

评级：强烈推荐

基础化工

公司研究报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电 话：0755-82485029

 邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

| | |
|---------------|------------|
| 52 周内股价区间 (元) | 12.1-28.05 |
| 总市值 (百万元) | 9,034.67 |
| 流通股本 (百万股) | 347.76 |
| 流通股比率 (%) | 95.2% |

资产负债表摘要(09/10)

| | |
|-----------|----------|
| 股东权益(百万元) | 1,643.10 |
| 每股净资产 | 4.63 |
| 市净率 | 5.34 |
| 资产负债率 | 68.2% |

最近 52 周股价表现



相关报告

兴发集团 (600141)

—业绩符合预期, 11 年值得期待

事件：全年实现销售收入 46.78 亿元，同比增长 49.82%，完成年计划的 107.24%；净利润 1.87 亿元，同比增长 28.82%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益 2.14 亿元，同比增长 67%；2010 年实现 EPS0.51 元，同比增长 23.45%。公司拟以 2010 年 12 月 31 日的总股本为基数，以每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。

点评

- **业绩基本符合预期。**公司 10 年实现 EPS0.51 元，与我们前期预测的 0.52 元基本相当。公司业绩较 09 年大幅增长的主要原因是公司主营产品毛利率同比都有较大幅度上涨，其中磷矿石 10 年受价格上涨影响，毛利率有 09 年的 62.96%提升至 10 年的 73.6%，同比增长了 14%；磷酸的毛利率由 09 年的 16.86%增长到了 10 年的 18.37%，同比增加了 10.65%，工业贸易也由 09 年的 1.31%提高到 10 年的 2.56，同比增长 141.58%。
- **公司拥有矿磷电一体化成本优势，磷矿石业绩弹性最大。**公司目前拥有 1.5 亿吨的磷矿石储量，保守估计，11 年磷矿石开采能力较 10 年能提高 40 万吨至 200 万吨，12 年有望突破 300 万吨；公司拥有 4.2 亿度发电能力，自给率可达到 50%，11 年仍有一定提升空间，不过要根据天气情况；公司拥有 7.5 万吨黄磷生产能力，生产成本在 1 万元/吨左右，较市场水平低 2000 元/吨。按照 200 万吨的磷矿石产能计算，磷矿石每上涨 100 元，增厚公司 EPS0.55 元，在拥有磷矿资源的上市公司中业绩弹性最大。
- **受益产业政策，60 万吨磷肥项目值得期待。**2011 年 3 月 25 号，工信部在网站公布了《磷铵生产准入条件(征求意见稿)》，提高了湿法磷酸制磷酸一铵和磷酸二铵的准入条件，为未来磷肥价格上涨提供了政策支持。公司 60 万吨磷肥项目恰逢其时，预计 11 年底投产，12 年将为公司 30000 亿元左右的利润，增厚 EPS0.46 元左右。
- **公司调整产品结构，进军精细磷化工领域。**公司目前的主营产品为磷矿石、黄磷、磷酸以及磷酸盐等初级产品，随着原料和人力成本的大幅提升，公公司开始调整产品结构，1 万吨的电子级磷酸进展顺利，目前已经调试成功，售价在 1.6 万元/吨上下，而成本只有 1 万元左右，11 年产量在 6000 吨左右，有



机磷阻燃剂 500 吨、特种磷酸盐 5000 吨，公司并打算和国际先进企业合作进一步开发林精细化工产品。

- **维持“强烈推荐”评级。**预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.82 元、1.29 元、1.61 元，按照最新股价 24.72 元，对应的 PE 分别为 30 倍、19 倍、15 倍，给与“强烈推荐”评级。

表1、公司主要财务指标

| 单位：万元 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 304,439 | 467,804 | 565,108 | 796,802 | 996,002 |
| 同比 (%) | 13.8% | 53.7% | 20.8% | 41.0% | 25.0% |
| 营业毛利 | 45,023 | 71,280 | 89,465 | 126,146 | 157,682 |
| 同比 (%) | -40.1% | 58.3% | 25.5% | 41.0% | 25.0% |
| 归属母公司净利润 | 13,890 | 18,329 | 30,026 | 47,049 | 61,790 |
| 同比 (%) | -52.9% | 32.0% | 63.8% | 56.7% | 31.3% |
| 总股本 (万股) | 36,548.0 | 36,548.0 | 36,548.0 | 36,548.0 | 36,548.0 |
| 每股收益 (元) | 0.38 | 0.50 | 0.82 | 1.29 | 1.69 |
| ROE | 11.1% | 10.8% | 15.1% | 19.1% | 20.1% |
| P/E (倍) | 65.0 | 49.3 | 30.1 | 19.2 | 14.6 |

数据来源：第一创业研究所

资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1,228.8 | 1,815.2 | 2,703.5 | 3,704.4 |
| 货币资金 | 183.4 | 310.0 | 569.5 | 1,038.6 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收款项 | 431.5 | 585.4 | 836.0 | 1,044.8 |
| 预付款项 | 142.9 | 191.9 | 276.9 | 347.4 |
| 存货 | 459.2 | 715.9 | 1,009.3 | 1,261.8 |
| 其他流动资产 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 |
| 非流动资产 | 4,962.8 | 4,786.2 | 4,609.5 | 4,432.8 |
| 股权投资 | 194.1 | 194.1 | 194.1 | 194.1 |
| 债权与公允价值资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 3,326.9 | 3,121.4 | 2,915.8 | 2,710.3 |
| 在建工程 | 888.2 | 917.1 | 945.9 | 974.8 |
| 油气和生物性资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 无形及递延性资产 | 538.3 | 538.3 | 538.3 | 538.3 |
| 其它非流动资产 | 15.3 | 15.3 | 15.3 | 15.3 |
| 资产总计 | 6,191.6 | 6,601.3 | 7,313.0 | 8,137.2 |
| 流动负债 | 1,133.0 | 1,226.1 | 1,450.9 | 1,640.8 |
| 短期借款 | 574.5 | 574.5 | 574.5 | 574.5 |
| 应付账款 | 351.9 | 440.3 | 624.4 | 781.1 |
| 预收帐款 | 116.6 | 130.4 | 181.9 | 227.1 |
| 其它流动负债 | 90.1 | 80.9 | 70.1 | 58.1 |
| 非流动负债 | 3,089.0 | 3,089.0 | 3,089.0 | 3,089.0 |
| 长期借款 | 2,896.2 | 2,896.2 | 2,896.2 | 2,896.2 |
| 专项及预计负债 | 15.2 | 15.2 | 15.2 | 15.2 |
| 其它非流动负债 | 177.7 | 177.7 | 177.7 | 177.7 |
| 负债合计 | 4,222.0 | 4,315.1 | 4,539.9 | 4,729.8 |
| 少数股东权益 | 277.4 | 293.8 | 310.2 | 326.6 |
| 股本 | 365.5 | 365.5 | 365.5 | 365.5 |
| 资本公积与其它 | 740.5 | 740.5 | 740.5 | 740.5 |
| 留存收益 | 586.2 | 886.5 | 1,356.9 | 1,974.8 |
| 股东权益合计 | 1,692.1 | 1,992.4 | 2,462.9 | 3,080.8 |
| 负债和股东权益 | 6,191.6 | 6,601.3 | 7,313.0 | 8,137.2 |

现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 385.9 | 82.2 | 206.7 | 410.7 |
| 净利润 | 187.3 | 316.7 | 486.9 | 634.3 |
| 折旧摊销 | 159.1 | 209.9 | 212.0 | 211.0 |
| 财务费用 | 123.5 | -23.1 | -27.3 | -32.9 |
| 投资损失 | -17.3 | -54.3 | -54.3 | -54.3 |
| 营运资金变动 | -129.4 | -367.0 | -410.6 | -347.3 |
| 其它变动 | 62.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资活动现金流 | -873.1 | 25.5 | 25.5 | 25.5 |
| 资本支出 | -1,098.5 | -28.9 | -28.9 | -28.9 |
| 长期投资 | -70.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其它变动 | 296.2 | 54.3 | 54.3 | 54.3 |
| 筹资活动现金流 | 532.8 | 19.0 | 27.3 | 32.9 |
| 债务融资 | 384.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 权益融资 | 322.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其它变动 | -174.7 | 19.0 | 27.3 | 32.9 |
| 汇率变动影响 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 现金净增加额 | 45.4 | 126.7 | 259.4 | 469.1 |

利润表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 一、营业收入 | 4,678.0 | 5,651.1 | 7,968.0 | 9,960.0 |
| 减: 营业成本 | 3,965.2 | 4,756.4 | 6,706.6 | 8,383.2 |
| 营业税金及附加 | 61.2 | 80.4 | 113.4 | 141.7 |
| 销售费用 | 125.3 | 208.1 | 293.4 | 366.7 |
| 管理费用 | 106.3 | 122.2 | 147.3 | 165.7 |
| 财务费用 | 139.8 | -23.1 | -27.3 | -32.9 |
| 资产减值损失 | 10.3 | 4.4 | 6.5 | 5.4 |
| 加: 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资收益 | 17.3 | 54.3 | 54.3 | 54.3 |
| 其中: 联营企业收益 | 17.3 | 54.3 | 54.3 | 54.3 |
| 二、营业利润 | 287.1 | 557.0 | 782.5 | 984.5 |
| 加: 营业外收入 | 21.8 | 22.5 | 23.1 | 23.8 |
| 减: 营业外支出 | 70.3 | 206.9 | 232.9 | 262.1 |
| 三、利润总额 | 238.6 | 372.5 | 572.8 | 746.2 |
| 减: 所得税费用 | 51.3 | 55.9 | 85.9 | 111.9 |
| 四、净利润 | 187.3 | 316.7 | 486.9 | 634.3 |
| 归属母公司净利润 | 183.3 | 300.3 | 470.5 | 617.9 |
| 少数股东损益 | 4.0 | 16.4 | 16.4 | 16.4 |
| 五、总股本(百万股) | 365.5 | 365.5 | 365.5 | 365.5 |
| EPS (元) | 0.50 | 0.82 | 1.29 | 1.69 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 53.7% | 20.8% | 41.0% | 25.0% |
| 营业毛利 | 58.3% | 25.5% | 41.0% | 25.0% |
| 主业盈利 | 89.1% | 15.2% | 46.2% | 27.6% |
| 母公司净利 | 32.0% | 63.8% | 56.7% | 31.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 15.2% | 15.8% | 15.8% | 15.8% |
| 主业盈利/收入 | 9.0% | 8.6% | 8.9% | 9.1% |
| ROS | 4.0% | 5.6% | 6.1% | 6.4% |
| ROE | 10.8% | 15.1% | 19.1% | 20.1% |
| ROIC | 3.6% | 5.8% | 8.2% | 9.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 68.2% | 65.4% | 62.1% | 58.1% |
| 利息保障倍数 | 1.3 | -13.7 | -17.9 | -19.3 |
| 速动比率 | 0.67 | 0.89 | 1.16 | 1.48 |
| 经营现金净额/当期债务 | 0.67 | 0.14 | 0.36 | 0.71 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.76 | 0.86 | 1.09 | 1.22 |
| 应收款天数 | 33.21 | 37.29 | 37.77 | 37.76 |
| 存货天数 | 41.69 | 54.19 | 54.18 | 54.19 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 主业盈利/股本 | 1.15 | 1.32 | 1.94 | 2.47 |
| 每股经营现金流 | 1.06 | 0.22 | 0.57 | 1.12 |
| 每股净资产 | 3.87 | 4.65 | 5.89 | 7.54 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 49.29 | 30.09 | 19.20 | 14.62 |
| P/B | 6.39 | 5.32 | 4.20 | 3.28 |
| P/S | 1.93 | 1.60 | 1.13 | 0.91 |
| EV/EBITDA | 21.39 | 17.68 | 13.08 | 10.39 |

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,否则后果自负。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120