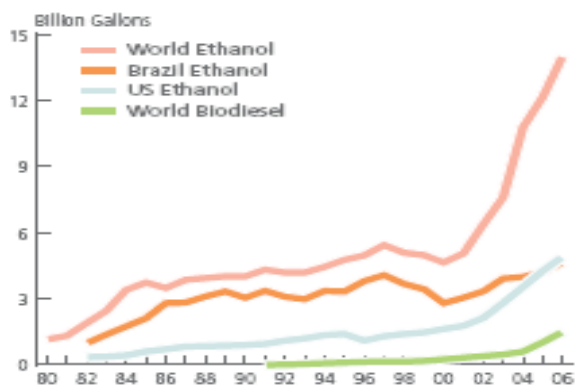


数据来源：广发证券发展研究中心

（二）国际磷化工行业处于景气上升期

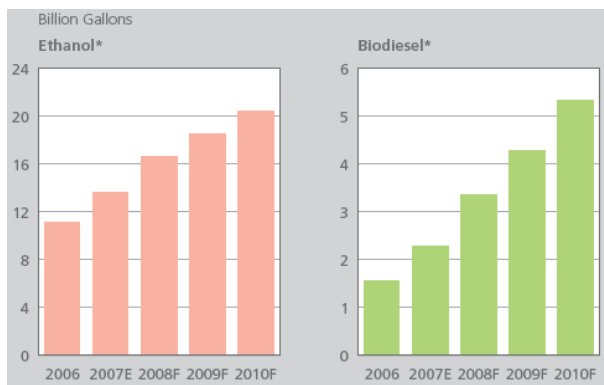
由于国际原油价格的不断攀升，刺激了生物替代能源需求的大幅增长，美国、巴西等国家开始大规模进行生物燃料的种植，未来可用于生产酒精和生物柴油的能源作物种植面积将会显著提高，进而将推动国际农化产品价格的持续上涨。

图2 全球生物燃料产量增长情况



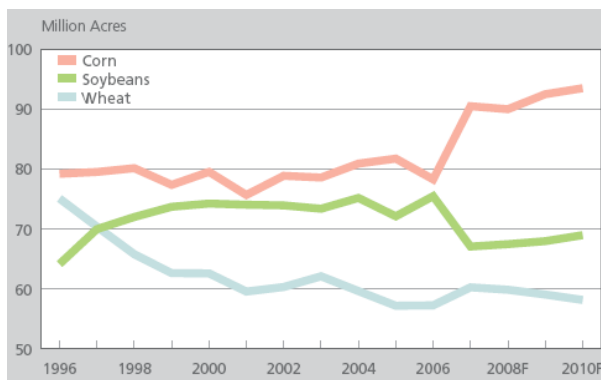
数据来源：Potash

图3 全球生物燃料产量增长预期



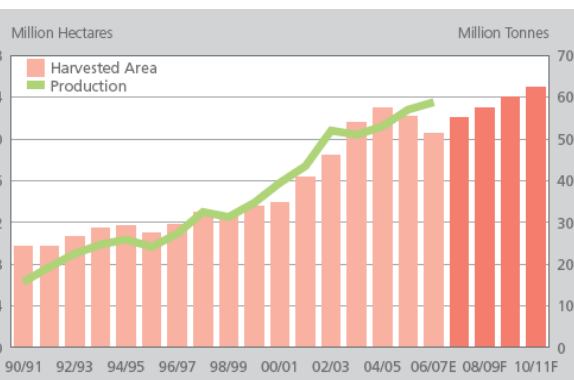
数据来源：PIRA

图4 美国主要农作物种植面积情况



数据来源：Doane

图5 巴西大豆种植面积与产量情况

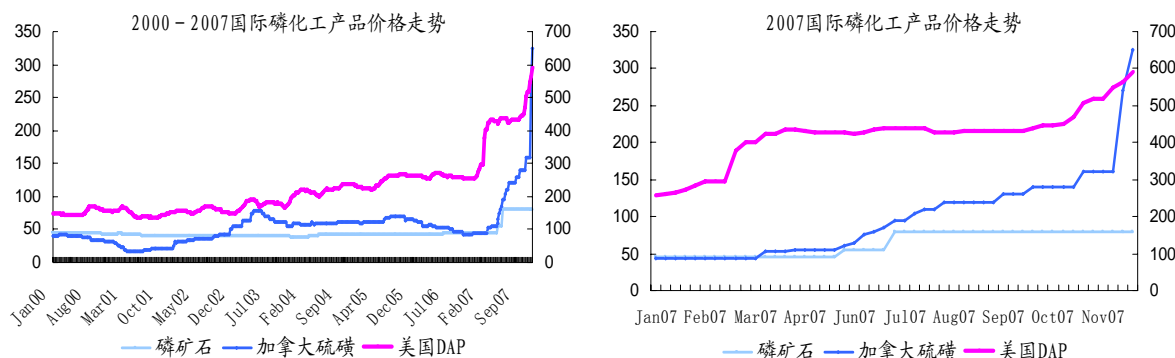


数据来源：USDA

磷肥既是农化产品也是磷化工行业最重要的终端产品，国际磷肥价格的大幅上涨，带动了国际磷化工行业上游产品价格的上升，因此今年以来，

国际磷矿石、硫磺、磷酸、DAP（磷酸二铵）价格不断走高，国际磷化工行业已经进入景气上升周期。

图6 近年国际磷化工上下游产品价格走势



数据来源：Bloomberg

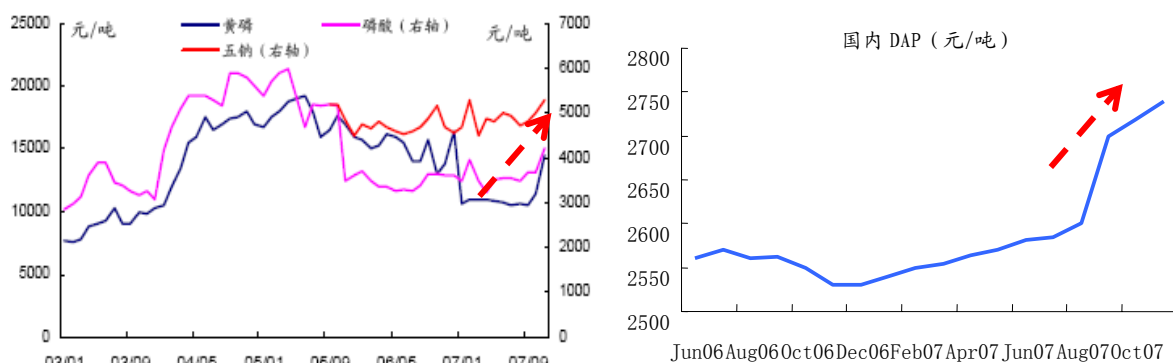
（三）国内磷化工景气受到政策压制

为控制化肥出口规模，优先保证国内市场供应，国务院自2007年6月1日起，对磷酸二铵开征出口关税，并调整磷矿石出口暂定税率。其中磷酸二铵2007年6月1日至9月30日期间税率为20%，10月1日至12月31日期间税率为10%；磷矿石2007年6月1日至12月31日，出口暂定税率由10%提高至20%。

由于临时出口关税的开征，使国内磷酸二铵和磷矿石价格没有跟随国际市场价格上涨，但是随着国内外价差的拉大，国内磷酸二铵价格已经开始出现上涨。目前DAP出口价格与国内市场价格差距很大，据青岛海关统计数据显示，11月山东地区磷酸二铵价格约为2900元/吨（约折合387美元/吨），而11月山东口岸磷酸二铵出口平均价格为725美元/吨，国内外价格相差悬殊。

受国际磷化工产品价格上涨的拉动，国内磷矿石、黄磷、磷酸盐、磷肥价格将逐步走高，国内磷化工行业景气周期即将来临。

图7 国内磷化工产品价格已经开始出现上涨



数据来源：广发证券发展研究中心 石油与化学工业协会

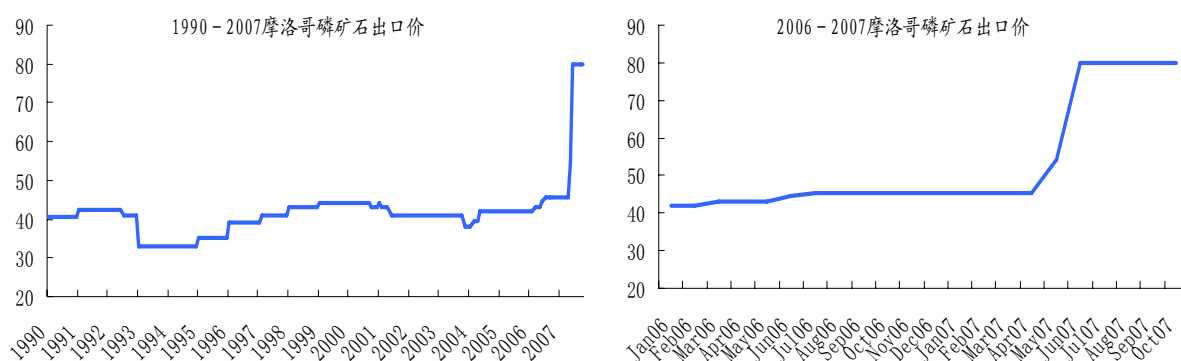
四、国内磷矿石价格有望进入新一轮上涨周期

（一）今年国际磷矿价格出现大幅上涨

今年国际磷矿石价格出现了大幅上涨，摩洛哥磷矿出口价格由40美元/吨大幅度上涨到80美元/吨，上涨了一倍。价格出现上涨的主要原因在于，一是出于保护本国磷矿资源的考虑，世界主要磷矿出口国开始限制和减少磷矿石的出口，导致全球磷矿贸易量由1977年的3400万吨下降到目前约3000万吨；二是国际磷肥价格的上涨打开了磷矿石的上涨空间；三是全球磷矿开采成本上升支撑了价格的上涨。

在国际磷矿价格大幅上涨的同时，我国磷矿石在经历了2005年的一轮上涨过后，其价格基本稳定在270~470元/吨之间，目前低于国内磷矿出口价格（约85美元/吨）和国际磷矿市场价格（印度磷矿石到岸最新价格120~123美元/吨）。

图8 摩洛哥磷矿石价格指数走势



数据来源：Bloomberg

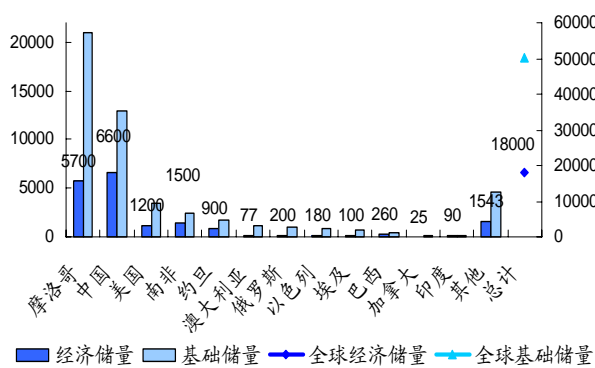
（二）国外磷矿开采成本上升

2005年，根据美国地质调查数据显示，全球磷矿资源分布较为集中，主要集中在摩洛哥、中国、美国和南非等少数国家，同时我国已经成为全球拥有磷矿石经济储量最多的国家，经济储量达到66亿吨，同期全球经济储量总量为180亿吨。

根据肥特刊（Fertecon）的统计，2006年全球共生产了1.64亿吨磷矿石，同比下降1.5个百分点，产量下降的主要原因是各磷矿资源国开始控制本国磷矿资源的开采。

由于富矿资源较为紧缺和能源价格的上涨，加大了磷矿开采和选矿成本，目前美国主要磷矿生产企业的磷矿成本大多维持在25~40美元/吨，较前几年上升了约5美元/吨。

图9 全球磷矿石资源储量分布情况（百万吨） 图10 2006年全球主要磷矿石生产国

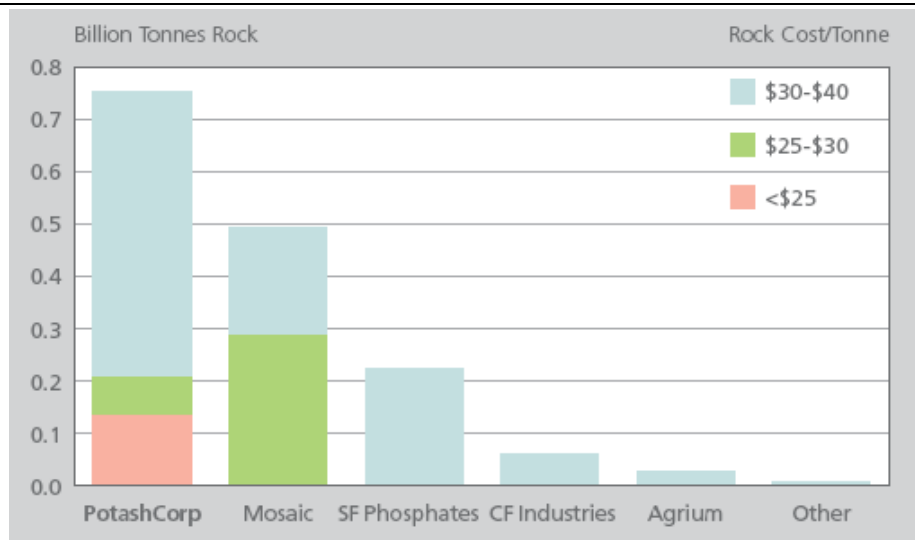


数据来源: USGS



数据来源: Fertecon

图11 美国磷矿不同开采成本储量分布



数据来源: British Sulphur, Potash

(三) 国内磷矿石价格有望进入新一轮上涨周期

国内磷矿石资源已经开始逐渐集中到大型国企和优势企业手中,其中云南的磷矿资源已经集中到云天化集团、南磷集团和澄星股份;湖北的磷矿主要向兴发集团、宜化集团、洋丰、黄麦岭和大峪口等集团集中;贵州主要集中在宏福和开磷;四川主要是龙蟒集团以及清平和金河磷矿。

资源的集中使磷矿石企业的议价能力得到加强,而下半年以来国际磷矿石价格的上涨也拉大了国内外磷矿石的价差。近期黄磷价格的上涨,在加大了下游磷酸盐生产成本的同时,也打开了上游磷矿石价格的上涨空间。因此我们判断磷矿石有望在2008年进入新一轮的上涨周期。

黄磷价格上涨预示着国内景气周期的来临

在磷化工行业产业链中,黄磷是磷酸、磷酸盐等磷化工产品的重要中间产品,黄磷价格将决定下游磷酸、磷酸盐等产品的生产成本,进而决定其市场价格,因此黄磷价格上涨的幅度和持续时间是判断国内磷化工行业

景气周期来临的关键。

（一）原料价格上涨推动黄磷成本上升

磷矿石、电力、焦炭是黄磷生产的主要原料，其原料成本占黄磷生产成本的90%以上。如果黄磷所有生产原料都需外购，按市场价格计算，黄磷的生产成本高达12000元/吨以上。

表2 黄磷成本计算

	单耗	单位价格（元）	成本
磷矿石	10t/t	300	3000
电力	14000~15000kwh/t	0.46	6440~6900
焦炭	2t/t	1000	2000
其他原料成本			200
加工费用			700
合计			12340~12800

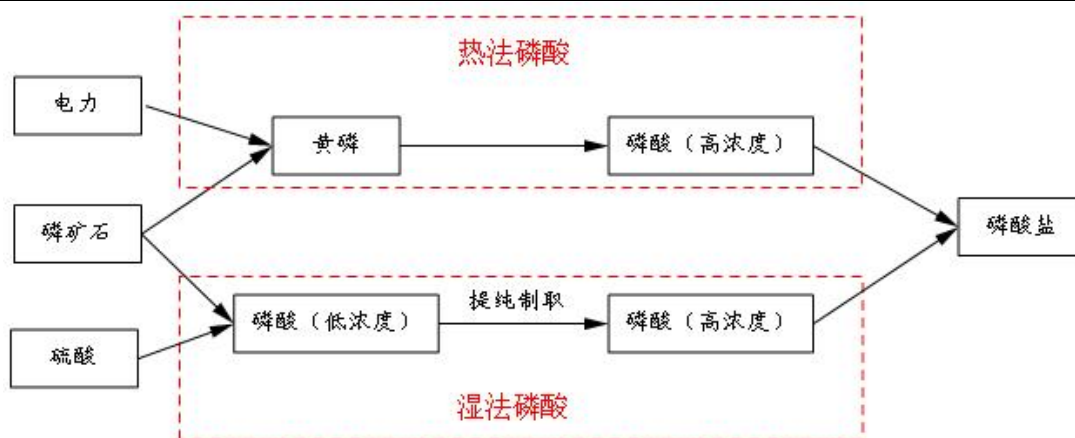
数据来源：广发证券发展研究中心

电力成本占黄磷生产成本的60%左右，同时黄磷也属于高耗能产业，在国家提出节能减排目标的背景下，2008年国内各地区将会提出对高耗能产业实行差别电价的政策，电价每上升1分钱，吨黄磷成本将上升140~150元。

（二）湿法磷酸已经不具有成本优势，黄磷需求空间即将打开

磷酸生产有两种工艺路线：一种是磷矿石——黄磷——磷酸——磷酸盐，称为热法磷酸；另一种是磷矿石——磷酸——磷酸盐，称为湿法磷酸。目前，国际上主要国家基本上都采用湿法磷酸法制取磷酸，而我国由于磷酸提纯技术不过关，因此国内生产高纯度磷酸只能采用热法磷酸。

图12 磷酸生产的两种工艺路线



数据来源：广发证券发展研究中心

湿法磷酸的主要原料有磷矿石、硫酸，今年以来国际磷矿石、硫酸价

格大幅上涨, 根据我们的测算, 目前湿法磷酸相对于黄磷制磷酸的热法磷酸来说, 在成本上已经没有优势。

根据Potash公司公布的数据, 该公司湿法磷酸成本中磷矿石占比为38%, Potash公司磷矿成本接近25美元/吨, 按吨磷酸消耗3.8磷矿石计算, 则Potash湿法磷酸成本为244.75美元/吨, 加上Potash磷酸27%的毛利和17.5%的增值税, 则含税出厂价格为365美元/吨, 与Potash公司工业磷酸出厂价格相当。

国内一吨磷酸需消耗0.283吨黄磷, 按外购黄磷不含税价格9000元/吨计算, 生产一吨磷酸需要2547元, 再加上其他成本, 保守估计其成本在2900元/吨。

表 3 热法磷酸和湿法磷酸成本构成对比

国内热法磷酸				国际湿法磷酸			
	单耗	单价	成本		单耗	单价	成本
黄磷	0.283	9000	2547	磷矿石	3.5-4.0	200	744
电力	100	0.46	46	硫磺	0.924		587
其他成本			307	其他成本			629
合计			2900	合计			1960

数据来源: 广发证券发展研究中心 (磷酸折 100%P2O5)

图 13 2006年Potash湿法磷酸成本构成

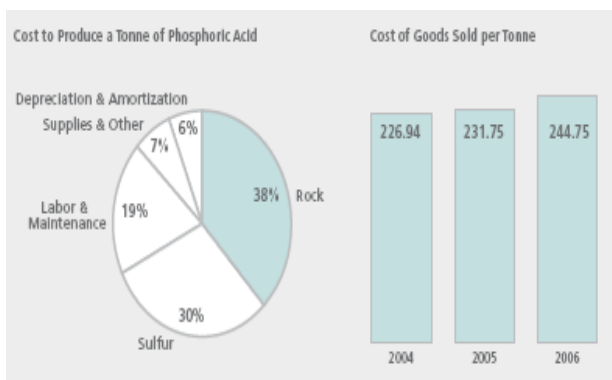
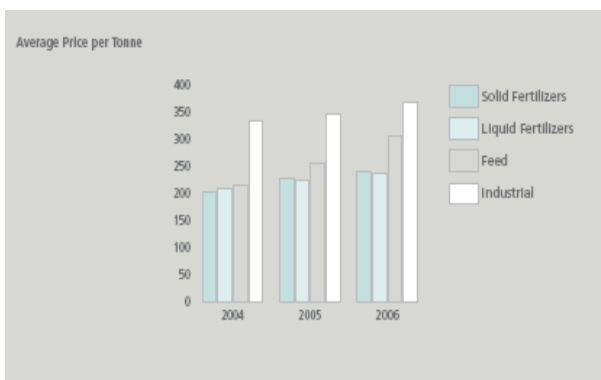


图 14 2006年Potash公司磷化工产品价格



数据来源: Potash

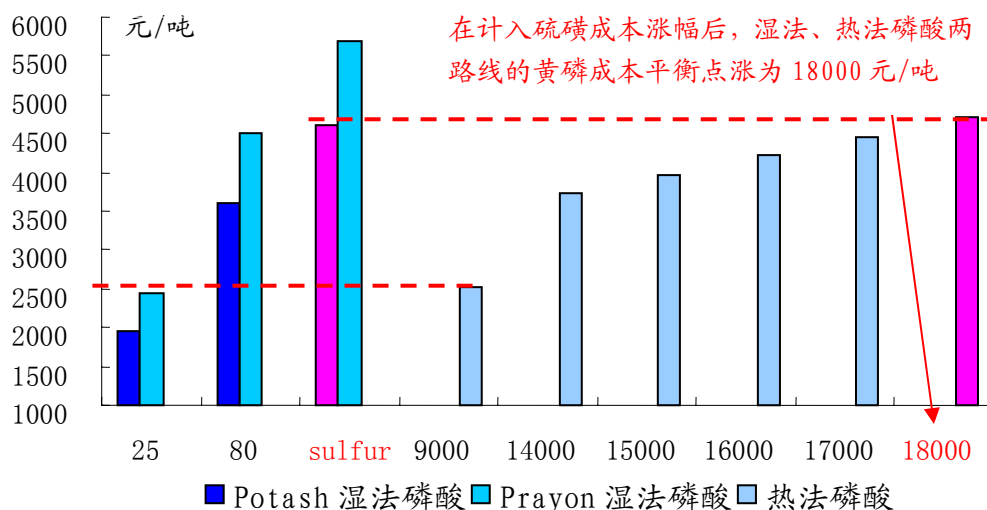
假设其他成本不发生变化, 我们在不同磷矿石和黄磷价格下, 对湿法磷酸生产成本做了一个比较, 当磷矿石价格在80美元/吨时, Potash公司的湿法磷酸成本为3606元/吨, 比利时Prayon湿法磷酸成本为4508元/吨 (为Potash湿法磷酸成本的1.25倍), 分别相当于当黄磷含税价为14000元/吨和17500元/吨时的热法磷酸成本。

以上计算比较还没有考虑硫磺价格上涨对湿法磷酸成本的影响, 今年以来国际硫磺市场价格涨幅惊人, 加拿大硫磺2006年全年均价为52美元/吨, 到2007年下半年, 其均价已经达到137美元/吨, 涨幅达到163%。按硫磺成本占湿法磷酸成本30%计算, 硫磺价格上涨163%将使湿法磷酸成本上涨49%, 即成本再上升1000~1250元/吨。

随着国际磷矿石和硫磺价格的大幅上扬, 湿法、热法磷酸两路线的黄

磷成本平衡点由原先不到9000元/吨上涨到目前的18000元/吨以上，目前国内黄磷价格仅为15000元/吨，在此价格下，热法磷酸成本优势显现，国际湿法磷酸生产商在成本压力下，可能会转用热法磷酸，黄磷需求空间将因此而打开。

图15 不同原料成本条件下的湿法磷酸与热法磷酸成本比较（元/吨）



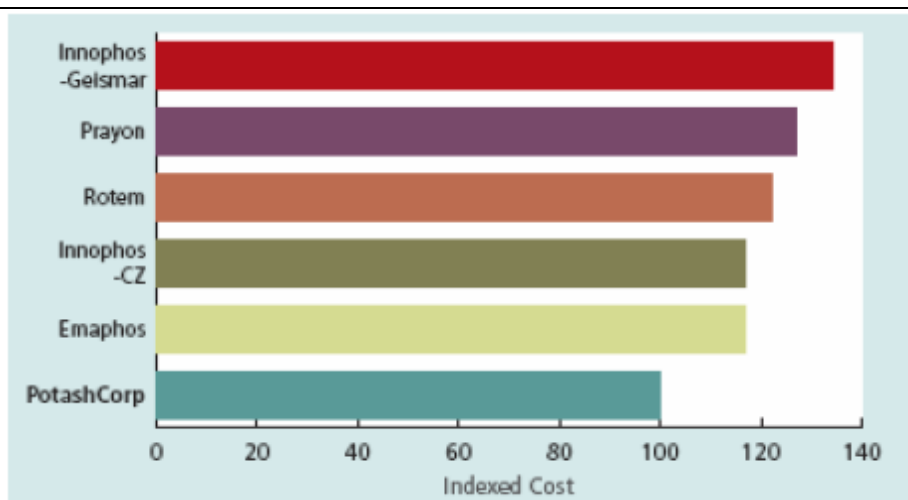
数据来源：广发证券发展研究中心

表4 在不同磷矿石、黄磷价格下热法磷酸和湿法磷酸成本对比

磷矿石（美元/吨）	25	50	60	70	80	90	100
Potash 湿法磷酸（元/吨）	1960	2705	2999	3293	3606	3900	4194
Prayon 湿法磷酸（元/吨）	2450	3381	3748.5	4116	4508	4875.5	5243
黄磷含税价（元/吨）	9000	11000	14000	15000	16000	17000	18000
热法磷酸（元/吨）	2523	3007	3732	3974	4216	4458	4700

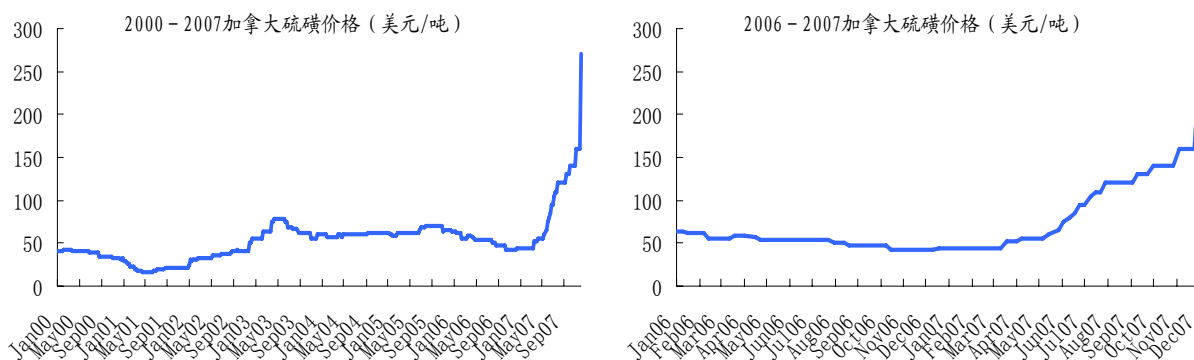
数据来源：广发证券发展研究中心

图16 2005年国际湿法磷酸成本比较



数据来源：Potash

图17 加拿大硫磺价格走势



数据来源: Bloomberg

(三) 本次黄磷价格上涨与以往年份的对比分析

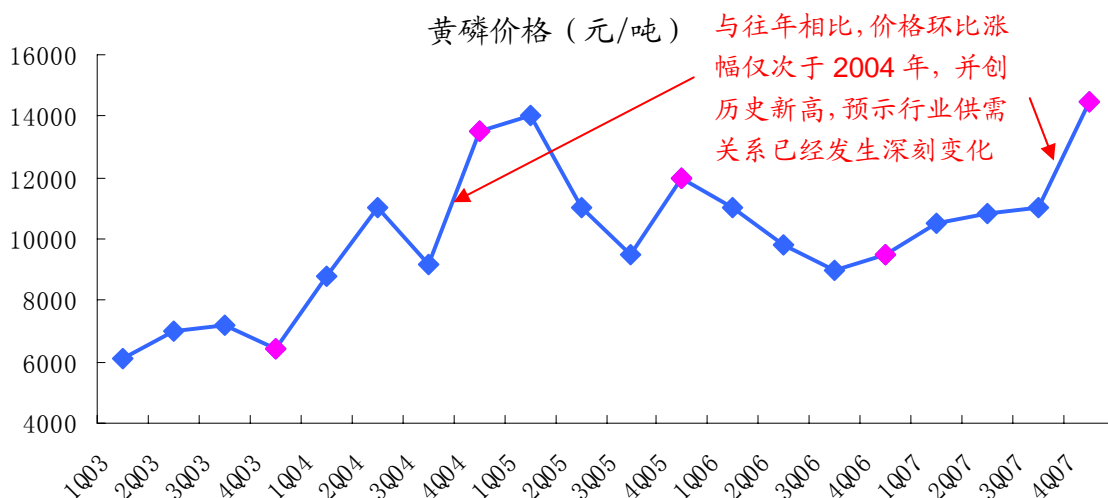
目前行业内普遍认为近期黄磷价格的迅速上涨的主要原因是四季度云南进入枯水期,水力发电不足导致对部分高耗能企业实行限电,云南大部分黄磷企业停产,黄磷短期供需出现紧张。但是当我们对近年黄磷价格历史走势进行分析后发现:从2004年开始,每年的四季度,黄磷价格环比都会出现增长,但今年价格涨幅仅次于2004年,而且从近期价格走势判断,今年四季度黄磷均价将创历史新高。

2004年四季度黄磷价格涨幅较大并不奇怪,因为当年全国缺电,导致黄磷供应十分紧张。而今年在电力供应较为宽松的环境下,黄磷价格仍出现了大幅上涨,该现象值得我们深思。

根据前面的分析,我们认为此次黄磷上涨主要有以下3个原因:

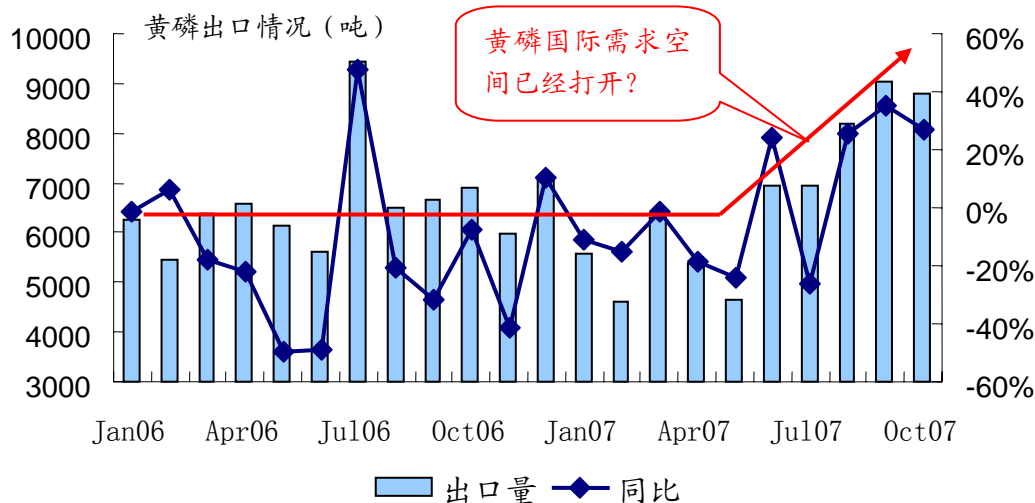
- 1 在节能减排的目标指引下,国内黄磷产地纷纷推出新政,使部分黄磷低效率产能得到有效关闭;
- 2 磷矿石、电力价格的上涨支撑黄磷价格的走高;
- 3 黄磷的国际需求空间已经打开。

图18 黄磷季度价格波动



数据来源: 广发证券发展研究中心

图19 国内黄磷出口情况



数据来源：石油与化学工业协会

四、公司产业链日趋完整

（一）宜昌楚磷化工是公司下游业务发展的新平台

公司持股比例为 88.33% 的子公司——楚磷化工坐落在宜昌市猇亭工业园，该工业园毗邻长江岸边，楚磷化工自配有码头，交通运输极为方便。公司计划在此建设 10 万吨特种磷酸盐项目、6 万吨双甘磷项目（合资）、16 万吨有机硅项目并配套建设 15 万吨离子膜烧碱项目（兴瑞化工）。目前除部分磷酸盐和双甘磷项目建成投产以外，有机硅和烧碱项目的前期准备工作正有序推进，即将开工建设。

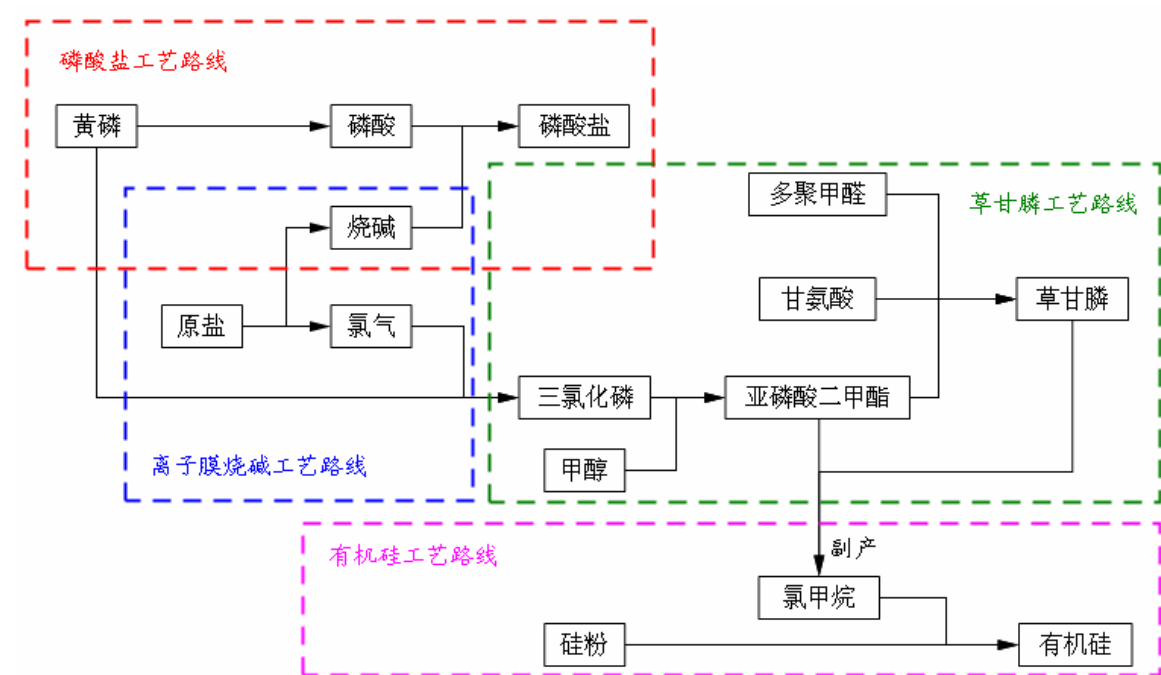
随着上述项目的建设、投产，公司未来发展空间已经打开。

（二）15万吨离子膜烧碱项目使公司产业链更加完整

15 万吨离子膜烧碱项目在公司未来的产能规划中属于原料配套项目，烧碱生产的主要产品有烧碱和氯气，其中烧碱将替代纯碱作为公司磷酸盐产品的原料；氯气将主要供应双甘磷项目。我们认为该项目的投产将使公司磷化工产业和双甘磷、有机硅产业有机的结合起来，使公司的一体化程度进一步提高。

在 15 万吨离子膜烧碱投产后，公司磷化工产品的生产原料中除了部分电力、原盐和焦炭外，其他几乎所有的原料都可以实现自给，公司磷酸盐产品的生产成本将进一步锁定，抵御原料价格波动风险的能力将得到极大的提高。

图20 离子膜烧碱项目使公司产业链更加完整



数据来源：广发证券发展研究中心

五、双甘膦项目将给公司带来丰厚的投资收益

（一）草甘膦价格上涨仍将持续

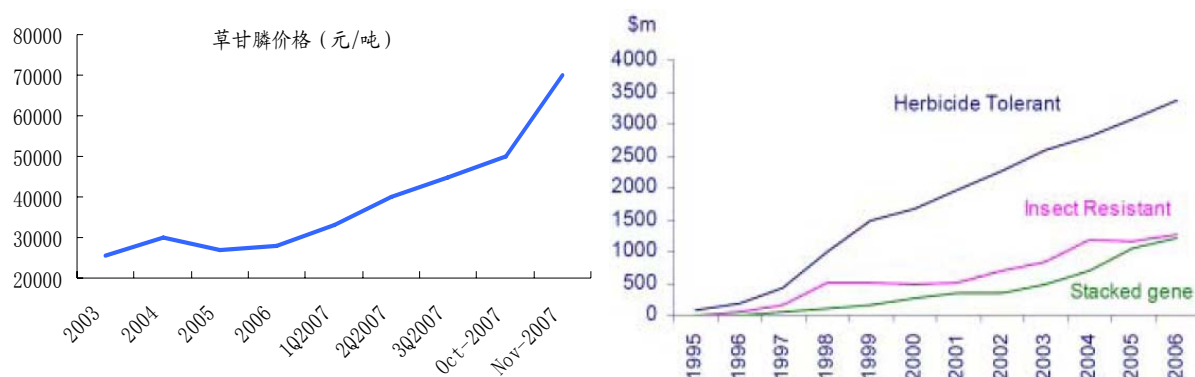
草甘膦是一种除草剂，具有广谱、低毒和无残留的特点，目前世界上尚无可以替代草甘膦的新除草剂品种，由于应用广泛，已连续多年占据世界农药销售额的首位。

国内草甘膦增长动力来源于全球转基因作物和生物燃料的发展。20世纪90年代以来，转基因抗草甘膦作物如大豆、玉米等的大面积种植，使全球对草甘膦的需求持续增加。而由于美国、巴西等国家大规模进行生物燃料的种植，未来可用于生产酒精和生物柴油的转基因能源作物种植面积将会有显著提高。这都将大幅拉动对草甘膦的需求，预计全球2010年草甘膦的需求量将达到100万吨，而目前全球产能大约为60万吨，因此，全球草甘膦产品年均增速可保持在15%左右。

据统计，目前国内拥有32万吨草甘膦产能，产量20多万吨，全球产能在60万吨左右，全球需求也在60万吨/年左右。由于环保、资源（磷资源）、成本等因素，目前国际基本没有新增产能，明年国内大约将新增10万吨产能，但是考虑到全球需求增长将达到15%，预计明后年草甘膦的供需形势依然偏紧。

图21 草甘膦价格走势

图22 国际转基因种子销售情况



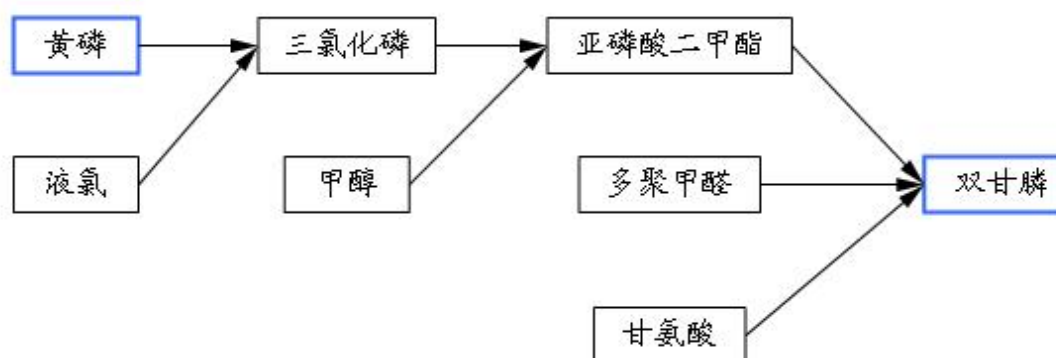
数据来源：广发证券发展研究中心

数据来源：PhillipsMcDougall

(二) 原料黄磷自给，成本优势突出

黄磷也是双甘膦生产的原料之一，由于公司烧碱项目还未投产，因此公司双甘膦生产原料中，除了黄磷、亚磷酸二甲酯自给以外，液氯、甲醇、多聚甲醛和甘氨酸还需外购。根据我们测算，公司双甘膦完全成本在29800元/吨左右，比原料全外购生产双甘膦的成本低2000元/吨。

图23 双甘膦生产工艺



数据来源：广发证券发展研究中心

表 5 双甘膦完全成本估算 (元/吨)

	单耗	单价 (含税)	单价	成本
甘氨酸	0.57	18500	15812	9013
亚磷酸二甲酯	1.015		8500	8628
多聚甲醛	0.485	7000	5983	2902
烧碱	1.1	1850	1581	1739
三乙胺	0.06	12000	10256	615
甲醇	0.55	3200	2735	1504
其他	3.2	500	427	1368
生产费用				4000
合计				29769

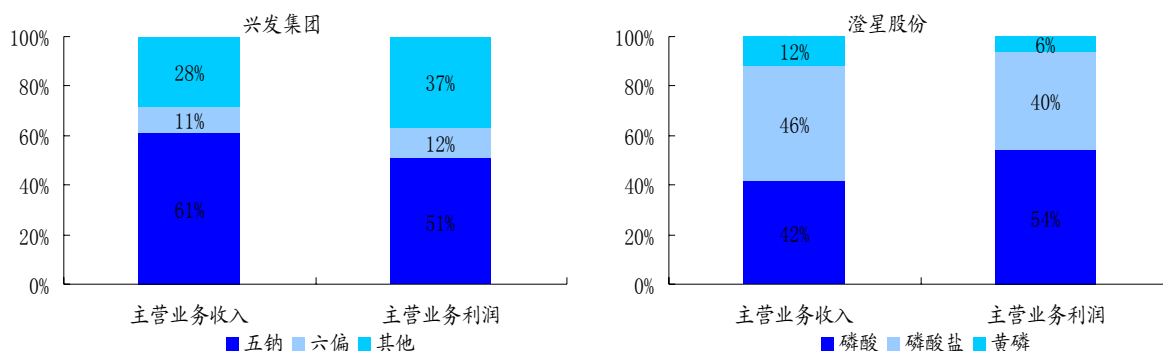
数据来源：广发证券发展研究中心

六、公司与澄星股份的对比

（一）主营业务收入、利润构成对比

2006年兴发集团和澄星股份分别实现主营业务收入14.72亿元和15.85亿元，主营业务利润分别2.87亿元和2.14亿元。其中，五钠和六偏是兴发集团收入和利润的主要来源，磷酸和磷酸盐是澄星股份收入和利润的主要来源。

图24 兴发集团与澄星股份主营业务收入、利润构成比较



数据来源：公司公告

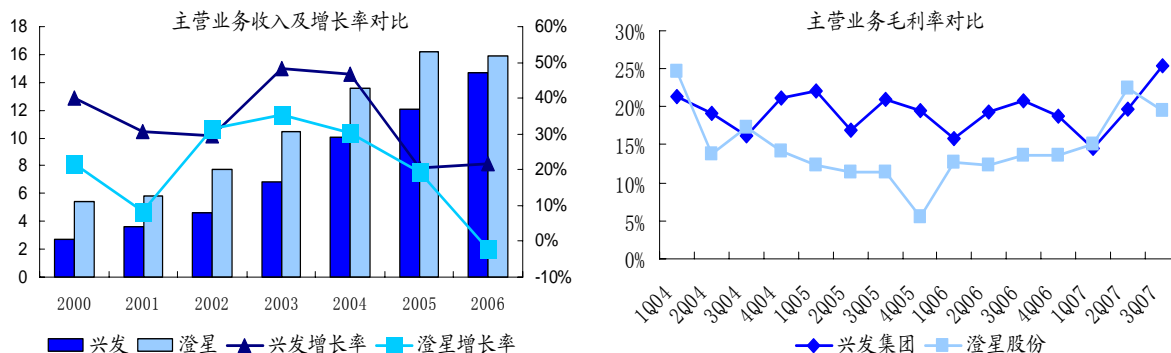
（二）成长能力和盈利能力对比

从兴发集团和澄星股份主营业务收入对比情况来看，从2000年开始，兴发集团主营业务收入每年都保持了20%以上的快速增长，澄星股份从2003年开始主营业务收入增速开始放缓，2006年出现了负增长。

从主营业务收入毛利率对比情况来看，兴发集团充分发挥了矿电磷一体化优势，毛利率基本稳定在15%~20%之间，而澄星股份在2005~2006年行业低靡时期，毛利率低于15%。

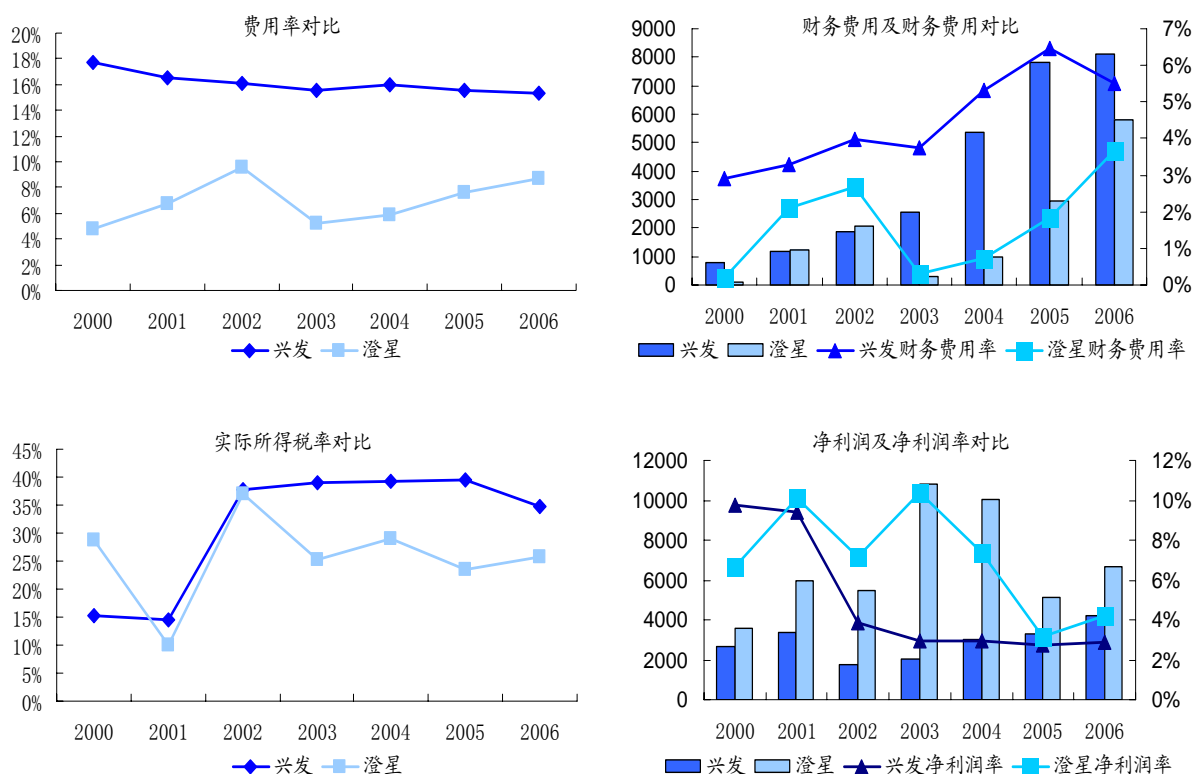
相比澄星股份，兴发集团的财务费用较高，澄星股份的费用控制能力比兴发集团要好很多，而且兴发集团的实际所得税率要高于澄星股份，导致兴发集团净利润率一直低于澄星股份。

图25 主营业务收入及毛利率对比



数据来源：公司公告

图26 费用率和净利润对比

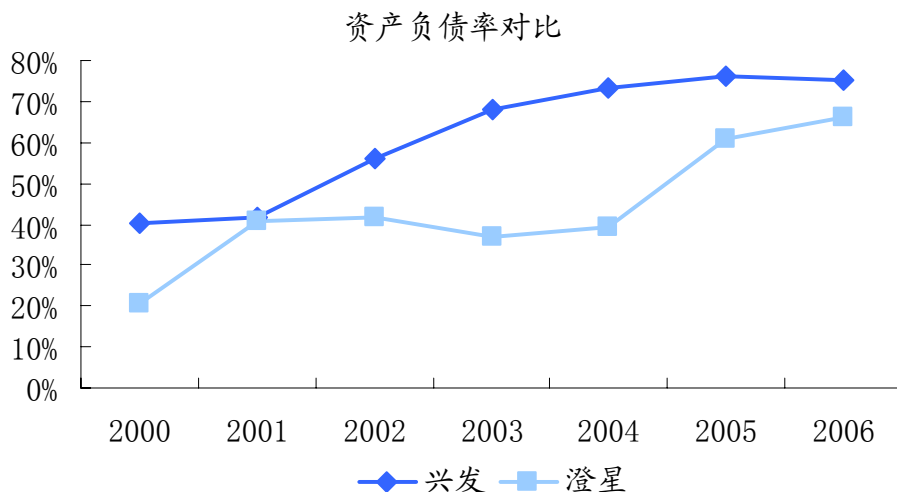


数据来源：公司公告

(三) 资产负债情况对比

从资产负债情况来看，兴发集团的经营显得较为激进，主要是公司前期收购了很多磷矿石和水电资产，而且随着兴发集团下游项目的投资建设，公司未来融资需求较大。

图27 资产负债率对比



数据来源：公司公告

（四）对比小结

从以上对比分析中，我们可以得到以下结论：

1 两公司主营业务相似，兴发主营业务偏重于下游磷酸盐产品，澄兴主要是磷酸和磷酸盐；

2 兴发集团的成长能力较好，由于生产一体化程度较澄星高，因此兴发主营业务毛利率更加稳定；

3 兴发集团的费用率和实际所得税率较高，导致公司的净利润水平较低，而且由于公司过去融资模式单一，大量向银行举债，因此公司的财务费用一直保持在较高的水平；

4 兴发集团经营较为激进，负债率一直保持在较高水平，随着未来新项目的投资建设，公司未来融资需求较大。

总体来说，兴发集团主营业务盈利能力要强一些，但财务风险较大，未来公司在财务费用上还有潜力可挖。

七、盈利预测

（一）盈利预测

盈利预测假设：

1 2008年公司五钠和六偏产品价格分别上涨15%和10%，其他磷酸盐产品价格保持不变；

2 本着保守原则，预计2008年公司磷矿石产量为120万吨，外卖数量40万吨，维持磷矿石销售价格300元/吨不变；

3 出于谨慎原则，假设公司2007~2009年实际所得税率为35%；

4 双甘磷项目投资收益假设见下表。

表 6 磷矿石盈利预测

	2007E	2008E	2009E
磷矿石收入（万元）	14820	22080	26580
产量（万吨）	90	120	135
自供数量（万吨）	70	80	80
外卖数量（万吨）	20	40	55
自供价格（元/吨）	126	126	126
外卖价格（元/吨）	300	300	300
毛利率	51.42%	56.52%	59.37%
开采成本（元/吨）	80	80	80
成本（万元）	7200	9600	10800

数据来源：广发证券发展研究中心

表 7 双甘磷项目投资收益预测

	0.8	3	6
双甘磷产量（万吨）	0.8	3	6
价格（含税 元/吨）	41600	50000	50000
完全成本（元/吨）	30000	30000	30000

利润总额（万元）	4444	38205	76410
净利润（万元）	3333	28654	57308
权益比例	24%	24%	24%
投资收益（万元）	800	6877	13754

数据来源：广发证券发展研究中心

表 8 利润表（百万元）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	1211	1472	2041	2451	2628
主营业务成本	-966	-1185	-1633	-1838	-1959
主营业务税金及附加	-6	-10	-14	-15	-16
主营业务利润	239	277	394	598	653
其他业务利润	5	14	0	0	0
营业费用	-65	-82	-110	-130	-137
管理费用	-45	-62	-71	-81	-87
财务费用	-78	-81	-98	-114	-118
营业利润	56	63	114	273	312
投资收益	0	0	8	69	138
营业外收支	-1	0	-1	-1	-1
利润总额	55	66	121	341	449
所得税	-22	-23	-40	-96	-109
少数股东权益	0	-1	-10	-18	-20
净利润	33	42	71	227	319
每股收益（元/股）	0.208	0.200	0.339	1.082	1.521

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）敏感性分析

根据我们的分析，预计明年磷矿石、黄磷价格将出现上涨，短期来看，上述两个产品价格的波动对公司业绩影响较大，因此我们在这里对其进行敏感性分析。

磷矿石价格敏感性分析

目前国际磷矿石价格普遍达到了80~120美元/吨，与国内价差较大，磷矿石价格上涨对公司业绩影响如下。

表 9 磷矿石价格敏感性分析

磷矿石价格预测（元/吨）	300	360	420	480	540	600
2008 年 EPS（元/股）	1.08	1.15	1.22	1.29	1.35	1.42
2009 年 EPS（元/股）	1.52	1.61	1.71	1.80	1.89	1.99

数据来源：广发证券发展研究中心

黄磷价格敏感性分析

黄磷是国内生产磷酸盐的重要中间产品，黄磷价格的上涨必将向下游传导，其表现为磷酸盐价格上涨，进而影响公司业绩。

表 10 黄磷价格敏感性分析

黄磷均价预测（元/吨）	11000	12000	13000	14000	15000	16000	18000
黄磷产量（万吨）		7.5	7.5	8	8.5	9.5	9.5
传导系数		0.85	0.85	0.8	0.8	0.7	0.7
超额收益（百万元）		41	82	123	174	213	298
每股收益（元）	0.69	0.89	1.08	1.28	1.52	1.71	2.12

数据来源：广发证券发展研究中心

八、估值分析与投资建议

由于公司没有磷肥产品，在国际上还找不到可比公司，目前仅有澄星股份的主营业务与公司类似，因此在估值分析上，我们将主要以澄星股份为参照。

考虑到公司已经打通磷化工产业链，理应享受一定的估值溢价，而且公司磷矿资源丰富，目前拥有约1.5亿吨的储量，每股接近0.7吨磷矿石储量，因此我们认为给予公司2008年30倍动态市盈率是合理的，按我们2008年每股收益为1.08元的业绩预测，给予公司目标价30元，推荐买入。

表 估值比较

名称	股价	每股收益				市盈率			
		2006	2007E	2008E	2009E	2006	2007E	2008E	2009E
澄星股份	9.64	0.167	0.203	0.305	0.415	45.74	47.39	31.65	23.25
兴发集团	17.40	0.262	0.339	1.082	1.521	34.39	51.31	16.07	11.44

数据来源：WIND资讯 广发证券发展研究中心

九、投资风险

（一）价格波动风险

公司拥有磷化工行业上下游所有产品的外销能力（磷肥除外），当产品价格发生波动时，对公司业绩有一定的影响。而且当纯碱、焦炭价格上涨时，将增加公司磷酸盐成本，不利于公司业绩的增长。

（二）财务风险

公司资产负债率高达70%以上，且公司财务费用一直居高不下，由于未来规划项目较多，公司资金面紧张的局面难有改观，融资需求较大。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

兴发集团(600141)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。