

兴发集团 (600141)

增持/ 维持评级

股价: RMB13.00

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号: S1000208110160

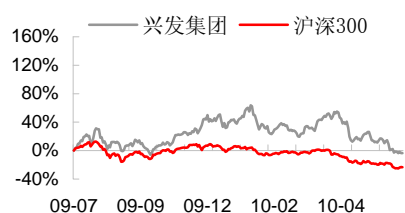
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	365
流通 A 股 (百万股)	348
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	4323

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

磷化工行业盈利处于周期底部

- 我们下调公司盈利预测至 2010 年 EPS0.64 元, 主要来自于我们前期对公司 2010 年磷矿石产量过于乐观, 其中我们预计公司收购大股东的磷矿石资产将实现正常盈利, 当前看来该项资产一直在进行采矿权证转换工作, 产量在 2010 年很难实现。另外我们也根据公司最新的股本变动情况进行了盈利预测更新。
- 磷化工行业全球供需关系稳定, 我们判断磷化工行业盈利处于周期性底部, 并将持续。虽然国内外通过收税等手段来影响国内磷化工企业盈利, 但是我们判断这些措施对处于周期性底部的磷化工行业盈利较小, 将会延长未来磷化工行业的复苏进程。
- 2010 年公司业绩增长主要来自于磷化工产品价格恢复。我们测算, 2010 年 H1 磷矿石 (30% 翁福)、黄磷 (湖北)、五钠 (华北) 价格分别同比上涨 2.48%、15.38%、2.62%, 环比较 2009H2 分别上涨 7.91%、16.72%、10.13%。磷化工行业由 2009 年亏损恢复至微利水平。
- 2009 年以来国外纷纷对中国磷化工产品出口征收反倾销关税, 国家也对部分磷化工产品出口退税取消。磷化工主要产品五钠和六偏没有列入众多国家反倾销的范围, 因而对磷化工行业整体需求影响较小。受出口退税政策调整的影响, 公司预计 2010 年下半年减少营业利润 150 万元左右。
- 资源成就磷化工企业的未来, 公司通过收购大股东磷矿石资产, 产能、产量分别新增 74 万吨、65 万吨, 储量新增 1000 万吨。根据我们测算基本可以实现 6000 万元的税前利润, 预计增加 EPS0.12 元。2010 年我们预计该资产很难为公司贡献利润。
- 2010 年 6 月 27 日公司全资子公司保康楚烽化工有限责任公司发生一顶冒顶事故, 造成 3 人死亡。目前楚烽磷矿已停产, 进行整顿。楚烽磷矿是公司的主力矿山, 年产 100 万吨磷矿石, 占公司产能的 50%, 也是公司主要的利润来源。根据我们了解, 该矿山停产整顿时间不会太长。
- 我们继续维持公司“增持”评级。看好磷化工行业的发展前景。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3044.4	849.8	4344	4495	4588
(+/-%)	13.8	58.4	43	2	2
归属母公司净利润(百万元)	138.9	32.2	235	317	365
(+/-%)	-52.9	64.5	69	35	15
EPS(元)	0.38	0.09	0.64	0.87	1.00
P/E(倍)	32.7	31.3	20.3	14.9	13.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

磷化工行业全球供需关系稳定，我们判断磷化工行业盈利处于周期性底部，并将持续。虽然国内外通过收税等手段来影响国内磷化工企业盈利，但是我们判断这些措施对处于周期性底部的磷化工行业盈利较小，将会延长未来磷化工行业的复苏进程。

国内磷化工产品价格恢复

2010 年国内主要磷化工产品价格都出现了同比和环比的恢复，磷化工行业由 2009 年亏损恢复至微利水平。我们判断 2010 年磷化工价格的上涨是一种行业盈利从亏损向微利的自然恢复。

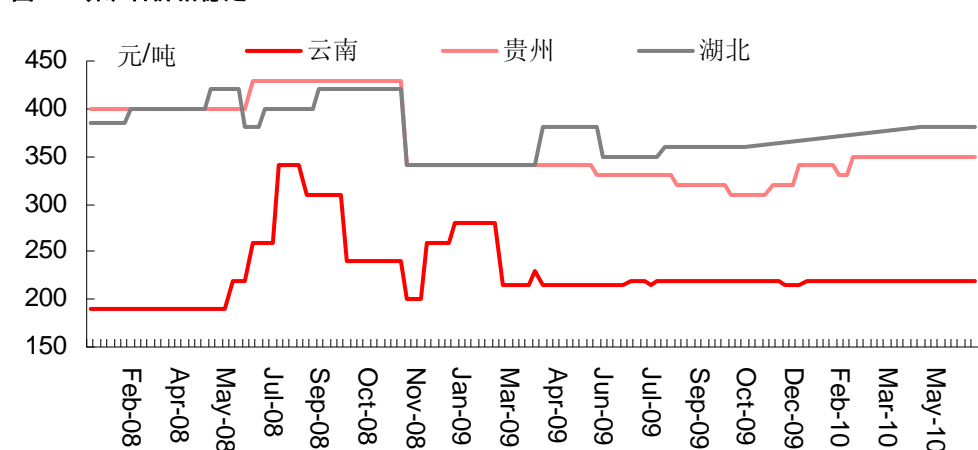
磷化工产品价格具有典型的季节性。2010 年 Q2 黄磷湖北地区的均价达到 13850 元/吨，同比增长 10% 左右。2010 年 H1 磷矿石（30% 翁福）、黄磷（湖北）、五钠（华北）价格分别同比上涨 2.48%、15.38%、2.62%，环比较 2009H2 分别上涨 7.91%、16.72%、10.13%。

表 1、磷化工产品价格恢复

	2010H1	2009H1	2009H2	2010H1	2010H1
				同比	环比
磷矿石-翁福 30%	346.5	338.1	321.1	2.48%	7.91%
黄磷-湖北	15092	13080	12930	15.38%	16.72%
五钠-华北	5209	5076	4730	2.62%	10.13%

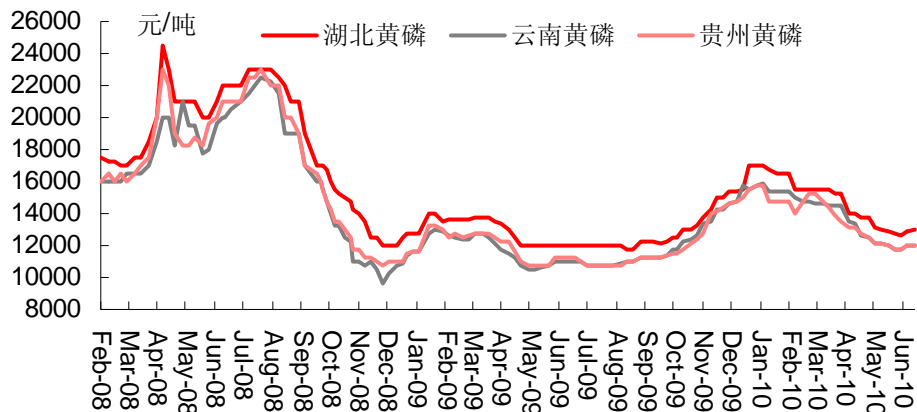
资料来源：中华商务网

图 1、磷矿石价格稳定



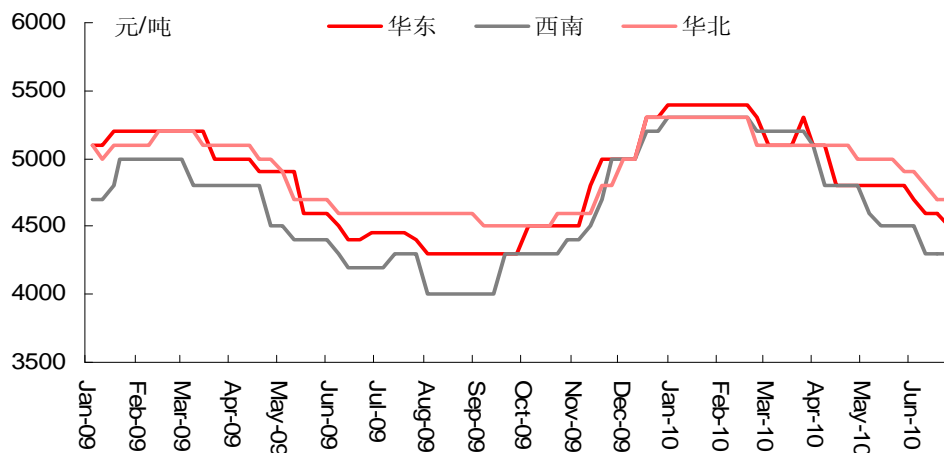
资料来源：中华商务网

图 2、6 月末黄磷价格小幅上涨



资料来源：中华商务网

图 3、三聚磷酸钠价格稍有回落



资料来源：中华商务网

国内外磷化工行业的相关政策变化

中国取消出口退税

财政部、国税总局 2010 年 6 月 22 日通知，自 2010 年 7 月 15 日起将取消部分化工产品出口退税，涉及兴发出口的次磷酸钠、单氟磷酸钠、工业级六偏磷酸钠、酸式焦磷酸钠等产品。公司公告，经财务部门测算，受本次退税调整影响，预计公司 2010 年下半年减少营业利润 150 万元左右。

印度反倾销

5 月 21 日，印度对原产于中国的三聚磷酸钠做出反倾销初裁，对不同企业征收从 0.294-0.671 美元/千克不等的关税，增加中国出口企业成本 2000-4600 元/吨。

兴发集团公告：出口印度的三聚磷酸钠占公司 09 年 30 亿销售收入比重不到 2%，本次印度反倾销初裁对公司生产经营造成的影响较小。

此次反倾销将使国内五钠需求量降低：中国 09 年五钠产量为 108.12 万吨，一半以上（55.82 万吨）用于出口，印度是中国最大的三聚磷酸钠出口国，2009 年为 5.65 万吨，占中国出口总量的 10%。

美国反补贴

2010 年 3 月 2 日，美国商务部对我国的部分磷酸盐产品做出了初裁决定，征收 109% 的反补贴关税，产品为焦磷酸钾、磷酸二氢钾和磷酸氢二钾。

这三种产品不是主要的磷酸盐品种，美国国际贸易委员会已经在 2009 年 11 月 6 日对需求量最大的三磷酸钠（即五钠）作出了否定性判断，我们判断此次几种磷酸盐反补贴关税增加后对我国磷酸盐产品出口影响较小。

磷矿石规模继续增加

公司以挂牌底价 8107.56 万元价格受让控股股东宜昌兴发集团有限责任公司（以下简称“宜昌兴发”）所持树空坪公司全部股权。至此，公司矿石可采储量达到 1.39 亿吨，产量可以达到 235 万吨。

表 2、收购矿山资产

时间	矿山	方式	储量 (万吨)	产量 (万吨)	金额 (万元)
原有	瓦屋		5000	50	
2006	保康楚烽化工	收购 70% 股权	7300	100	5030
2006	神农架武山磷矿	收购 70% 股权	600	20	3504
2010	树空坪	100% 股权	1006	65	8107
	葛坪磷矿		340	20	1702
	申家山磷矿		352	25	1544
	蒋家湾磷矿		314	20	1676
合计			13906	235	

资料来源：公司公告，联合证券研究所统计

注：黄色部分为资产评估值，最后树空坪公司股权实际成交值为 8107 万元，相当于溢价 65%

主要盈利预测

表 3、主要盈利预测

		2010E	2011E	2012E
收入	万元	434427.35	449477.35	458810.68
成本	万元	370222.05	375022.05	378222.05
毛利率		15%	17%	18%
磷矿石		2010E	2011E	2012E
收入	万元	37333.33	51333.33	60666.67
成本	万元	12800.00	17600.00	20800.00
销量	万吨	160.00	220.00	260.00
单价	元/吨	233.33	233.33	233.33
毛利率		66%	66%	66%
电力				
收入	万元	20512.82	20512.82	20512.82

成本	万元	9600.00	9600.00	9600.00
销量	亿度	4.80	4.80	4.80
单价	元/度	0.43	0.43	0.43
毛利率		53%	53%	53%
黄磷				
收入	万元	83760.68	83760.68	83760.68
成本	万元	72231.03	72231.03	72231.03
销量	万吨	7.00	7.00	7.00
单价	万元	1.20	1.20	1.20
毛利率		14%	14%	14%
二甲基亚砷				
收入	万元	14102.56	14102.56	14102.56
成本	万元	11282.05	11282.05	11282.05
销量	万吨	1.50	1.50	1.50
单价	万元/吨	0.94	0.94	0.94
毛利率		20%	20%	20%
五钠				
收入	万元	110769.23	110769.23	110769.23
成本	万元	100717.95	100717.95	100717.95
销量	万吨	24.00	24.00	24.00
单价	元/吨	4615.38	4615.38	4615.38
毛利率		9%	9%	9%
六偏				
收入	万元	17948.72	18998.72	18998.72
成本	万元	16091.03	16091.03	16091.03
销量	万吨	3.50	3.50	3.50
单价	元	5128.21	5428.21	5428.21
毛利率		10%	15%	15%
贸易				
收入	亿元	15.00	15.00	15.00
成本	亿元	14.75	14.75	14.75

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	754	996	1355	1453
现金	148	308	647	732
应收账款	180	247	255	260
其他应收款	9	29	24	24
预付账款	35	37	38	38
存货	351	367	371	374
其他流动资产	32	9	19	24
非流动资产	2886	3082	3274	3550
长期投资	370	370	370	370
固定资产	1963	2207	2417	2702
无形资产	259	259	259	259
其他非流动资产	294	246	228	218
资产总计	3640	4078	4629	5003
流动负债	973	841	973	882
短期借款	454	300	300	300
应付账款	257	301	291	300
其他流动负债	262	239	382	282
非流动负债	1385	1453	1553	1653
长期借款	1353	1453	1553	1653
其他非流动负债	32	0	0	0
负债合计	2358	2293	2526	2535
少数股东权益	35	35	36	37
股本	302	365	365	365
资本公积	379	615	615	615
留存收益	550	769	1086	1450
归属母公司股东权益	1246	1749	2066	2430
负债和股东权益	3640	4078	4629	5003

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	359	354	637	482
净利润	140	235	318	365
折旧摊销	114	94	108	124
财务费用	98	131	123	122
投资损失	-23	-25	-25	-25
营运资金变动	22	-91	112	-105
其他经营现金流	8	10	1	1
投资活动现金流	-621	-275	-275	-375
资本支出	457	300	300	400
长期投资	-195	0	0	0
其他投资现金流	-358	25	25	25
筹资活动现金流	310	81	-23	-22
短期借款	304	-154	0	0
长期借款	389	100	100	100
普通股增加	50	63	0	0
资本公积增加	-10	235	0	0
其他筹资现金流	-423	-163	-123	-122
现金净增加额	49	160	339	85

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3044	4344	4495	4588
营业成本	2594	3702	3750	3782
营业税金及附加	35	50	52	53
营业费用	111	109	112	115
管理费用	82	91	94	96
财务费用	98	131	123	122
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	25	25	25
营业利润	146	286	388	445
营业外收入	24	0	0	0
营业外支出	11	0	0	0
利润总额	159	286	388	445
所得税	19	51	70	80
净利润	140	235	318	365
少数股东损益	1	0	1	1
归属母公司净利润	139	235	317	364
EBITDA	358	511	619	691
EPS (元)	0.46	0.64	0.87	1.00

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.8%	42.7%	3.5%	2.1%
营业利润	-65.2%	96.0%	35.7%	14.7%
归属于母公司净利润	-52.9%	68.8%	35.3%	14.7%
获利能力				
毛利率(%)	14.8%	14.8%	16.6%	17.6%
净利率(%)	4.6%	5.4%	7.1%	7.9%
ROE(%)	11.1%	13.4%	15.4%	15.0%
ROIC(%)	8.2%	11.8%	14.1%	13.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.8%	56.2%	54.6%	50.7%
净负债比率(%)	77.87%	77.71%	74.51%	78.19%
流动比率	0.77	1.18	1.39	1.65
速动比率	0.41	0.74	1.01	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.13	1.03	0.95
应收账款周转率	15	19	16	16
应付账款周转率	12.06	13.26	12.66	12.80
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.64	0.87	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.97	1.74	1.32
每股净资产(最新摊薄)	3.41	4.79	5.65	6.65
估值比率				
P/E	34.21	20.26	14.98	13.06
P/B	3.81	2.72	2.30	1.96
EV/EBITDA	17	12	10	9

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhq.com