

兴发集团 (600141.SH) 化学原料行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

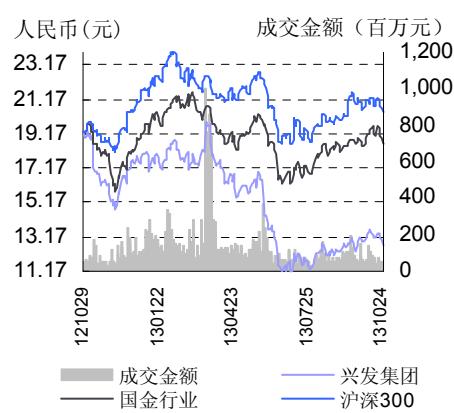
市价（人民币）：12.62元

龙头地位不改，处境仍较艰难

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)	365.48
总市值(百万元)	54.95
年内股价最高最低(元)	19.87/11.17
沪深300指数	2368.56
上证指数	2132.95



相关报告

- 《磷矿价格持续下滑影响公司表现》，2013.7.22
- 《业绩良好，磷化龙头稳步成长》，2013.4.2
- 《定增完毕，助力公司更上层楼》，2013.1.7

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
zhoujisje@gjzq.com.cn

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	0.397	0.519	0.607
每股净资产(元)	5.20	7.87	8.17	8.22	8.73
每股经营性现金流(元)	1.52	0.94	0.77	1.89	2.03
市盈率(倍)	26.87	22.27	45.08	34.46	29.48
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%	-41.31%	30.80%	16.90%
净资产收益率(%)	12.24%	8.60%	4.86%	6.32%	6.95%
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10月25日晚发布三季报，公司2013年前三季度实现收入86.4亿元，同比增长17%；归属于上市公司股东净利润1.3亿元，同比下滑48%；EPS0.30元/股，同比下滑56%。

经营分析

- 磷矿石价格继续疲软，磷肥市场低迷，公司主营依旧承压。受印度市场低迷、我国产能过剩影响，磷肥行业三季度延续低迷走势，并连带磷矿石价格不断下滑。百川资讯数据显示，湖北30%船板含税价在三季度由500元/吨下滑至430元/吨，而化工在线数据表明磷肥价格亦从2990元/吨下滑到了2700元/吨，低迷的行情使得公司磷肥项目的开工率难以大幅提升，项目整体陷入亏损。随着全球最大磷肥出口联盟PhosChem解散，全球磷肥总体形势并不乐观，行业近期将继续处于底部，公司的生产经营在四季度将持续受到压力。
- 总体盈利能力较Q2有所好转，原因在于投资收益创历史新高。公司Q3收入29.7亿元，同比增长10%，环比下滑6%；单季整体毛利率9%，与Q2持平，延续公司历史低位；但公司Q3实现营业利润4010万元，与Q2的1303万元相比有明显提升，原因在于Q3公司投资收益达到5853万元，较Q2的3520万元有2333万元的增长。这表明，公司参股的泰盛化工在Q3草甘膦的火热行情中充分受益，但随着10月草甘膦价格从高点跳水，公司Q4的投资收益很难维持相同水平。
- 公司优质磷矿龙头地位不改，期待行业明年有所好转：公司磷矿储量丰富，品位较高，行业龙头地位并未受弱势矿价的影响而改变。三季报公司预收账款3.9亿元，较中报有1.3亿元的增长，表明公司磷矿产品在市场上仍具相对强势地位，未来几年瓦屋IV矿段等磷矿的逐渐放量也将加强公司在磷矿市场的话语权。若明年行业出现转机，公司将率先受益。

投资建议

- 下调公司盈利预测13~15年EPS为0.40、0.52、0.61元/股，维持“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
主营业务收入	4,678	6,569	9,612	12,313	13,876	15,910		货币资金	183	424	1,723	1,212	958	765
增长率	40.4%	46.3%	28.1%	12.7%	14.7%		应收款项	438	360	904	1,133	1,277	1,465	
主营业务成本	-3,965	-5,660	-8,392	-11,163	-12,530	-14,349	存货	459	562	884	1,009	1,133	1,297	
%销售收入	84.8%	86.2%	87.3%	90.7%	90.3%	90.2%	其他流动资产	148	119	388	449	503	576	
毛利	713	909	1,220	1,150	1,346	1,561	流动资产	1,229	1,465	3,900	3,803	3,871	4,103	
%销售收入	15.2%	13.8%	12.7%	9.3%	9.7%	9.8%	%总资产	19.8%	17.8%	28.3%	27.9%	27.8%	28.7%	
营业税金及附加	-61	-87	-93	-123	-139	-159	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	-222	-250	-286	%总资产	68.1%	68.6%	56.3%	58.8%	59.3%	59.0%	
%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	-296	-333	-382	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%	72.1%	72.2%	71.3%	
息税前利润 (EBIT)	420	507	716	510	625	734	资产总计	6,192	8,249	13,801	13,614	13,920	14,304	
%销售收入	9.0%	7.7%	7.5%	4.1%	4.5%	4.6%	短期借款	575	1,596	3,228	3,465	3,543	3,440	
财务费用	-140	-182	-364	-377	-429	-433	应付款项	543	785	1,112	1,233	1,385	1,586	
%销售收入	3.0%	2.8%	3.8%	3.1%	3.1%	2.7%	其他流动负债	15	413	412	222	245	274	
资产减值损失	-10	-5	-32	0	0	0	流动负债	1,133	2,794	4,753	4,921	5,173	5,300	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	2,896	2,698	3,197	3,197	3,197	3,198		
投资收益	17	11	76	118	130	80	其他长期负债	193	248	1,301	792	792	792	
%税前利润	7.2%	3.4%	19.5%	46.5%	39.6%	20.8%	负债	4,222	5,740	9,251	8,909	9,161	9,290	
营业利润	287	331	396	251	325	381	普通股股东权益	1,692	1,899	3,427	3,557	3,581	3,801	
营业利润率	6.1%	5.0%	4.1%	2.0%	2.3%	2.4%	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	负债股东权益合计	6,192	8,249	13,801	13,614	13,920	14,304	
税前利润	239	306	392	254	328	384								
利润率	5.1%	4.7%	4.1%	2.1%	2.4%	2.4%								
所得税	-51	-73	-72	-56	-72	-84								
所得税率	21.5%	23.8%	18.4%	22.0%	22.0%	22.0%								
净利润	187	233	320	198	256	299								
少数股东损益	4	1	25	25	30	35								
归属于母公司的净利润	183	232	295	173	226	264								
净利率	3.9%	3.5%	3.1%	1.4%	1.6%	1.7%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
净利润	187	233	320	198	256	299	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.501	0.636	0.810	0.397	0.519	0.607	
非现金支出	186	220	333	347	396	411	每股净资产	4.630	5.196	7.871	8.169	8.224	8.731	
非经营收益	146	180	264	316	319	368	每股经营现金净流	1.056	1.523	0.943	0.772	1.891	2.032	
营运资金变动	-133	-77	-506	-525	-148	-194	每股股利	0.100	0.100	0.200	0.100	0.100	0.100	
经营活动现金净流	386	557	410	336	823	885	回报率							
资本开支	-1,099	-1,585	-2,872	-284	-631	-561	净资产收益率	10.83%	12.24%	8.60%	4.86%	6.32%	6.95%	
投资	-69	6	-303	-1	0	0	总资产收益率	2.96%	2.82%	2.13%	1.27%	1.62%	1.85%	
其他	297	36	-15	118	130	80	投入资本收益率	6.06%	5.68%	4.97%	3.27%	3.96%	4.60%	
投资活动现金净流	-871	-1,544	-3,190	-167	-501	-481	增长率							
股权募资	323	338	1,599	0	-159	0	主营业务收入增长率	53.66%	40.41%	46.34%	28.10%	12.69%	14.66%	
债权募资	385	1,236	2,669	-272	78	-102	EBIT增长率	89.09%	20.79%	41.19%	-28.85%	22.60%	17.49%	
其他	-175	-288	-106	-408	-495	-495	净利润增长率	58.31%	26.83%	26.72%	-41.31%	30.80%	16.90%	
筹资活动现金净流	533	1,285	4,162	-681	-576	-597	总资产增长率	70.93%	33.23%	67.30%	-1.35%	2.25%	2.76%	
现金净流量	47	298	1,382	-511	-254	-193	资产管理能力							
							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	188.8	166.6	142.4	
							偿债能力							
							资产负债率	166.91%	154.22%	120.73%	132.67%	138.15%	132.92%	
							EBIT利息保障倍数	3.0	2.8	2.0	1.4	1.5	1.7	
							资产负债率	68.19%	69.58%	67.03%	65.44%	65.82%	64.95%	

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	0	0	1
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.89

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 2011-10-31	增持	20.63	N/A
2 2011-11-22	增持	19.34	N/A
3 2011-11-23	增持	19.63	N/A
4 2012-10-12	增持	19.54	24.20 ~ 24.20
5 2012-10-23	增持	19.80	24.20 ~ 24.20
6 2013-01-07	增持	17.95	20.70 ~ 24.40
7 2013-04-02	增持	17.31	20.70 ~ 24.40
8 2013-07-22	增持	11.68	N/A

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。

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：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD