

## 兴发集团 (600141)

## 中报业绩好于预期

## 增持/ 维持评级

股价: RMB14.47

## 分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160  
+755-82493656 xiaohui@lhzq.com

## 联系人

赵森

zhaosen@lhzq.com

- 公司 2010H1 归属于上市公司股东净利润 9240 万元, 扣非之后净利润达到 9687 万元, 同比分别增长 51%、77%, 摊薄之后实现 EPS0.26 元, ROE 由 2009H1 的 4.71% 提升至 6.79%, 好于市场预期, 也体现了磷矿石资源企业的业绩稳定性。
- 2010H1 公司业绩增长中 80% 来自于磷化工盈利能力提高, 15% 来自于贸易盈利增加。化工业务 (扣除贸易)、贸易毛利率分别由 2009H1 22.5%、1.71% 提高至 30.8%、1.92%。
- 化工业务中, 磷矿石、磷酸盐盈利提高对业绩增长的贡献度分别为 55% 和 45%。矿石毛利率由 2009H1 的 49.6% 提高至 66.1%, 我们测算高品位矿石销量增加提高毛利率 15 个百分点。磷酸盐毛利率由 2009H1 的 17.9% 提高至 23.8%, 我们判断高附加产品增加提高毛利率 2 个百分点。
- 非经常性损益中, 公司非流动资产损益增加 1400 万元, 主要来自于 3000 吨以下黄磷装置淘汰固定资产损失 1600 万元。同一控制下企业合并产生的子公司 (收购的树空坪公司) 期初至合并日的当期净损益 915 万元, 主要来自于收购磷矿石的盈利贡献。
- 公司经营性净现金流量由 2009H1 的 1.09 亿元, 下降至 3400 万元, 主要来自于应收账款增加 2.09 亿元, 体现为贸易规模增加带来的流动资金周转率下降。
- 公司同时公告投资建设 60 万吨/年磷铵装置; 80 万吨/年硫磺制酸装置; 30 万吨/年湿法磷酸装置, 总投资 15.6 亿元, 预计收入 14.6 亿元, 利润总额 2.4 亿元。向下游磷肥产业链延伸是公司发展的必然, 我们预计公司可能会在 2011 年下半年有再融资需求。
- 2010 年磷化工行业由 2009 年亏损恢复至微利水平, 我们预计 2010 年下半年国内磷矿石仍有 5-10 元/吨的上涨空间。当前全球磷肥整体库存处于过去 5 年平均水平, 中长期精细磷化工行业集中度逐渐提高, 资源价值逐渐体现。继续维持公司 “增持” 评级。

## 相关研究

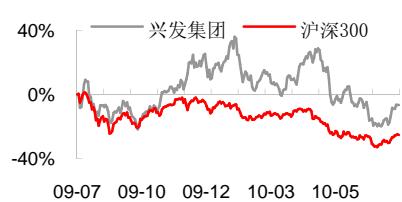
《公司研究-兴发集团-磷化工行业处于盈利周期底部》20100713

## 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)	5032

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3044.4	2121.4	4344.3	4494.8	4588.1
(+/-%)	13.8	50.9	42.7	3.5	2.1
归属母公司净利润(百万元)	138.9	92.4	234.5	317.2	363.9
(+/-%)	-52.9	40.9	68.8	35.3	14.7
EPS(元)	0.38	0.25	0.64	0.87	1.00
P/E(倍)	38.1	57.2	20.3	15.0	13.1

## 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

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 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。

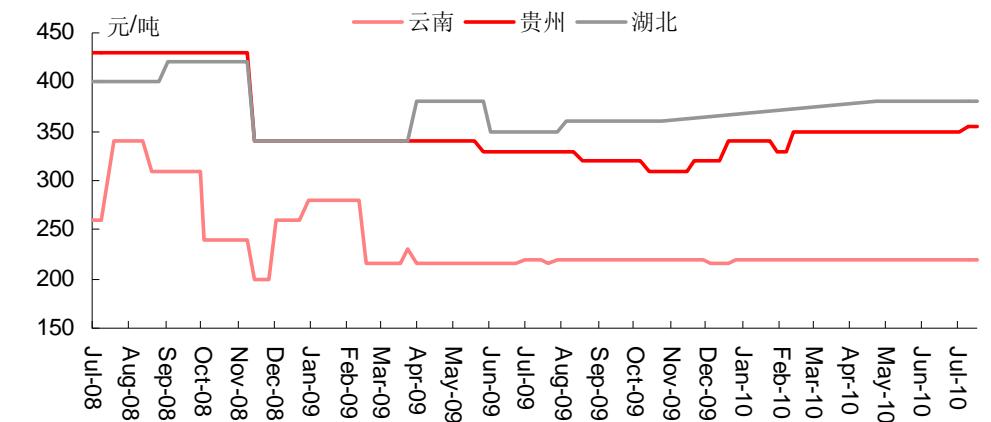
磷化工产品价格具有典型的季节性。2010年Q2黄磷湖北地区的均价达到13850元/吨，同比增长10%左右。2010年H1磷矿石（30%翁福）、黄磷（湖北）、五钠（华北）价格分别同比上涨2.48%、15.38%、2.62%，环比2009H2分别上涨7.91%、16.72%、10.13%。

**表1、磷化工产品价格恢复**

	2010H1	2009H1	2009H2	2010H1 同比	2010H1 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%

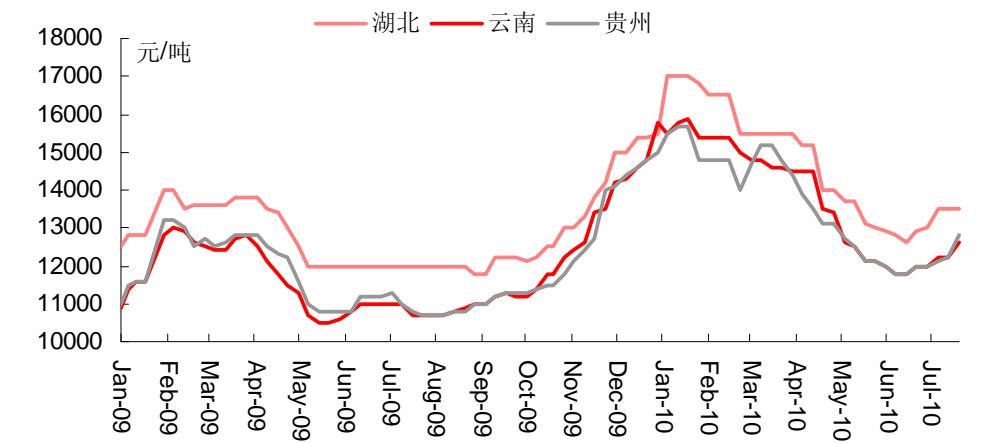
资料来源：中华商务网

**图1、磷矿石价格小涨**

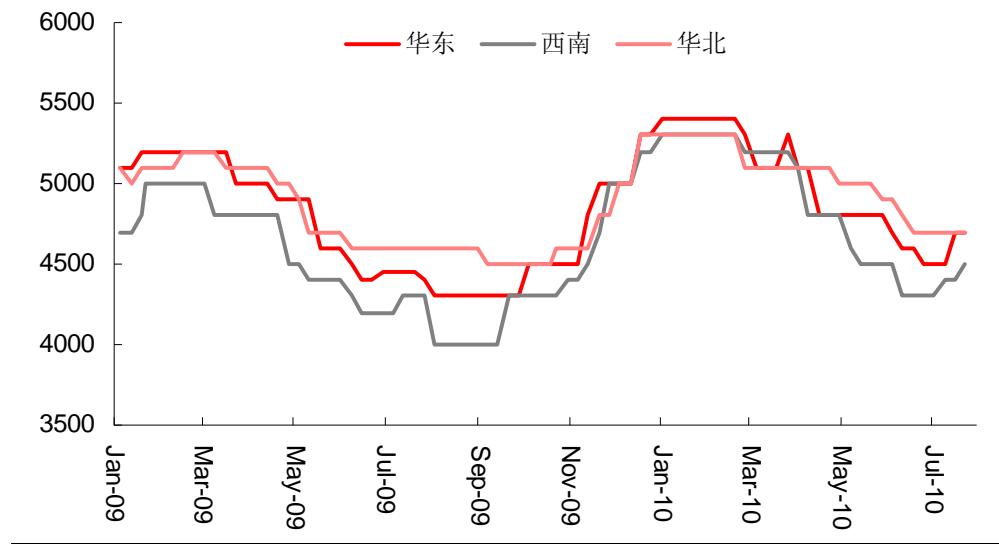


资料来源：中华商务网

**图2、6月末黄磷价格丰水期上涨**



资料来源：中华商务网

**图 3、三聚磷酸钠价格**


资料来源：中华商务网

### 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**

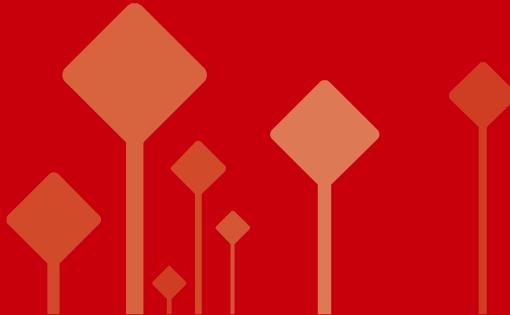
		2010E	2011E	2012E
收入	万元	434427.35	449477.35	458810.68
成本	万元	370222.05	375022.05	378222.05
毛利率		15%	17%	18%
<b>磷矿石</b>		2010E	2011E	2012E
收入	万元	37333.33	51333.33	60666.67
成本	万元	12800.00	17600.00	20800.00
销量	万吨	160.00	220.00	260.00
单价	元/吨	233.33	233.33	233.33
毛利率		66%	66%	66%
<b>电力</b>				
收入	万元	20512.82	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%
<b>黄磷</b>				
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%
<b>二甲基亚砜</b>				
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%
<b>五钠</b>				
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%
<b>六偏</b>				
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%
<b>贸易</b>				
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				利润表				单位: 百万元	
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	754	996	1355	1453	营业收入	3044	4344	4495	4588
现金	148	308	647	732	营业成本	2594	3702	3750	3782
应收账款	180	247	255	260	营业税金及附加	35	50	52	53
其他应收款	9	29	24	24	营业费用	111	109	112	115
预付账款	35	37	38	38	管理费用	82	91	94	96
存货	351	367	371	374	财务费用	98	131	123	122
其他流动资产	32	9	19	24	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	2886	3082	3274	3550	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	370	370	370	370	投资净收益	23	25	25	25
固定资产	1963	2207	2417	2702	营业利润	146	286	388	445
无形资产	259	259	259	259	营业外收入	24	0	0	0
其他非流动资产	294	246	228	218	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	3640	4078	4629	5003	利润总额	159	286	388	445
流动负债	973	841	973	882	所得税	19	51	70	80
短期借款	454	300	300	300	净利润	140	235	318	365
应付账款	257	301	291	300	少数股东损益	1	0	1	1
其他流动负债	262	239	382	282	归属母公司净利润	139	235	317	364
非流动负债	1385	1453	1553	1653	EBITDA	358	511	619	691
长期借款	1353	1453	1553	1653	EPS (元)	0.46	0.64	0.87	1.00
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					主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	359	354	637	482	成长能力				
净利润	140	235	318	365	营业收入	13.8%	42.7%	3.5%	2.1%
折旧摊销	114	94	108	124	营业利润	-65.2%	96.0%	35.7%	14.7%
财务费用	98	131	123	122	归属母公司净利润	-52.9%	68.8%	35.3%	14.7%
投资损失	-23	-25	-25	-25	盈利能力				
营运资金变动	22	-91	112	-105	毛利率 (%)	14.8%	14.8%	16.6%	17.6%
其他经营现金流	8	10	1	1	净利率 (%)	4.6%	5.4%	7.1%	7.9%
投资活动现金流	-621	-275	-275	-375	ROE (%)	11.1%	13.4%	15.4%	15.0%
资本支出	457	300	300	400	ROIC (%)	8.2%	11.8%	14.1%	13.9%
长期投资	-195	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-358	25	25	25	资产负债率 (%)	64.8%	56.2%	54.6%	50.7%
筹资活动现金流	310	81	-23	-22	净负债比率 (%)	77.87%	77.71%	74.51%	78.19%
短期借款	304	-154	0	0	流动比率	0.77	1.18	1.39	1.65
长期借款	389	100	100	100	速动比率	0.41	0.74	1.01	1.22
普通股增加	50	63	0	0	营运能力				
资本公积增加	-10	235	0	0	总资产周转率	0.91	1.13	1.03	0.95
其他筹资现金流	-423	-163	-123	-122	应收账款周转率	15	19	16	16
现金净增加额	49	160	339	85	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

#### 免责申明

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@lhzq.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@lhzq.com