



中国：化工

兴发集团公布业绩预增公告，2008 年业绩预增 200%，低于我们的预期

中金公司研究部

分析员：时雪松 shixs@cicc.com.cn

电话：86-21-5879 6226

..... 2009 年 1 月 15 日

事件：

兴发集团发布业绩预增公告。经公司财务部门初步测算，预计公司 2008 年度归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比上升 200%以上。2007 年的净利润为 76,211,286.69 元（扣除非经常性损益的净利润：59,875,504.38 元）。业绩预增的主要原因是：（1）2008 年前三季度磷化工市场行情十分景气，公司黄磷等主导产品产量、销量同比都有一定程度上升，产品价格同比大幅上涨，为全年业绩的大幅增长奠定了良好基础；（2）对联营公司和参股公司的股权投资收益同比大幅上涨；（3）新企业所得税法实施，企业所得税税率下降。

分析和评论：

四季度基本未实现盈利，导致全年业绩低于市场预期。

由于四季度黄磷以及下游磷化工产品价格大幅度下跌，对公司的销售收入影响较大；加上参股公司投资收益减少，而前期纯碱、焦炭等原材料成本均在高位，公司四季度基本处于不盈利状态。因此 2008 年全年的实际业绩低于此前的市场预期。

需求依旧低迷，盈利难有大幅回升

目前由于云贵地区大量水电黄磷装置的停产，库存逐渐消化，随着春节前集中采购的开始，国内黄磷价格开始有所回升，贵州地区黄磷价格回升 500 元/吨到 12000 元/吨，磷酸价格也普遍上调了 100 元至 4200 元/吨左右，但总体下游需求萎缩，我们判断春节后产品价格仍有小幅回升的可能，但由于行业开工率很低，只要达到盈利状态，生产企业将纷纷复工，产品价格的下行压力将再次显现，企业盈利很难大幅度改善。

具有相对防御性，下调盈利预测，维持“审慎推荐”评级

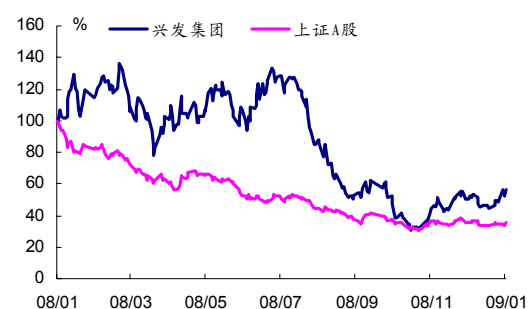
兴发集团具有磷矿石资源和水电成本优势，具有相对的防御性，但由于近期股价已经有所反弹，目前并没有明显的估值优势。考虑到磷化行业未来两年需求难以大幅度改善，我们下调 08 至 10 年盈利预测至 1.05 元，0.70 元和 0.96 元，下调幅度分别为 19.3%，28.3%和 19.5%，维持“审慎推荐”评级。



表 1: 主要财务指标及近期股价表现

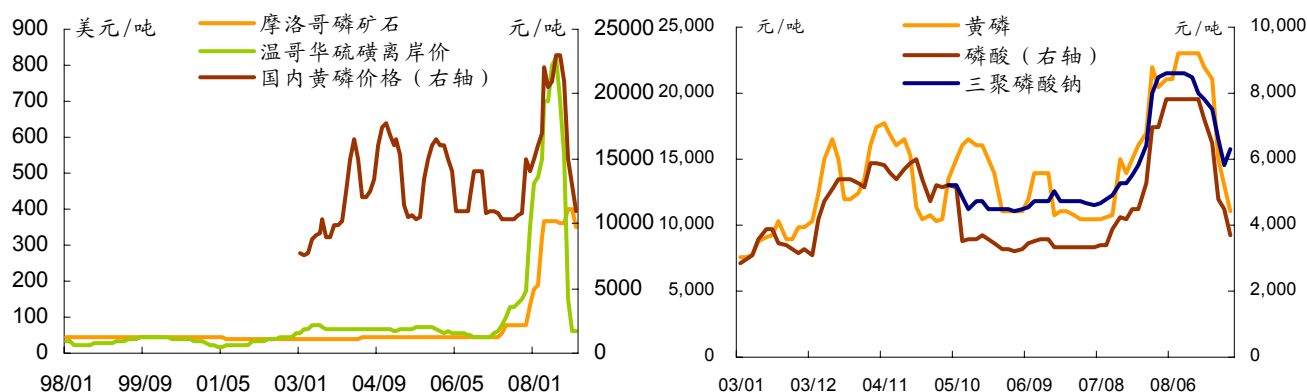
(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,472	1,711	2,926	3,027	3,408
(+/-)	22%	16%	71%	3%	13%
主营业务利润	277	328	633	545	658
(+/-)	16%	18%	93%	-14%	21%
净利润	42	76	265	176	243
(+/-)	26%	82%	248%	-34%	38%
摊薄后EPS (元)	0.17	0.30	1.05	0.70	0.96
市盈率	74.2	40.8	11.7	17.7	12.8
市净率	3.5	3.0	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	15.5	15.3	8.6	9.6	7.7
净资产收益率	7.4%	9.0%	24.9%	14.6%	17.3%
ROCE	2.5%	4.5%	11.5%	6.1%	7.6%
现金分红收益率	0.1%	0.1%	0.1%	1.7%	1.1%
每股经营现金流(元)	1.52	1.69	1.83	2.05	2.37
股价/经营现金	8.12	7.30	6.74	6.02	5.20

A股
当前股价 人民币12.35
股票代码 600141.CH
日成交量(百万股) 19.93
52周最高价/最低价 人民币36.86/6.65
发行股数(百万股) 252
其中:流通股(百万股) 197
总市值(百万元) 3,112
主要股东(持股比例) 宜昌兴发集团有限责任公司(20.75%)



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 1: 国际国内磷产品价格走势



资料来源: 中国化工网、中金公司研究部



表 2：兴发集团盈利预测

	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务收入	2,926	2,926	0.0%	3,133	3,027	-3.4%	3,442	3,408	-1.0%
主营业务成本	2,195	2,278	3.8%	2,477	2,467	-0.4%	2,688	2,733	1.7%
主营业务利润	716	633	-11.6%	641	545	-15.0%	737	658	-10.7%
营业费用	167	167	0.0%	175	169	-3.4%	193	191	-1.0%
管理费用	76	76	0.0%	78	76	-3.4%	86	85	-1.0%
财务费用	94	95	1.3%	101	106	5.1%	105	114	8.1%
营业利润	380	295	-22.3%	286	194	-32.4%	374	289	-22.7%
利润总额	113	92	-18.7%	87	64	-26.7%	109	88	-19.5%
净利润	329	265	-19.3%	246	176	-28.3%	301	243	-19.5%
每股盈利 (元)	1.30	1.05	-19.3%	0.98	0.70	-28.3%	1.20	0.96	-19.5%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

附表 1、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2009-1-14	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国内化肥公司													
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	19.22	12.3	10.1	9.3	2.7	2.3	2.0	7.4	6.1	5.4
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	40.11	17.8	7.0	9.8	9.6	5.0	5.3	11.4	4.1	5.7
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.18	14.3	11.5	10.0	2.1	1.8	1.5	7.5	6.8	5.7
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	12.67	15.0	14.5	11.4	2.6	2.3	2.0	8.7	8.2	7.1
六国化工	600470 CH	CNY	中性	7.24	12.8	11.5	9.8	1.5	1.4	1.3	4.6	4.0	3.8
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	33.5	115.0	9.8	7.4	9.5	4.8	2.9	213.6	164.4	140.1
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	11.9	16.1	17.2	10.3	4.2	3.7	2.9	7.7	6.3	4.2
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	4	11.7	8.7	9.0	1.8	1.5	1.4	0.9	0.7	0.8
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	18.45	23.3	16.5	15.8	10.8	6.5	4.6	10.9	7.4	6.7
平均					26.5	11.9	10.3	5.0	3.3	2.7	30.3	23.1	19.9
中间值					15.0	11.5	9.8	2.7	2.3	2.0	7.7	6.3	5.7
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	12.04	11.7	13.8	10.8	3.6	2.8	2.2	8.3	9.3	7.2
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	38.04	6.3	14.8	12.2	3.7	3.1	2.6	4.5	8.7	7.0
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	8.46	22.9	29.8	18.8	1.4	1.3	1.2	8.2	7.4	6.2
三爱富	600636 CH	CNY	中性	4.27	9.2	13.8	10.7	0.8	0.7	0.7	2.3	2.9	2.5
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	4.32	14.8	18.4	18.8	1.2	1.1	1.1	6.3	6.3	6.3
山西三维	000755 CH	CNY	中性	5.85	18.1	17.6	14.0	1.2	1.2	1.1	8.8	8.3	7.7
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	6.6	15.9	26.2	13.4	1.2	1.1	1.1	7.6	8.3	6.3
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.17	10.9	16.4	13.3	2.8	2.5	2.1	6.4	8.1	7.6
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	12.35	11.7	17.7	12.8	2.9	2.6	2.2	7.9	8.3	6.4
云维股份	600725 CH	CNY	中性	11.8	11.9	28.6	19.0	1.9	1.8	1.7	6.3	8.0	6.5
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	13.04	48.2	59.7	29.7	13.8	3.2	2.9	42.4	20.5	9.6
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.543	14.0	17.4	8.6	4.0	0.9	0.9	19.1	10.5	7.6
平均					16.3	22.8	15.2	3.2	1.9	1.7	10.7	8.9	6.7
中间值					13.0	17.6	13.3	2.4	1.6	1.5	7.7	8.3	6.7

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



附表 2、国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
			2009-1-14	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	87.67	25.05	6.72	5.50	4.91	4.61	3.48	2.22	1.53	12.89	4.65	3.86	3.60	
Agrium	AGU CN	CAD	38.41	11.71	3.70	4.33	4.36	1.96	1.25	0.96	0.80	8.45	3.23	3.65	3.76	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	33.21	7.07	4.23	3.48	3.32	2.19	1.49	0.92	0.80	4.18	2.51	2.05	1.96	
Terra Industry	TRA US	USD	15.03	6.93	2.58	4.01	4.88	2.17	1.34	1.02	n.a.	2.35	1.36	2.52	4.25	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	102.54	9.41	n.a.	n.a.	n.a.	9.25	n.a.	n.a.	n.a.	7.87	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	1.81	60.16	3.35	3.01	1.69	19.51	2.80	1.31	0.89	10.15	2.56	1.86	1.30	
Yara	YAR NO	NOK	138.25	6.71	3.04	5.46	4.76	1.92	1.34	1.14	0.96	8.13	2.79	4.68	4.12	
K+S	SDF GR	EUR	37.95	n.m.	6.34	5.36	5.26	6.73	3.93	2.63	1.98	15.28	4.16	4.16	4.16	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	2660	16.51	3.82	3.99	2.98	4.93	3.20	2.52	2.07	3.46	3.98	4.15	3.11	
平均				17.94	4.22	4.39	4.02	5.92	2.36	1.59	1.29	8.08	3.15	3.37	3.28	
中间值				9.41	3.82	4.33	4.76	3.40	1.49	1.14	1.25	8.00	3.23	3.86	3.76	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	43.31	7.42	11.73	11.31	10.12	1.98	1.93	1.76	1.64	7.72	6.79	6.47	6.23	
BASF AG	BAS GR	EUR	24.18	5.81	6.19	8.67	8.37	1.21	1.19	1.19	1.15	3.30	3.47	4.21	4.09	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	15.11	4.99	5.63	7.33	6.55	0.73	0.73	0.72	0.69	4.07	4.24	4.59	4.47	
平均				6.07	7.85	9.10	8.35	1.31	1.29	1.22	1.16	5.03	4.83	5.09	4.93	
中间值				5.81	6.19	8.67	8.37	1.21	1.19	1.19	1.15	4.07	4.24	4.59	4.47	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2300	8.72	11.51	12.13	10.39	1.22	1.18	1.07	0.97	5.28	6.15	6.16	5.42	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	509	8.58	8.70	10.17	8.87	0.63	0.64	0.62	0.62	3.54	3.74	4.53	4.50	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	54.985	5.81	7.78	8.56	7.50	1.05	1.01	0.95	0.87	3.73	4.49	4.91	4.57	
3M Co.	MMM US	USD	55.04	9.66	10.64	11.77	12.02	3.32	3.21	2.86	2.66	6.58	6.30	6.98	7.24	
平均				8.19	9.66	10.66	9.69	1.55	1.51	1.37	1.28	4.78	5.17	5.64	5.43	
中间值				8.65	9.67	10.97	9.63	1.14	1.09	1.01	0.92	4.50	5.32	5.53	4.99	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	14.11	6.47	7.59	10.00	9.95	1.22	1.13	1.17	1.14	18.03	15.61	16.29	16.43	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4100	9.61	9.20	9.50	8.70	1.22	1.12	1.05	0.97	3.42	3.90	3.69	3.69	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	4.18	3.24	3.11	4.39	3.13	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.53	2.93	3.12	2.88	
Cabot Corp	CBT US	USD	14.65	7.11	11.49	6.57	6.03	0.80	0.68	0.63	n.a.	4.92	5.32	4.27	5.04	
平均				6.61	7.85	7.62	6.95	1.08	0.98	0.95	1.06	7.23	6.94	6.84	7.01	
中间值				6.79	8.40	8.04	7.36	1.22	1.12	1.05	1.06	4.17	4.61	3.98	4.37	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	5.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.39	0.84	7.75	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	289	8.97	9.13	11.99	13.07	0.44	0.44	0.44	0.43	5.15	5.66	6.11	6.38	
Sunoco Inc	SUN US	USD	40	5.38	6.91	11.39	9.56	1.86	1.51	1.41	1.29	3.66	3.73	5.22	4.42	
Ciba	CIBN VX	CHF	49.24	13.95	23.13	18.29	15.96	1.00	1.19	1.16	1.13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
平均				9.43	13.06	13.89	12.87	0.92	0.99	2.69	0.95	4.40	4.69	5.67	5.40	
中间值				8.97	9.13	11.99	13.07	0.72	1.01	1.29	1.13	4.40	4.69	5.67	5.40	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附表 3、国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	13.7	10.7	17.0	9.5	2.0	2.2	1.9	2.1	7.0	8.6	6.2	5.8
美国大宗化学品	5.5	8.7	13.9	10.2	1.1	1.0	0.9	0.7	4.6	4.5	5.0	4.5
欧洲化工	9.0	8.1	8.4	7.8	1.5	1.5	1.3	1.2	5.8	5.5	5.6	5.2
日本化工	11.3	16.3	13.2	11.2	0.8	0.8	0.8	0.8	4.1	4.8	5.0	4.7
亚太化工	7.4	9.0	10.4	10.5	1.0	1.2	1.1	1.1	11.1	7.8	9.5	10.4
平均	9.7	10.7	12.4	9.7	1.3	1.4	1.2	1.2	6.5	6.2	6.0	5.9
分类别估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化工	6.4	11.7	10.2	9.5	0.8	0.8	0.8	8.6	8.1	5.7	7.1	7.5
工业气体	9.3	11.0	9.3	8.3	1.3	1.4	1.2	10.8	7.3	7.7	6.4	5.8
大宗化学品	10.2	9.1	13.1	10.1	1.3	1.2	1.1	5.4	5.1	4.6	5.0	4.6
特殊化学品	11.6	11.2	14.4	9.6	1.6	1.8	1.6	8.1	6.3	7.1	5.9	5.7
平均	9.7	10.7	12.4	9.7	1.3	1.4	1.2	1.2	6.5	6.2	6.0	5.9
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	10.0	11.7	11.5	10.1	1.9	1.8	1.6	9.1	6.7	6.3	6.5	6.4
中盘公司	8.5	9.0	11.0	8.2	0.8	0.8	0.7	6.5	6.7	5.1	5.9	5.8
小盘公司	11.4	12.8	21.7	14.5	1.0	1.5	1.3	7.3	5.4	9.2	4.6	3.3
平均	9.7	10.7	12.4	9.7	1.3	1.4	1.2	1.2	6.5	6.2	6.0	5.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。