



2009年4月24日

化工

业绩回顾

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

审慎推荐

兴发集团(600141.SH)

投资收益大幅下降

主要财务信息

(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	1,472	1,711	2,676	3,027	3,408
(+/-)	22%	16%	56%	13%	13%
主营业务利润	277	328	724	545	658
(+/-)	16%	18%	121%	-25%	21%
净利润	42	76	295	176	243
(+/-)	26%	82%	287%	-40%	38%
摊薄后EPS (元)	0.17	0.30	1.17	0.70	0.96
市盈率	97.7	53.7	13.9	23.2	16.9
市净率	4.6	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	18.5	18.6	9.2	11.8	9.2
净资产收益率	7.4%	9.0%	26.2%	13.9%	16.6%
ROCE	2.5%	4.5%	13.7%	6.5%	8.1%
现金分红收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.9%
每股经营现金流(元)	1.52	1.69	2.17	1.61	2.17
股价/经营现金	10.69	9.60	7.48	10.11	7.48

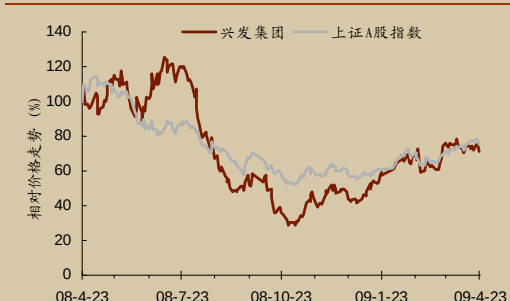
股票信息

A股	
股票代码	600141.CH
当前股价	人民币16.25
目标价格	-
日成交量(百万股)	8.14
52周最高价/最低价	人民币33/6.65
发行股数(百万股)	252.00
总市值(百万元)	4095.00
流通股(百万股)	246.00
主要股东(持股比例)	宜昌兴发集团有限责任公司(20.75%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600141.SH]	-6.39	-7.83	+21.09	+58.85
[上证A股指数]	-2.77	+5.95	+23.75	+30.97
[中金化工指数]	-3.08	+7.60	+32.23	+52.51

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

一季度投资收益大幅下降:

兴发集团公布了2009年1季度业绩报告。1季度主营业务实现销售收入5.37亿元,同比基本持平,环比下降2.3%。主营业务利润0.69亿元,同比下降24.5%,环比下降53.2%。1季度实现净利润0.20亿元,同比下降42.8%,环比下降13.1%,合每股收益0.08元。业绩基本符合预期。环比下降的原因是四季度收到所得税退税。(分析见图表1)

主营业务基本和去年持平,业绩同比大幅度下滑的主要原因是投资收益的下降,参股公司泰森化工由于草甘膦价格大幅度下跌,盈利大幅下降。投资收益同比下降了2000多万元。

正面:

- 经营稳健,公司通过清理库存,保证了现金流,一季度实现经营现金流1.07亿元,同比大幅增加。磷矿石价格稳定,公司产量持续增长。同时部分矿勘探中,总资源量仍有上升潜力。

负面:

- 磷化工产品需求低迷,价格反弹乏力,预计仍将在行业底部徘徊。

发展趋势: 磷化工行业底部徘徊

磷矿石价格稳定在300~400元。黄磷价格有所下跌到13000元/吨左右,随着二季度丰水期到来,预计价格难以反弹。磷酸价格和五钠价格也小幅回落。公司一季度生产负荷在70%左右,预计在5月进入丰水期后,将满负荷运转。

兴发集团同时公布了经过国资委和证监会核准的修改后的管理层首期股票期权激励计划,对公司高管和核心员工75人,计划发行的激励期权250万股,激励条件以2007年净利润为基数,2008-2013年的净利润分别增长150%、200%、250%、300%、400%、410%以上;2008-2013年加权平均净资产收益率分别不低于8%、8.1%、8.5%、9%、9.5%和9.7%。同时对营业收入增长水平,现金流和行业平均业绩水平对比有特定要求。

估值与建议: 维持“审慎推荐”

维持对公司2009和2010年每股盈利0.70元和0.96元的预测。公司拥有磷矿石资源优势和水电资源优势。磷化工处于行业底部,磷矿石业绩具有防御性,维持“审慎推荐”。

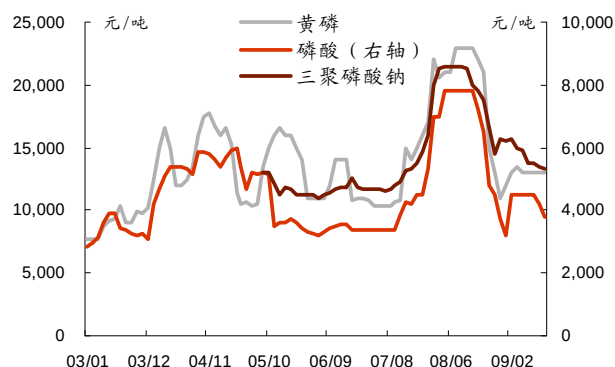
短期来看,核准后的管理层激励计划的公布对股价有正面促进作用。

图表 1: 09 年一季度业绩分析

	季度数据										中金点评	
	2007/1Q	2007/2Q	2007/3Q	2007/4Q	2008/1Q	2008/2Q	2008/3Q	2008 4Q	2009/1Q	QoQ	YoY	
主营业务收入	320	471	460	461	536	830	760	549	537	-2.3%	0.1%	
主营业务成本	271	375	339	383	441	619	471	394	461	16.9%	4.6%	
毛利	47	93	117	72	91	202	284	147	69	-53.2%	-24.5%	磷矿石资源税上调
营业费用	11	27	39	21	19	27	34	40	17	-57.2%	-8.7%	
管理费用	10	12	9	10	15	19	17	39	11	-70.5%	-24.8%	费用压缩
财务费用	17	32	27	29	36	32	31	20	22	8.0%	-39.9%	利率下调
营业利润	9	17	42	20	22	119	183	17	19	12.9%	-12.3%	
投资收益	-	2	4	15	22.8	43	15	(3)	2	n.m.	-89.1%	草甘膦价格大幅回落，泰盛 化工投资收益下降
营业外收入	2	1	4	2	1	4	1	7	7	1.4%	505.9%	政府补贴增加
营业外支出	0	0	0	3	1	15	14	28	0	-99.9%	-95.7%	
利润总额	11	20	49	33	45	150	185	(7)	29	n.m.	-36.0%	
所得税	5	8	12	7	7	37	43	(23)	7	n.m.	4.1%	
净利润	6	11	33	26	34	103	136	23	20	-13.1%	-42.8%	投资收益下降
EPS (全面摊薄)	0.02	0.04	0.13	0.10	0.14	0.41	0.54	0.09	0.08	-13.1%	-42.8%	
财务比率												
毛利率	15.2%	20.4%	26.2%	16.8%	17.8%	25.5%	38.1%	28.3%	14.2%	-14.1%	-3.6%	
营业利润率	2.7%	3.6%	9.0%	4.4%	4.0%	14.3%	24.1%	3.0%	3.5%	0.5%	-0.5%	
净利润率	2.0%	2.3%	7.2%	5.6%	6.4%	12.4%	17.8%	4.1%	3.6%	-0.5%	-2.7%	
营业费用率	3.3%	5.7%	8.4%	4.6%	3.5%	3.2%	4.4%	7.2%	3.1%	-4.0%	-0.3%	
管理费用率	3.2%	2.6%	2.0%	2.2%	2.8%	2.3%	2.2%	7.1%	2.1%	-4.9%	-0.7%	
有效税率	41.9%	37.4%	23.6%	21.7%	15.1%	24.5%	23.0%	338.9%	24.6%	-314.3%	9.5%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 磷化工产品价格



资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 3: 历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入净额	1,472	1,711	2,676	3,027	3,408
主营业务利润	277	328	724	545	658
营业费用	82	98	118	169	191
管理费用	62	42	89	76	85
财务费用	81	106	119	91	99
营业利润	66	88	340	209	304
所得税	23	31	64	63	87
净利润	42	76	295	176	243
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	243	355	547	405	548
投资活动现金流净额	-273	-271	-283	-591	-591
融资活动现金流净额	41	50	-427	440	-244
货币资金增加额	11	132	-162	254	-287
资产负债表 (百万元)					
流动资产	568	741	678	1,109	903
固定资产	1,699	1,795	1,899	2,337	2,721
流动负债	748	1,120	872	1,250	1,160
长期负债	1,090	810	982	1,364	1,464
股东权益	564	851	1,128	1,268	1,463
总资产	2,437	2,821	3,033	3,946	4,168
财务指标					
主营业务利润率	19.5%	20.0%	28.1%	18.5%	19.8%
息税前利润率	10.0%	11.0%	19.3%	9.9%	11.8%
净利润率	2.8%	4.5%	11.0%	5.8%	7.1%
净资产收益率	7.4%	9.0%	26.2%	13.9%	16.6%
总资产收益率	1.7%	2.7%	9.7%	4.5%	5.8%
总资产负债率	75.4%	68.5%	61.1%	66.2%	62.9%
净资产负债率	325.8%	226.8%	164.4%	206.1%	179.4%
流动比率	0.76	0.66	0.78	0.89	0.78
速动比率	0.57	0.48	0.51	0.60	0.43
应收帐款周转期	47	34	29	33	33
存货周转期	35	43	32	43	43
分红比例	38.2%	27.6%	21.3%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4：中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA		
				2009-4-23	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	24.2	19.7	33.9	17.6	3.9	2.9	2.7	13.5	12.3	12.3	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	56.87	32.0	12.6	13.4	15.2	8.3	7.6	14.8	7.7	7.7	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.35	20.7	13.4	11.7	2.6	2.3	2.0	6.0	6.0	5.3	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	17.44	22.9	19.5	15.5	3.6	3.1	2.7	11.5	11.1	9.8	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.22	31.3	17.5	16.5	2.0	1.8	1.7	12.0	7.1	6.8	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	38.88	326.4	19.6	13.9	11.5	7.3	4.8	229.6	278.0	235.2	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	14.5	16.6	19.1	12.6	4.7	4.1	3.3	11.5	9.5	6.0	
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.47	10.9	12.2	10.0	1.5	1.5	1.4	8.4	9.1	8.0	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	27.50	56.1	24.6	23.5	13.2	8.6	6.3	27.2	12.1	11.1	
平均					59.6	19.2	15.0	6.5	4.4	3.6	37.2	39.2	33.6	
中间值					22.9	19.1	13.9	3.9	3.1	2.7	12.0	9.5	8.0	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	18.18	20.0	21.7	20.0	6.3	4.9	3.9	16.0	19.1	13.1	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	39.15	6.5	15.3	12.5	3.8	3.2	2.7	4.6	9.0	7.2	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	11.6	n.a.	40.8	25.7	2.1	2.0	1.8	22.9	11.0	8.5	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.43	n.a.	92.8	81.8	4.1	3.9	3.7	28.7	16.0	14.2	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	8.7	29.8	37.0	37.8	2.4	2.3	2.2	10.2	10.2	10.1	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.74	307.1	49.2	25.8	1.7	1.7	1.6	16.8	13.0	10.6	
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	8.93	47.2	35.4	18.1	1.6	1.6	1.5	12.9	10.5	7.6	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.04	45.3	33.8	25.8	3.6	3.2	2.9	9.7	13.2	11.3	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	16.25	13.9	23.2	16.9	3.6	3.2	2.8	9.1	11.0	8.2	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	14.25	31.0	34.5	22.9	2.6	2.5	2.3	9.7	9.0	7.1	
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	17.77	209.6	99.9	25.7	23.4	4.6	4.0	82.8	29.0	9.0	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.016	83.8	40.0	10.3	9.3	1.8	1.6	42.9	17.3	7.3	
平均					79.4	43.7	27.0	5.4	2.9	2.6	22.2	14.0	9.5	
中间值					38.1	36.2	24.3	3.6	2.8	2.5	14.4	12.0	8.8	

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5: 国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率					市净率					EV/EBITDA		
			2009-4-23	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	POT CN	CAD	100.4	28.69	7.69	6.30	5.63	5.28	3.99	2.54	1.76	14.68	5.30	4.40	4.10		
Potashcorp	AGU CN	CAD	48.24	14.71	4.65	5.43	5.47	2.47	1.57	1.20	1.00	9.26	3.55	4.00	4.12		
美国化肥公司																	
Mosaic	MOS US	USD	38.59	8.21	4.92	4.05	3.86	2.55	1.74	1.07	0.93	5.01	3.00	2.46	2.34		
Terra Industry	TRA US	USD	27.29	12.58	4.68	7.28	8.87	3.94	2.43	1.85	n.a.	3.87	2.25	4.17	7.03		
Terra Nitrogen	TNH US	USD	122.02	11.19	n.a.	n.a.	n.a.	11.01	n.a.	n.a.	n.a.	9.82	n.a.	n.a.	n.a.		
欧洲化肥公司																	
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	2.6	86.41	4.81	4.33	2.43	28.03	4.03	1.88	1.28	15.39	3.88	2.82	1.97		
Yara	YAR NO	NOK	148.75	7.22	3.27	5.87	5.13	2.06	1.44	1.23	1.04	10.55	3.62	6.08	5.35		
K+S	SDF GR	EUR	43.19	n.m.	7.22	6.10	5.99	7.65	4.48	2.99	2.25	17.27	4.69	4.69	4.69		
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3321	20.61	4.77	4.98	3.72	6.15	3.99	3.15	2.58	4.06	4.67	4.87	3.65		
平均				23.70	5.25	5.54	5.14	7.68	2.96	1.99	1.55	9.99	3.87	4.19	4.16		
中间值				12.58	4.77	5.87	5.47	4.61	2.43	1.85	1.40	9.54	3.62	4.40	4.12		
国际材料公司																	
聚氨酯公司																	
Bayer AG	BAY GR	EUR	38.91	6.66	10.54	10.16	9.09	1.78	1.74	1.58	1.47	7.38	6.49	6.18	5.95		
BASF AG	BAS GR	EUR	26.08	6.27	6.67	9.35	9.03	1.30	1.29	1.28	1.24	3.52	3.71	4.49	4.36		
Dow Chemical Co	DOW US	USD	12.47	4.12	4.65	6.05	5.40	0.60	0.60	0.60	0.57	3.49	3.63	3.93	3.83		
平均				5.68	7.29	8.52	7.84	1.23	1.21	1.15	1.09	4.80	4.61	4.87	4.72		
中间值				6.27	6.67	9.35	9.03	1.30	1.29	1.28	1.24	3.52	3.71	4.49	4.36		
有机硅公司																	
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2635	9.99	13.18	13.89	11.90	1.40	1.35	1.23	1.11	6.11	7.12	7.13	6.27		
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	588	9.91	10.05	11.75	10.25	0.72	0.74	0.71	0.71	3.77	3.99	4.82	4.79		
Solvay SA	SOLB BB	EUR	63.92	6.76	9.04	9.95	8.71	1.22	1.17	1.10	1.02	3.96	4.78	5.22	4.86		
3M Co.	MMM US	USD	53.06	9.31	10.26	11.35	11.59	3.20	3.10	2.75	2.57	6.50	6.23	6.90	7.16		
平均				8.99	10.63	11.74	10.61	1.64	1.59	1.45	1.35	5.09	5.53	6.02	5.77		
中间值				9.61	10.15	11.55	10.92	1.31	1.26	1.17	1.06	5.04	5.50	6.06	5.56		
有机硅公司																	
GE Co.	GE US	USD	11.8	5.41	6.35	8.36	8.32	1.02	0.94	0.98	0.96	15.31	13.25	13.83	13.94		
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4780	11.20	10.73	11.08	10.14	1.43	1.31	1.22	1.13	4.31	4.92	4.65	4.65		
Rhodia SA	RHA FP	EUR	4.251	3.30	3.17	4.47	3.18	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.36	2.72	2.91	2.68		
Cabot Corp	CBT US	USD	14.13	6.86	11.08	6.34	5.81	0.77	0.66	0.61	n.a.	4.72	5.09	4.09	4.83		
平均				6.69	7.83	7.56	6.87	1.07	0.97	0.93	1.04	6.67	6.50	6.37	6.53		
中间值				6.14	8.54	7.35	7.07	1.02	0.94	0.98	1.04	4.51	5.01	4.37	4.74		
环氧树脂公司																	
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	8.94	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.64	1.36	12.59	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.		
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	312	9.68	9.86	12.94	14.11	0.48	0.47	0.47	0.47	5.54	6.08	6.56	6.86		
Sunoco Inc	SUN US	USD	26.92	3.62	4.65	7.67	6.44	1.25	1.02	0.95	0.87	3.09	3.15	4.41	3.73		
Ciba	CIBN VX	CHF	50	14.16	23.49	18.57	16.21	1.01	1.21	1.18	1.15	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
平均				9.16	12.67	13.06	12.25	0.85	1.01	3.80	0.83	4.31	4.61	5.49	5.29		
中间值				9.68	9.86	12.94	14.11	0.83	1.11	1.06	0.87	4.31	4.61	5.49	5.29		

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: 国际化工公司分类估值表

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	14.4	11.1	16.9	10.1	2.2	2.3	2.1	2.3	7.6	9.0	6.7	6.6
美国大宗化学品	5.9	9.0	15.1	9.5	1.2	1.1	1.0	0.7	4.5	4.4	4.8	4.5
欧洲化工	9.5	8.5	8.8	8.1	1.6	1.6	1.4	1.2	6.2	5.7	5.9	5.5
日本化工	12.7	18.9	14.8	12.7	0.9	0.9	0.9	0.8	4.6	5.3	5.6	5.3
亚太化工	10.2	11.9	14.4	14.5	1.4	1.7	1.6	1.5	14.9	10.5	13.3	14.5
平均	10.9	11.9	13.6	10.7	1.5	1.5	1.4	1.3	7.5	6.7	6.9	6.8
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	8.0	14.3	13.0	12.2	1.0	1.0	1.0	0.9	10.4	7.0	9.2	9.9
工业气体	10.7	13.6	11.2	10.0	1.6	1.7	1.5	1.4	8.4	9.2	7.4	6.7
大宗化学品	11.6	9.8	14.5	10.1	1.4	1.3	1.1	1.0	5.4	4.7	5.2	4.8
特殊化学品	12.5	12.0	14.8	10.4	1.8	1.9	1.7	1.7	7.0	7.4	6.5	6.3
平均	10.9	11.9	13.6	10.7	1.5	1.5	1.4	1.3	7.5	6.7	6.9	6.8
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	11.3	13.3	13.1	11.6	2.2	2.1	1.8	1.7	7.5	7.0	7.2	7.1
中盘公司	9.8	9.9	12.3	9.1	0.8	0.8	0.8	0.7	8.1	5.8	7.1	7.2
小盘公司	12.1	13.4	21.1	14.1	1.2	1.6	1.3	1.3	5.9	8.7	4.8	3.8
平均	10.9	11.9	13.6	10.7	1.5	1.5	1.4	1.3	7.5	6.7	6.9	6.8

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。