



基础化工/原材料

兴发集团 (600141)

稀缺资源优势，长期价值显现

——2010 年中报分析

魏涛
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读：

磷矿和水电是公司盈利的保障，股价下跌，估值回落，长期价值显现。

投资要点：

- 2010 上半年公司实现销售收入 21.21 亿元，同比增长 52.2%；实现归属于母公司所有者净利润 9240.9 万元，同比增长 45.55%；净资产收益率 6.79%。实现摊薄后 EPS 为 0.26 元。
- 上半年，公司收入增长主要依靠贸易收入增长；盈利增长主要依靠毛利率提升。二季度进入丰水期，公司小水电自发电降低用电成本，毛利率从一季度的 12.56% 上升至二季度的 15.65%，产销进入旺季，开工率达到 7-8 成水平。
- 我国磷化工品 7 成出口，行业景气度受国际市场影响大，今年以来，在非洲低成本湿法磷酸盐的冲击下。1-5 月份我国三聚磷酸钠出口 18.48 万吨，同比下降 14.3%，其中工业级三聚磷酸钠出口量为 17.12 万吨，同比下降 15.9%。出口下降转而压制国内场景气度，造成国内磷化工产品价格低迷。
- 公司的核心价值在于稀缺的磷矿和水电资源，二者长期价格看涨，这也是公司盈利的保障所在。公司现有磷矿储量 1.44 亿吨，另外，公司还拥有后坪矿和瓦屋四矿段的探矿权，未来预计储量超过 1 亿吨。公司自有水电站 18 座（包括定向增发收购的古洞口水电站），年自产水电 4.3—5 亿度。
- 稀缺磷矿和水电资源决定兴发集团具备长期投资价值，也应该享受高于一般低壁垒加工制造型公司的估值水平。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63、0.77、0.98 元，给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,676	3,044	4,361	4,997	5,763
(+/-)%	56.4%	13.8%	43.2%	14.6%	15.3%
经营利润 (EBIT)	493	257	397	443	583
(+/-)%	125.1%	-47.8%	54.4%	11.5%	31.6%
净利润	295	139	229	283	357
(+/-)%	287.3%	-52.9%	64.7%	23.7%	26.0%
每股净收益 (元)	0.81	0.38	0.63	0.77	0.98
每股股利 (元)	0.30	0.10	0.20	0.30	0.38

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	18.4%	8.4%	9.1%	8.9%	10.1%
净资产收益率 (%)	26.2%	11.1%	16.2%	17.6%	19.3%
投入资本回报率 (%)	21.2%	8.7%	12.5%	11.6%	14.3%
EV/EBITDA	8.3	12.9	9.3	12.2	4.9
市盈率	17.9	38.1	23.1	18.7	14.8
股息率 (%)	2.1%	0.7%	1.4%	2.1%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**18.00**

上次预测：17.00

当前价格：14.47

2010.07.28

交易数据

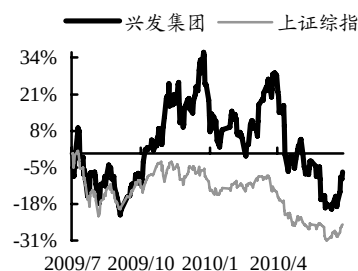
52 周内股价区间 (元)	12.12-25.10
总市值 (百万元)	5,288
总股本/流通 A 股 (百万股)	365/348
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	95%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	100

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,284
每股净资产	3.51
市净率	4.1
净负债率	182%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.08
Q2	0.13	0.18
Q3	0.13	0.20
Q4	0.07	0.17
全年	0.38	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-27%	-7%
相对指数	10%	-14%	18%

相关报告

- 《开工率已恢复，盈利爆发仍需等待行业景气度回升》
2009.10.26
- 《盈利高弹性发挥需等待行业景气度回升》
2009.07.13
- 《一季度盈利下滑，二季度行业景气度将有所回升》
2009.04.24
- 《磷化工需求仍然低迷，拥有资源是长期竞争优势》
2009.03.02

模型更新时间: 2010.07.28

股票研究

原材料
基础化工

兴发集团 (600141)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 18.00

上次预测: 17.00

当前价格: 14.47

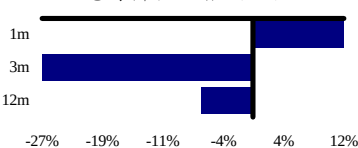
公司网址

www.xingfagroup.com

公司简介

公司是一家以磷化工系列产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主业的化工企业。公司主导产品三聚磷酸钠的产量居全国第二, 出口量居全国第一, 六偏磷酸钠产能占全球总产能的 25% 以上。公司拥有矿电磷一体化的优势, 生产所需的电力有 50% 以上可以自供, 而黄磷的自给率也在 70% 以上。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.12-25.10

市值 (百万)

5,288

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,711	2,676	3,044	4,361	4,997	5,763
营业成本	1,368	1,924	2,594	3,722	4,278	4,855
税金及附加	15	28	35	45	52	60
营业费用	98	118	111	96	110	127
管理费用	42	89	82	100	115	138
EBIT	219	493	257	397	443	583
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2,118	7,878	2,313	2,100	2,000	2,000
财务费用	106	119	98	118	103	137
营业利润	109	419	146	300	360	466
所得税	31	64	19	51	64	82
少数股东损益	6	15	1	3	7	18
净利润	76	295	139	229	283	357

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	361	204	148	262	700	864
其他流动资产	380	473	605	891	1,018	1,102
长期投资	109	227	370	391	411	431
固定资产合计	1,795	1,899	2,247	2,110	2,610	2,883
无形资产及其他资产	171	220	259	252	246	240
资产合计	2,821	3,033	3,640	3,910	4,988	5,523
流动负债	1,120	877	975	1,427	2,306	2,580
长期负债	808	975	1,366	1,013	1,013	1,013
股东权益	851	1,128	1,246	1,415	1,607	1,849
投入资本(IC)	1,774	1,914	2,629	2,597	3,119	3,337

现金流量表

NOPLAT	167	405	228	326	363	478
折旧与摊销	7	161	165	193	6	534
流动资金增量	109	13	(329)	(110)	(29)	48
资本支出	(75)	(314)	(551)	(50)	(500)	(800)
自由现金流	207	265	(488)	358	(159)	260
经营现金流	277	622	51	411	351	1,074
投资现金流	(121)	(409)	(670)	(50)	(500)	(800)
融资现金流	(28)	(169)	557	(247)	587	(109)
现金流净增加额	129	43	(62)	113	438	165

财务指标

成长性

收入增长率		56.4%	13.8%	43.2%	14.6%	15.3%
EBIT 增长率		125.1%	-47.8%	54.4%	11.5%	31.6%
净利润增长率		287.3%	-52.9%	64.7%	23.7%	26.0%
利润率						
毛利率	20.0%	28.1%	14.8%	14.6%	14.4%	15.8%
EBIT 率	12.8%	18.4%	8.4%	9.1%	8.9%	10.1%
净利润率	4.5%	11.0%	4.6%	5.2%	5.7%	6.2%

收益率

净资产收益率(ROE)		26.2%	11.1%	16.2%	17.6%	19.3%
总资产收益率(ROA)	2.7%	9.7%	3.8%	5.8%	5.7%	6.5%
投入资本回报率(ROIC)	9.4%	21.2%	8.7%	12.5%	11.6%	14.3%

运营能力

存货周转天数	47	42	41	40	42	35
应收账款周转天数	35	25	24	23	27	32
总资产周转天数	568	399	400	316	325	333
净利润现金含量	3.64	2.11	0.37	1.80	1.24	3.01
资本支出/收入	4%	12%	18%	1%	10%	14%

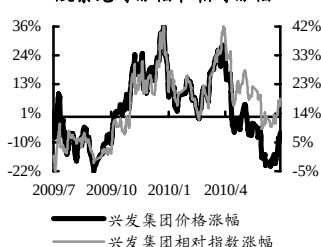
偿债能力

资产负债率	68.5%	61.2%	64.8%	62.9%	66.9%	65.4%
净负债率	115.5%	84.1%	135.4%	106.4%	115.0%	98.7%

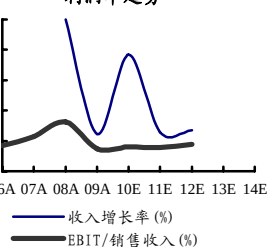
估值比率

PE		17.9	38.1	23.1	18.7	14.8
PB	3.6	3.2	1.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA		8.3	12.9	9.3	12.2	4.9
P/S	1.78	1.36	1.44	1.00	0.88	0.76
股息率		2.1%	0.7%	1.4%	2.1%	2.6%

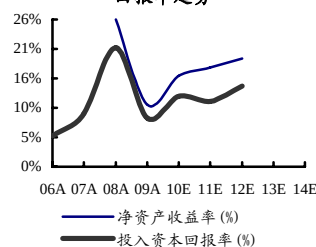
股票绝对涨幅和相对涨幅



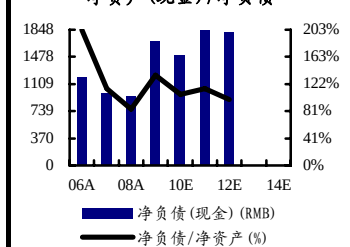
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 公司上半年经营分析

1.1. 贸易带动收入大幅增长，毛利率提升带来盈利增长

2010 上半年公司实现销售收入 21.21 亿元，同比增长 52.2%；实现归属于母公司所有者净利润 9240.9 万元，同比增长 45.55%；净资产收益率 6.79%。实现摊薄后 EPS 为 0.26 元，扣除非经常性损益后的摊薄 EPS 为 0.27 元；每股经营活动产生的现金流量净额 0.107 元。

上半年，公司收入增长主要依靠贸易收入增长；盈利增长主要依靠毛利率提升。上半年公司贸易收入达到 12 亿元，同比增长 168%，占总收入的比重达到 56.6%，但贸易业务毛利率仅为 1.92%，对业绩的贡献十分有限。上半年磷矿石销售毛利率同比增加 16.49 个百分点，磷酸盐毛利率增加 5.8 个百分点。分季度看，一季度为枯水期，且有春节因素，为磷化工相对淡季，公司生产用电需从大网采购，电价是公司自发电的 2 倍多；二季度进入丰水期，公司小水电自发电降低用电成本，毛利率从一季度的 12.56% 上升至二季度的 15.65%，产销进入旺季，开工率达到 7-8 成水平。二季度公司销售收入环比增长 49.6% 单季度收入首次超过 10 亿元。

图 1：2004 年以来公司收入及增长率

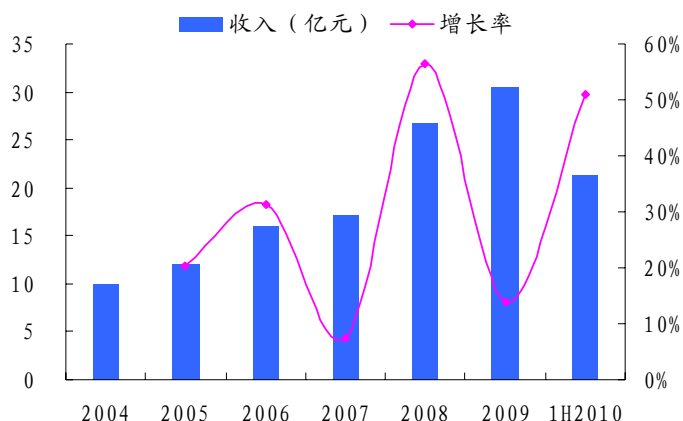


图 2：2004 年以来公司净利润及增长率

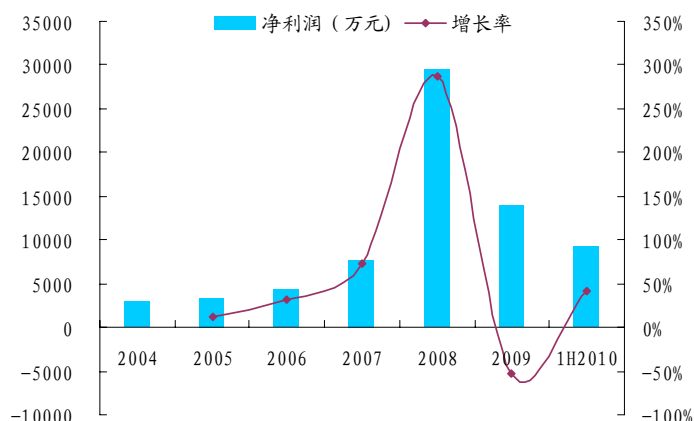


图 3：2006 年以来单季收入和毛利率

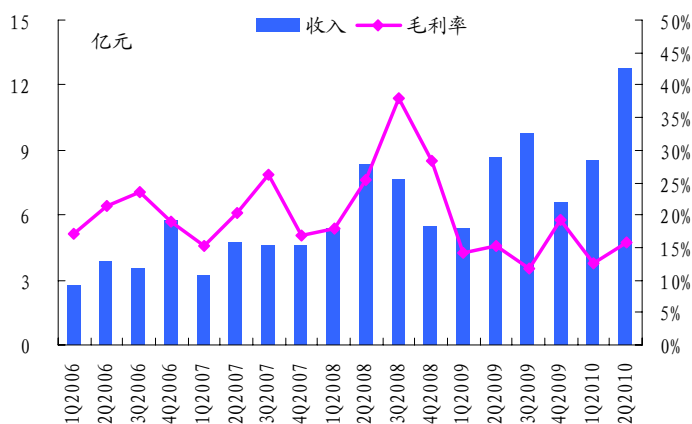
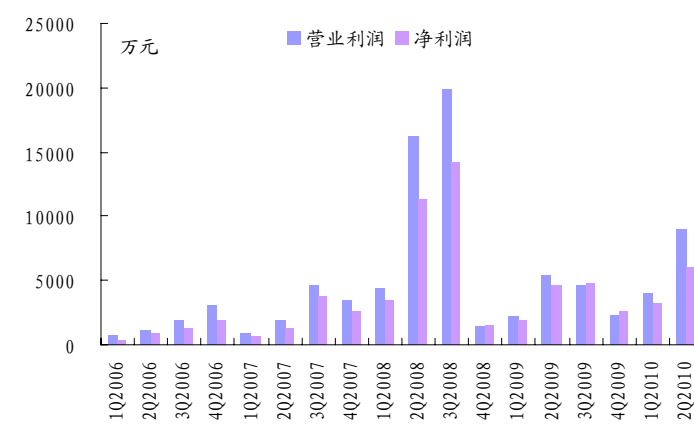


图 4：2006 年以来单季营业利润和净利润



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 出口需求受压，磷化工景气仍在低位

我国黄磷产能严重过剩，三聚磷酸钠、六偏磷酸钠产能过剩，技术壁垒低，造成磷化工行业周期性较强。由于国内需求有限，我国磷化工品 7 成出口，行业景气度受国际市场影响大，今年以来，在非洲低成本湿法磷酸盐的冲击下，我国初级磷酸盐产品在国际市场竞争力下降。1-5 月份我国三聚磷酸钠出口 18.48 万吨，同比下降 14.3%，其中工业级三聚磷酸钠出口量为 17.12 万吨，同比下降 15.9%。出口下降转而压制国内市场景气度，造成国内磷化工产品价格低迷。今年上半年工业级三聚磷酸钠价格基本维持在 5000 元/吨以内，即使在枯水期黄磷价格较高的时期也未能有效上涨。

三季度仍然为丰水期，西南地区水电充足，黄磷装置开工率高，预计黄磷价格仍将在 14000 元/吨以下的低位徘徊，进入四季度枯水期，随着黄磷装置开工率下降，黄磷价格将上扬。

图 5：2006 年以来贵州宏福磷矿石价格

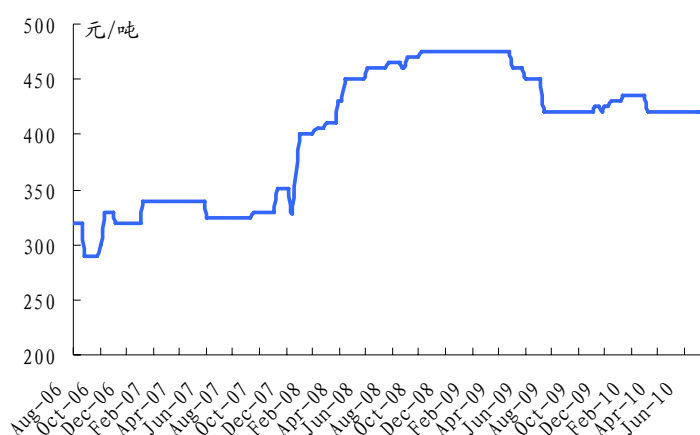


图 6：2004 年以来国内黄磷价格

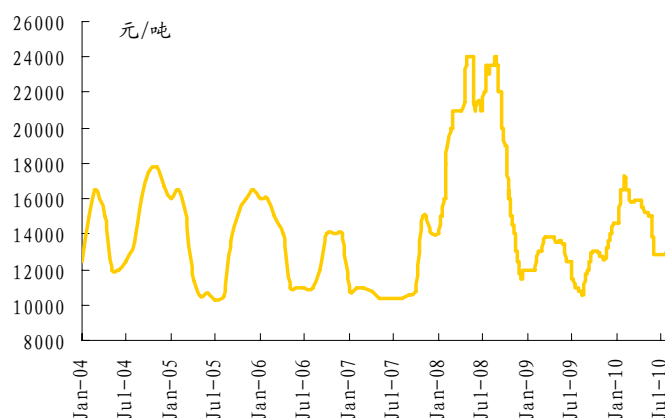


图 7：2007 年以来国内三聚磷酸钠价格

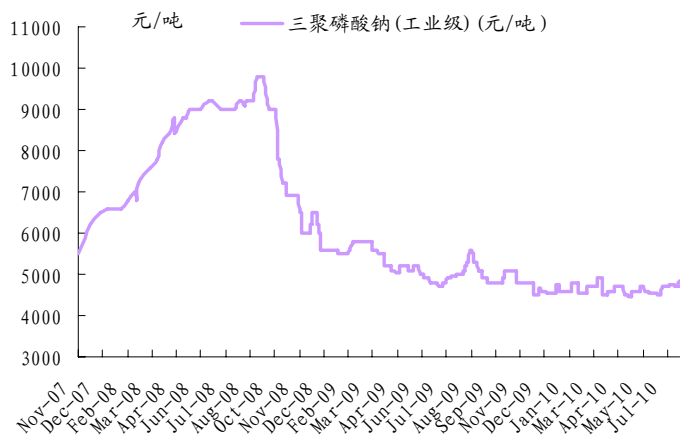
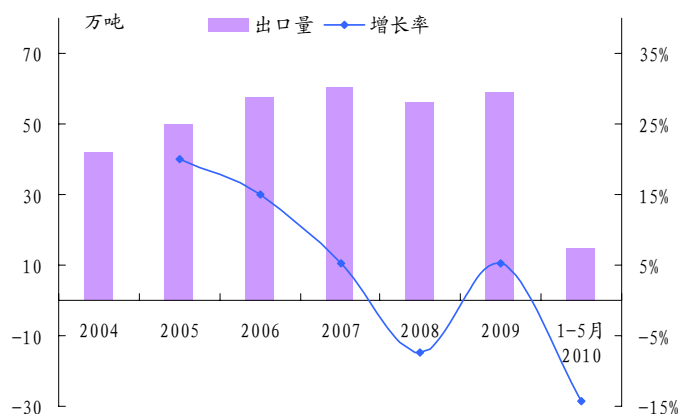


图 8：2004 年以来我国三聚磷酸钠出口量及增长率



资料来源：石化工业协会、中国资讯网、化工在线、国泰君安证券

1.3. 财务数据点评

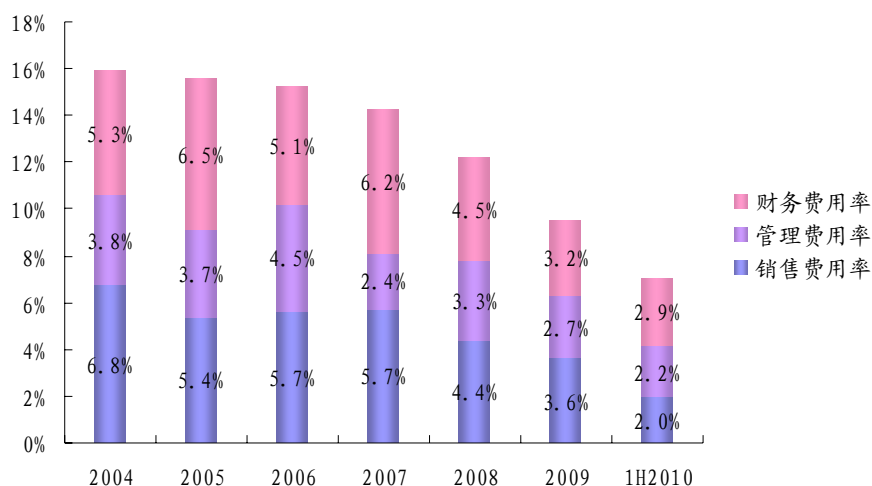
中报显示公司资产负债率为 64.86%，近 3 年保持较为稳定，但属于偏高水平；7 月公司完成定向增发，负债率将降低。公司流动比率和速动比率相比前两年有所改善，短期偿债压力减轻。期间费用率继续下降，主要得益于收入快速增长带来的规模效益。上半年公司实现经营活动净现金流 3401 万元，同比下降 53.55%，但仍处于净流入状态。

表 1: 2005-2010 上半年公司部分财务指标

	2005	2006	2007	2008	2009	1H2010
流动比率	0.77	0.74	0.66	0.78	0.77	1.11
速动比率	0.55	0.55	0.48	0.51	0.41	0.81

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

图 9: 2004 年以来公司三项费用率



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

2. 行业低迷难掩稀缺资源价值

公司的核心价值在于稀缺的磷矿和水电资源,二者长期价格看涨,这也是公司盈利的保障所在。公司现有磷矿储量 1.44 亿吨,其中兴盛矿业 6000 多万吨,保康白竹 7000 多万吨,武山矿 600-700 万吨,树崆坪可采储量 1000 万吨。另外,公司还拥有后坪矿和瓦屋四矿段的探矿权,未来预计储量超过 1 亿吨。

公司自有水电站 18 座(包括定向增发收购的古洞口水电站),年自产水电 4.3—5 亿度(其中古洞口发电 8000-10000 万度)。由于自产水电成本仅 2 毛/度,远低于外购电 5 毛/度的价格,每年带来的效益超过 1 亿元。

3. 众多项目在建或拟建支撑规模扩张

公司目前有多个项目在建,包括有机硅、电子级磷酸。公司持股 50%的兴瑞化工正在建设有机硅项目,一期 6 万吨产能计划 2011 下半年投产。持股 90%的兴福公司采用台湾合作方的技术生产电子级磷酸,建设的 1 万吨产能已在试生产,并同期建设 2 万吨食品级磷酸。另外,公司在宜都工业园一期规划 800-900 亩地,计划建设磷复肥项目,目前处于项目设计、招标阶段。公司建设磷肥产能的主要目的是消化宜昌地区富余的中低品位磷矿,实现资源的转化和充分利用。

4. 估值回落,长期价值显现,“增持”评级

磷矿和电力资源是我国磷化工产业核心竞争因素，在 A 股三家磷化工公司中，兴发集团因其最高的矿、电自给率和最丰富的产品线，是磷化工最优投资标的。

表 3: 三家上市磷化工公司优缺点比较

	优点	不足
兴发集团	磷矿资源丰富、品位高；电力自给度高且水电成本低；磷酸盐具规模优势；产品线丰富	厂区、矿区分散
澄星股份	磷酸、磷酸盐具规模优势、技术相对先进、精细化程度高	磷矿品位不高；电力供应不稳定；黄磷基地距磷酸盐厂区距离很远
马龙产业	隶属于云天化集团，磷矿供应未来有保障；黄磷产能高	厂区分散；电力供应不稳定；运输不便

数据来源：国泰君安证券

磷矿为稀缺资源，电力为重要能源，二者价格长期看涨，决定兴发集团具备长期投资价值，也应该享受高于一般低壁垒加工制造型公司的估值水平。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63、0.77、0.98 元。以目前的股价测算 2010-2012 年动态 PE 为 23.1、18.7、14.8 倍，给予“增持”评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		