

强烈推荐-A (维持)

粤富华 000507.SZ

目标估值: 17.00 元

当前股价: 9.60 元

2010 年 6 月 1 日

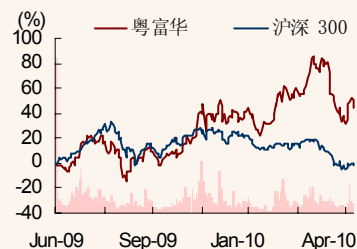
碧辟化工分红收益大超预期, 战略转型稳步推进

基础数据

上证综指	2592
总股本 (万股)	34500
已上市流通股 (万股)	30324
总市值 (亿元)	33
流通市值 (亿元)	29
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	8.5
资产负债率	36.9%
主要股东	珠海市人民政府国有
主要股东持股比例	16.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	5	47
相对表现	-12	21	43



相关报告

- 1、《粤富华 (000507) - 华丽转身 港城一体, 珠江西岸明珠初升》
2010/4/6
- 2、《粤富华 (000507) - 09 年业绩 略超预期, 战略转型稳步推进》
2010/4/22

姚俊

0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn
S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣

0755-82960274
luoyanyan@cmschina.com.cn

□ **事件:** 公司公告由于收到珠海碧辟化工 9313 万元分红 (年底前以现金分红方式), 按成本法核算据此确认本期投资收益 (增厚 EPS 为 0.27 元), 中期业绩预计为 7000 万 - 9000 万元 (EPS 为 0.20-0.26 元, 一季度亏损 0.05 元), 实现扭亏并大幅增长, 去年同期为亏损 0.10 元。

□ **点评:**

■ **公司收到的碧辟化工 9313 万元分红大幅超出预期, 我们原来预计该项业务分红为 6000 万元。**这主要还是 PTA 业务在去年经营利润超出预期, 公司占股 15%, 分红滞后一年反应, 据我们的了解, 碧辟化工在今年前几个月的经营仍然较好。

■ **公司正积极推动港城一体化开发模式和港口物流等主业的转型。**高栏港区内的土地开发项目后期仍然会持续, 同时港口物流上除已经公告落实的收购汇通外, 公司仍将在陆路运输物流业务上积极推动整合和突破。

■ **我们原来预计今年 EPS 为 0.73 元, 从目前情况, 完全可以做到而且有望再高。**分业务来看 (具体也可参见我们前期深度报告和调研报告):

- **PTA 业务:** 碧辟化工分红贡献 0.27 元, 已经确定;
- **电力业务:** 每年比较稳定, 约 0.35 元;
- **珠海可口可乐业务:** 亦较为稳定, 约 0.07 元;
- **玻纤业务:** 该业务及附加收益全年来看贡献 EPS 约 0.09 元;

富华复材一季度亏损, 但近期玻纤价格上涨很快, 已进入盈利期。过去年时仅 0.4 元/米的价格, 目前已上涨至 0.9 元/米。1-2 月份亏损 700 多万, 3 月份单月则实现盈利 300 多万。

目前与云天化的股权转让事宜已落实, 公司目前持有富华复材 49% 股权, 中报将不再并表。**对公司中期业绩的贡献将按权益法体现在投资收益项目中。**另外, 富华复材 51% 股权的转让价为 1.5 亿元, 贡献投资收益在五六百万。

拆迁款倾向进资本公积, 预计将在今年全部体现。5 亿拆迁款不与云天化分享, 预计除去搬迁费用等必要支出, 为股东创造 2.5 亿的财富, 绝大部分会进入资本公积。

- **风电项目:** 公司项目的上网价格较高, 为 0.689 元 (含增值税), 我们预计今年装机 5 万千瓦, 再加上 CDM 补贴, 合计收益为 1000 万以上, 今年落实部分可能性很大。目前我们暂不估算此业务的 EPS 贡献。

- **港口物流业务：**我们原来预计今年该项业务不会贡献，但目前情况来看，今年即可产生效益。仅汇通公司即可贡献数百万盈利，而且如果公司陆上其他物流业务若进展顺利，今年超预期可能很大。

该业务今年整体上对利润的贡献还不小，但增速很快。目前汇通 4 万平方米物流仓储项目已进入设计和可研阶段，进度较商业中心稍快。我们暂不估算其对 EPS 的贡献。

- **土地开发项目：**我们估算今年不会产生收益，明年开始贡献利润。我们认为公司的土地开发项目针对的是较为刚性的需求，属于商业地产性质且在相对封闭的地区，受地产调控影响较小。例如高栏港商业中心项目已与政府、银行及其他企业签订了相关意向。目前在高栏港从事商业地产开发的仅公司一家，而高栏港企业日渐增多，对办公、商业的需求很强。
- **其他业务，如武汉烽火富华智能电网项目和贵州制药业务等保守预计今年不会产生减项。**

因此，保守预计 0.27（PTA 业务）+0.35（电力业务）+0.07（可口可乐业务）+0.09（玻纤业务、股权转让和厂区拆迁）-0.05（一季报亏损）=0.73 元。从目前情况来看，今年 EPS 超预期可能性非常大。

- **维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。**我们认为公司在珠江西岸发展提速的宏观背景下，实现港口企业商业模式的成功创新可能性非常大，今年公司各项业务即将优化并实现主业成功转型。
- **风险提示：**珠海市“以港立市”等规划变动和低于预期、市场大幅下跌，房地产调控加大等其他因素。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1704	411	357	563	776
同比增长	163%	-76%	-13%	58%	38%
营业利润(百万元)	110	96	257	293	409
同比增长	-29%	12%	167%	14%	40%
净利润(百万元)	87	99	252	286	396
同比增长	-39%	-14%	155%	14%	38%
每股收益(元)	0.25	0.29	0.73	0.83	1.15
PE	46.4	40.7	16.0	14.0	10.2
PB	-9.1	15.7	8.5	5.6	3.7

资料来源：招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	485	482	493	778	1170
现金	224	237	302	503	816
交易性投资	16	20	20	20	20
应收票据	1	2	2	3	4
应收款项	48	79	61	96	133
其它应收款	18	6	5	8	12
存货	143	121	89	128	162
其他	35	17	13	19	24
非流动资产	1259	1242	1158	1135	1113
长期股权投资	569	572	572	572	572
固定资产	331	333	320	297	277
无形资产	57	6	6	5	4
其他	302	331	260	260	260
资产总计	1744	1725	1650	1912	2284
流动负债	559	447	154	163	171
短期借款	284	269	0	0	0
应付账款	49	58	9	13	17
预收账款	16	2	0	0	0
其他	210	118	144	150	154
长期负债	13	19	19	19	19
长期借款	10	15	15	15	15
其他	3	3	3	3	3
负债合计	573	465	172	182	190
股本	345	345	345	345	345
资本公积金	660	660	660	660	660
留存收益	166	254	471	723	1084
少数股东权益	0	0	1	3	5
母公司所有者权益	1171	1259	1476	1728	2089
负债及权益合计	1744	1725	1650	1912	2284

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(38)	17	38	(3)	74
净利润		99	252	286	396
折旧摊销		0	25	23	21
财务费用		0	5	7	7
投资收益		0	(265)	(246)	(280)
营运资金变动		0	35	(82)	(79)
其它		(82)	(14)	9	9
投资活动现金流	120	124	70	0	0
资本支出		0	0	0	0
其他投资		124	70	0	0
筹资活动现金流	(332)	(130)	(43)	204	239
借款变动		0	(269)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(34)	(34)	(34)
其他		(130)	260	239	273
现金净增加额	(250)	11	65	201	313

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1704	411	357	563	776
营业成本	1523	385	307	441	556
营业税金及附加	40	9	9	14	19
营业费用	16	10	9	14	19
管理费用	63	44	36	39	47
财务费用	40	16	5	7	7
资产减值损失	19	3	0	0	0
公允价值变动收益	(8)	8	8	8	8
投资收益	114	144	257	238	272
营业利润	110	96	257	293	409
营业外收入	3	8	10	10	10
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	111	104	266	303	419
所得税	25	5	13	15	21
净利润	87	99	253	287	398
少数股东损益	(0)	0	1	1	2
母公司所有者净利润	87	99	252	286	396
EPS (元)	0.25	0.29	0.73	0.83	1.15

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	163%	-76%	-13%	58%	38%
营业利润	-29%	-12%	167%	14%	40%
净利润	-39%	14%	155%	14%	38%
获利能力					
毛利率	10.6%	6.3%	13.9%	21.5%	28.3%
净利率	5.1%	24.0%	70.4%	50.8%	51.0%
ROE	-19.7%	38.7%	53.4%	39.6%	36.5%
ROIC	-204.9%	19.8%	51.0%	38.6%	35.8%
偿债能力					
资产负债率	32.8%	27.0%	10.4%	9.5%	8.3%
净负债比率	21.9%	16.5%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	0.9	1.1	3.2	4.8	6.8
速动比率	0.6	0.8	2.6	4.0	5.9
营运能力					
资产周转率	1.0	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	4.3	2.9	2.9	4.1	3.8
应收帐款周转率	19.8	6.5	5.1	7.2	6.8
应付帐款周转率	18.4	7.2	9.2	39.3	37.2
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.29	0.73	0.83	1.15
每股经营现金	-0.11	0.05	0.11	-0.01	0.22
每股净资产	-1.27	0.74	1.37	2.10	3.14
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	46.4	40.7	16.0	14.0	10.2
PB	-9.1	15.7	8.5	5.6	3.7
EV/EBITDA	38.3	49.8	23.8	21.0	15.6

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，进行交通行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。