

# 兴发集团 (600141.SH) 化学原料行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：17.90元  
目标（人民币）：20.70-24.40元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	435.39
总市值(百万元)	77.93
年内股价最高最低(元)	23.63/14.85
沪深300指数	2493.19
上证指数	2234.40



## 相关报告

- 《定增完毕，助力公司更上层楼》，2013.1.7
- 《磷矿、磷肥将成为增长动力源》，2012.10.23
- 《数矿电磷龙头，还看兴发》，2012.10.12

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010  
(8621)61038283 liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人  
(8621)60753902 zhousijie@gjzq.com.cn

## 业绩良好，磷化龙头稳步成长

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.636	0.810	0.937	1.407	1.607
每股净资产(元)	5.20	7.87	8.71	9.65	11.16
每股经营性现金流(元)	1.52	0.94	0.98	2.30	2.76
市盈率(倍)	26.87	22.27	19.09	12.72	11.14
行业优化市盈率(倍)	16.35	26.17	26.16	26.16	26.16
净利润增长率(%)	26.83%	26.72%	38.56%	50.13%	14.16%
净资产收益率(%)	12.24%	8.60%	10.76%	14.58%	14.40%
总股本(百万股)	365.48	435.39	435.39	435.39	435.39

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 兴发集团4月1日晚发布年报，2012年公司实现营业收入96.1亿元，同比增长46%；EPS0.81元/股，同比增长26.6%，略高于我们预期。公司每10股派3元，同时公告收购襄阳兴发49%股权，投资新建树空坪120万吨/年重介质选矿项目二期工程。

### 经营分析

- 磷矿、贸易收入大幅增长，为公司利润奠定基石。公司磷矿销售收入增长49%至8.23亿元，而毛利率继续维持80.41%的高位，获得毛利6.6亿元，占公司总毛利12.2亿的54%。公司贸易收入增长52%，但毛利率下滑0.58%至2.37%。其他方面，公司在年报中改变了披露方式，将磷酸盐、黄磷、磷肥等产品统一并入“黄磷及下游产品”口径，该部分收入增长15%至15.8亿元，毛利率18.48%，与往年大致相同。以上数据表明，公司以磷矿销售为利润基石的格局并未改变，作为湖北区域磷矿龙头，公司仍将长期受益于资源优势。瓦屋IV矿段探转采、树崆坪磷矿80万吨/年采矿、红星矿业公司15万吨/年采矿、武山磷矿50万吨/年采矿等项目的陆续投产，将充分保证公司未来数年的盈利增长。
- 加大研发力度，新型综合磷化龙头稳步成长：公司清晰地意识到了传统磷化工发展的局限性，粗放型产品盈利低迷的形势不可逆转，借助“矿电磷”一体化的优势，公司在新型磷化工领域的潜力巨大。2012年公司投入研发资金近6000万元，电子级磷酸、有机磷阻燃剂等部分牌号产品已经取得了较强的盈利能力。预计公司将继续加大研发投入，精细磷化工产品占公司比重有望逐渐提高，磷化工产品毛利率有望缓慢提升。
- 项目进展值得期待：公司重介质选矿、湿法磷酸精制等项目紧跟行业发展潮流。宜都兴发10万吨/年湿法磷酸精制，200万吨/年选矿，以及新公告的树空坪二期60万吨/年选矿项目，有助于公司降低高品位磷矿的使用量。836项目开工率的上升，也将为公司带来积极影响。

### 投资建议

- 预测公司13~15年EPS0.94、1.41、1.61元/股，给予公司13年22~26倍PE，目标价20.7~24.4元。维持“增持”评级。

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
<b>主营业务收入</b>	<b>4,678</b>	<b>6,569</b>	<b>9,612</b>	<b>14,985</b>	<b>19,917</b>	<b>23,932</b>		货币资金	183	424	1,723	865	958	1,021
增长率	40.4%	46.3%	55.9%	32.9%	20.2%		应收款项	438	360	904	1,379	1,833	2,203	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,965</b>	<b>-5,660</b>	<b>-8,392</b>	<b>-13,289</b>	<b>-17,645</b>	<b>-21,326</b>	存货	459	562	884	1,201	1,595	1,928	
%销售收入	84.8%	86.2%	87.3%	88.7%	88.6%	89.1%	其他流动资产	148	119	388	534	708	855	
<b>毛利</b>	<b>713</b>	<b>909</b>	<b>1,220</b>	<b>1,696</b>	<b>2,272</b>	<b>2,606</b>	流动资产	1,229	1,465	3,900	3,979	5,095	6,007	
%销售收入	15.2%	13.8%	12.7%	11.3%	11.4%	10.9%	%总资产	19.8%	17.8%	28.3%	28.9%	33.6%	37.1%	
营业税金及附加	-61	-87	-93	-150	-199	-239	长期投资	194	265	413	414	413	413	
%销售收入	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	4,215	5,662	7,769	7,999	8,261	8,437	
营业费用	-125	-140	-175	-270	-359	-431	%总资产	68.1%	68.6%	56.3%	58.0%	54.6%	52.1%	
%销售收入	2.7%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	538	717	1,440	1,396	1,372	1,349	
管理费用	-106	-175	-235	-360	-478	-574	非流动资产	4,963	6,784	9,901	9,811	10,049	10,201	
%销售收入	2.3%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	80.2%	82.2%	71.7%	71.1%	66.4%	62.9%	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>420</b>	<b>507</b>	<b>716</b>	<b>917</b>	<b>1,236</b>	<b>1,361</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,192</b>	<b>8,249</b>	<b>13,801</b>	<b>13,790</b>	<b>15,143</b>	<b>16,209</b>	
%销售收入	9.0%	7.7%	7.5%	6.1%	6.2%	5.7%	短期借款	575	1,596	3,228	3,130	3,489	3,398	
财务费用	-140	-182	-364	-369	-420	-427	应付款项	543	785	1,112	1,471	1,954	2,360	
%销售收入	3.0%	2.8%	3.8%	2.5%	2.1%	1.8%	其他流动负债	15	413	412	260	331	389	
资产减值损失	-10	-5	-32	0	0	0	流动负债	1,133	2,794	4,753	4,862	5,774	6,147	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,896	2,698	3,197	3,197	3,198	3,198	
投资收益	17	11	76	5	5	5	其他长期负债	193	248	1,301	792	792	792	
%税前利润	7.2%	3.4%	19.5%	0.9%	0.6%	0.5%	<b>负债</b>	<b>4,222</b>	<b>5,740</b>	<b>9,251</b>	<b>8,850</b>	<b>9,763</b>	<b>10,137</b>	
营业利润	287	331	396	552	821	939	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,692</b>	<b>1,899</b>	<b>3,427</b>	<b>3,792</b>	<b>4,202</b>	<b>4,859</b>	
营业利润率	6.1%	5.0%	4.1%	3.7%	4.1%	3.9%	少数股东权益	277	610	1,123	1,148	1,178	1,213	
营业外收支	-49	-24	-4	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,192</b>	<b>8,249</b>	<b>13,801</b>	<b>13,790</b>	<b>15,143</b>	<b>16,209</b>	
税前利润	<b>239</b>	<b>306</b>	<b>392</b>	<b>555</b>	<b>824</b>	<b>942</b>								
利润率	5.1%	4.7%	4.1%	3.7%	4.1%	3.9%								
所得税	-51	-73	-72	-122	-181	-207								
所得税率	21.5%	23.8%	18.4%	22.0%	22.0%	22.0%								
净利润	187	233	320	433	643	735								
少数股东损益	4	1	25	25	30	35								
归属于母公司的净	<b>183</b>	<b>232</b>	<b>295</b>	<b>408</b>	<b>613</b>	<b>700</b>								
净利润	3.9%	3.5%	3.1%	2.7%	3.1%	2.9%								
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>比率分析</b>							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>386</b>	<b>557</b>	<b>410</b>	<b>426</b>	<b>1,002</b>	<b>1,201</b>	<b>每股指标</b>							
资本开支	-1,099	-1,585	-2,872	-284	-631	-561	每股收益	0.501	0.636	0.810	0.937	1.407	1.607	
投资	-69	6	-303	-1	0	0	每股净资产	4.630	5.196	7.871	8.710	9.652	11.159	
其他	297	36	-15	5	5	5	每股经营现金流	1.056	1.523	0.943	0.978	2.301	2.757	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-871</b>	<b>-1,544</b>	<b>-3,190</b>	<b>-280</b>	<b>-626</b>	<b>-556</b>	每股股利	0.100	0.100	0.200	0.100	0.100	0.100	
股权投资	323	338	1,599	0	-159	0								
债权募资	385	1,236	2,669	-607	359	-90	<b>回报率</b>							
其他	-175	-288	-106	-398	-483	-491	净资产收益率	10.83%	12.24%	8.60%	10.76%	14.58%	14.40%	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>533</b>	<b>1,285</b>	<b>4,162</b>	<b>-1,005</b>	<b>-283</b>	<b>-582</b>	总资产收益率	2.96%	2.82%	2.13%	2.96%	4.05%	4.32%	
现金净流量	47	298	1,382	-858	93	63	投入资本收益率	6.06%	5.68%	4.97%	5.93%	7.50%	7.89%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	53.66%	40.41%	46.34%	55.89%	32.92%	20.16%	
							EBIT增长率	89.09%	20.79%	41.19%	28.01%	34.84%	10.10%	
							净利润增长率	58.31%	26.83%	26.72%	38.56%	50.13%	14.16%	
							总资产增长率	70.93%	33.23%	67.30%	-0.08%	9.81%	7.04%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	17.7	13.2	11.6	15.0	15.0	15.0	
							存货周转天数	37.3	32.9	31.5	33.0	33.0	33.0	
							应付账款周转天数	28.0	25.7	24.5	25.0	25.0	25.0	
							固定资产周转天数	259.6	226.5	194.2	155.1	116.0	94.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	166.91%	154.22%	120.73%	126.60%	121.18%	104.86%	
							EBIT利息保障倍数	3.0	2.8	2.0	2.5	2.9	3.2	
							资产负债率	68.19%	69.58%	67.03%	64.18%	64.47%	62.54%	

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	5	16
增持	0	0	3	6	23
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.60</b>	<b>1.56</b>	<b>1.58</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2011-09-08	增持	25.91	35.00 ~ 35.00
2 2011-10-31	增持	21.11	N/A
3 2011-11-22	增持	19.78	N/A
4 2011-11-23	增持	20.09	N/A
5 2012-10-12	增持	19.96	24.20 ~ 24.20
6 2012-10-23	增持	20.24	24.20 ~ 24.20
7 2013-01-07	增持	18.25	20.70 ~ 24.40

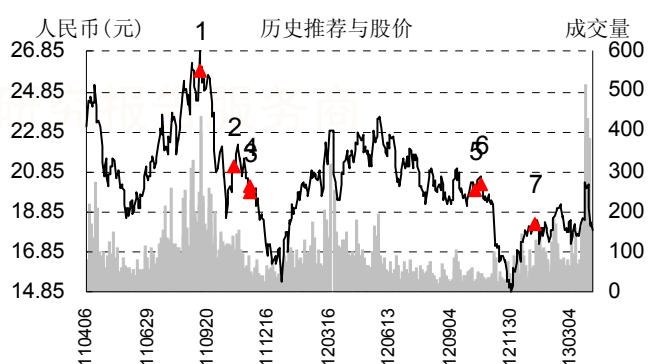
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)