

兴发集团（600141）：磷化工景气下行，资源优势保障稳定盈利 增持（维持）

化工行业/磷化工

当前股价：14.03 元

报告日期：2009 年 3 月 2 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,711	2,676	2,414	2,744
(+/-)	16.2%	56.4%	-9.8%	13.6%
营业利润	110	419	255	333
(+/-)	58.7%	282.2%	-39.0%	30.3%
归属于母公司的净利润	77	295	189	237
(+/-)	81.1%	272.6%	-35.2%	25.0%
每股收益（元）	0.31	1.17	0.75	0.94
市盈率（倍）	46	12	19	15

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	25,200/19,680
流通市值（亿元）	27.61
每股净资产（元）	4.47
资产负债率（%）	61.12

股价表现（最近一年）



联系人—赵鹏程

021-58824282-834 zhaopc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 25.8 亿元，同比增长 56%；实现利润总额 3.73 亿元，同比增长 227%；实现归属上市公司股东净利润 2.95 亿元，同比增长 284%；摊薄 EPS 1.17 元；分配预案每 10 股转增 2 股派 2.5 元（含税）。
- 磷化工景气下行。**四季度受宏观经济影响，国内外磷化工产品需求迅速下降，公司经营环境迅速恶化，主营产品五钠、六偏价格大幅下跌 50%左右，销量分别下降 30%和 40%。当季度公司实现营业收入 5.49 亿元，同比增长 19.2%，环比下降 27.7%；当季公司综合毛利率 28.3%，同比提高 11.3 个百分点，环比下降 9.8 个百分点；实现归属上市公司股东净利润 2252 万元，同比下降 15.5%，环比下降 83.4%；年末公司计提资产减值 5680 万元，主要是存货跌价损失。
- 费用率同比下降 2.1 个百分点。**08 年公司三费合计同比增长 33.7%，其中管理费用因研发投入增加而大幅增长 115%；但由于公司营业收入大幅增长，费用率较 07 年下降 2.1 个百分点。值得注意的是，四季度磷化工行业景气下行，公司营业收入显著下滑，当季费用率高达 17.9%，环比提高 7.2 个百分点。预计 09 年公司费率水平将略高于 08 年。
- 09 年利润将主要来自于磷矿石资源。**虽然目前“去库存”阶段进入尾声，国内市场磷化工产品价格有所回升，但在宏观环境发生实质性好转前，磷化工产品价格仍将低位徘徊，公司经营环境难言乐观。

我们认为 12000 元/吨的黄磷除税价基本与外购磷矿石的黄磷生产成本相当，下游磷化工产品的加工增值贡献利润相对微薄；预计 09 年公司盈利将主要来自于磷矿石的资源价值。随着公司白竹矿区建成投产，预计公司 09 年磷矿石产销量 130 万吨，保守预计每吨磷矿石净利 150 元，则公司 09 年磷矿石资源将贡献利润 1.95 亿，折合每股收益 0.77 元。
- 盈利预测与估值：**暂按 2.52 亿股本计算，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.75 元和 0.94 元，对应动态 PE 分别为 19 倍和 15 倍。考虑到磷化工行业已经处于周期底部，09 年下半年该行业有望随宏观经济回暖而恢复正常盈利水平，我们仍维持公司“增持”投资评级。
- 风险提示：**磷矿石价格因下游需求低迷而大幅下跌。

图表 兴发集团盈利预测（万元）

单位：万元	2007E	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	171,124	267,568	241,433	274,354
减：营业成本	136,762	192,376	183,386	203,741
毛利	34,362	75,191	58,047	70,612
增长率（%）	68.78%	118.82%	-22.80%	21.65%
综合毛利率（%）	20.08%	28.10%	24.04%	25.74%
营业税金及附加	1,503	2,789	4,335	5,041
销售费用	9,759	11,844	10,864	12,346
管理费用	4,164	8,936	8,450	9,602
财务费用	10,556	11,944	10,864	12,346
资产减值损失	-459	5,680	500	500
加：公允价值变动收益	0	0	-	-
投资净收益	2,118	7,878	2,500	2,500
二、营业利润	10,957	41,877	25,533	33,277
加：营业外收入	832	1,279	-	-
减：营业外支出	383	5,829	-	1,372
三、利润总额	11,405	37,328	25,533	31,906
减：所得税费用	3,094	6,355	5,467	6,813
四、净利润	8,312	30,972	20,066	25,092
增长率（%）			-35.21%	25.05%
归属于母公司所有者的净利润	7,691	29,517	18,859	23,721
增长率（%）			-36.11%	25.78%
少数股东损益	621	1,455	1,207	1,372
（基本）每股收益	0.305	1.171	0.748	0.941

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002