

化学原料

兴发集团 (600141. SH) / 23.90 元

整合稀缺资源 发展高档产品

事 项

2010 年 10 月 13 日，华创证券化工行业研究员到兴发集团进行了调研。

主要观点

1、公司是矿电磷一体化的具有稀缺资源公司。目前具有磷矿石资源近 1.5 亿吨，自发电将近 4 亿度。

2、受让大股东优质资产将明显提升公司效益；进一步整合资源可期。

宜昌市政府决定将市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司的股权全部转让给宜昌兴发集团。宜昌兴发集团在重组这项资产成功后以成本价将相关资产转让给上市公司。

3、公司正在向高档产品领域发展，正在向多元化方向发展。

4、盈利预测与投资建议

预测兴发集团 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 0.65 元、0.82 元和 1.01 元。从稀缺资源的角度出发，该公司目前具有投资价值，给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

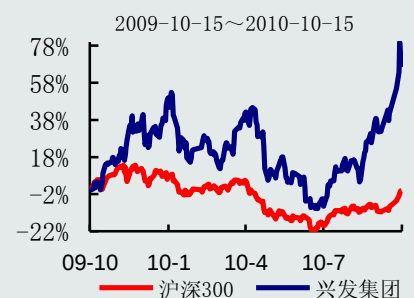
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	36548
流通 A 股/B 股(万股)	34776/0
资产负债率(%)	65.01
每股净资产(元)	4.12
市盈率(倍)	62.88
市净率(倍)	5.80
12 个月内最高/最低价	27.37/12.1

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1、矿电磷一体化

作为国内矿电磷一体化的优势企业，兴发集团具有近 1.5 亿吨磷矿石资源、主要基本产品包括 8 万吨黄磷、25 万吨工业级磷酸、26 万吨三聚磷酸钠（其中包括食品级 4 万吨）和 5 万吨六偏磷酸钠的生产能力。公司自发电量将近 4 亿度。

2、受让大股东优质资产将明显提升公司效益

公司已经受让母公司宜昌兴发所持树空坪公司全部股权，该项矿石资产今年并表，提升公司业绩在 0.16 元左右。

3、进一步整合资源可期

宜昌市政府决定将市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司（以下简称“磷化有限公司”）的股权全部转让给宜昌兴发集团。

重组后，宜昌兴发集团持有磷化有限公司 95.9% 的股权。磷化有限公司的核心资产为店子坪磷矿和树崧坪磷矿，可利用磷矿资源储量（Ph13）为 6026.02 万吨。

为有效规避风险，拟先由母公司宜昌兴发集团实施重组，在重组完成后（即中加双方就合资公司股权比例调整协商一致、矿权注入合资公司以及合资公司资本金全部到位）6 个月内母公司宜昌兴发集团承诺以取得成本（含收购直接成本、收购所占资金利息、相关税费以及收购重组过程中其他费用）将相关资产转让给上市公司。

该项资产重组成功后，公司磷矿石资源超过 2 亿吨。公司近年来不断整合磷矿石资源，为公司持续发展和低成本发展提供了基础。

4、向高档产品拓展

公司在稳定现有磷酸盐产品的基础上，近年来加大高档精细化工产品开拓。公司 1 万吨电子级磷酸产品已建成投产，该产品生产成本略高于普通磷酸，国外该产品售价在 2 万以上。该项目对公司产生的效益暂时不好估算，主要依赖产品质量。

我国有机磷阻燃剂发展空间较大，作为国内磷精细化工领军企业之一，公司未来可能向这个领域拓展。

5、多元化发展

考虑到国家将进一步限制磷矿石出口的可能、从提高资源利用率的角度出发，公司正在建设 60 万吨磷铵；原有的 30 万吨普钙正在搬迁，2012 年上半年磷肥产能合计将达到 90 万吨，公司将充分利用各个品级磷矿石提升公司效益。

公司 6 万吨有机硅预计明年初建成投产，我们推测这只是公司向有机硅领域拓展的迈出的第一步。

6、盈利预测与投资建议

预测兴发集团 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 0.65 元、0.82 元和 1.01 元。按 2010 年 EPS 计算公司 PE 已经达到 40 倍，估值已经不低；虽然公司近年业绩波动幅度不小，我们认为不应该将公司定位于普通周期性行业。从稀缺资源的角度出发，该公司目前具有投资价值，给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	857	1665	2146	2819
现金	149	1143	1576	2219
应收账款	196	176	191	188
其它应收款	88	41	49	60
预付账款	35	23	22	26
存货	358	266	287	303
其他	32	17	21	23
非流动资产	3003	2805	2819	2817
长期投资	370	234	276	293
固定资产	2048	1949	1858	1768
无形资产	289	323	375	427
其他	296	299	309	329
资产总计	3861	4470	4965	5636
流动负债	1030	1048	1025	1075
短期借款	494	383	342	406
应付账款	261	170	204	211
其他	275	495	479	458
非流动负债	1480	1572	1826	2107
长期借款	1433	1547	1796	2073
其他	48	25	30	34
负债合计	2510	2620	2851	3183
少数股东权益	35	47	58	69
股本	302	363	363	363
资本公积金	439	675	706	743
留存收益	558	766	986	1278
归属母公司股东权益	1300	1803	2055	2385
负债和股东权益	3861	4470	4965	5636

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	359	773	515	565
净利润	140	249	310	378
折旧摊销	114	102	103	103
财务费用	98	157	145	144
投资损失	-23	-26	-27	-27
营运资金变动	22	304	-18	-30
其它	8	-13	3	-2
投资活动现金流	-621	114	-77	-50
资本支出	457	0	0	0
长期投资	-195	-135	42	17
其他	-358	-22	-35	-33
筹资活动现金流	310	118	15	158
短期借款	344	-111	-40	64
长期借款	469	114	249	277
普通股增加	50	61	0	0
资本公积增加	23	235	31	38
其他	-576	-181	-224	-221
现金净增加额	49	1005	453	673

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3044	3400	3529	3614
营业成本	2594	2654	2703	2735
营业税金及附加	35	37	39	41
营业费用	111	156	149	150
管理费用	82	96	104	102
财务费用	98	157	145	144
资产减值损失	1	21	33	19
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	26	27	27
营业利润	146	305	383	451
营业外收入	24	20	22	24
营业外支出	11	31	40	29
利润总额	159	293	364	445
所得税	19	44	55	67
净利润	140	249	310	378
少数股东损益	1	12	11	11
归属母公司净利润	139	237	299	368
EBITDA	358	563	631	697
EPS（元）	0.46	0.65	0.82	1.01

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.8%	11.7%	3.8%	2.4%
营业利润	-64.4%	108.8%	25.8%	17.6%
归属母公司净利润	-51.6%	70.9%	25.8%	23.2%
获利能力				
毛利率	14.8%	22.0%	23.4%	24.3%
净利率	4.6%	7.0%	8.5%	10.2%
ROE	10.7%	13.2%	14.5%	15.4%
ROIC	7.7%	15.5%	18.6%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	65.0%	58.6%	57.4%	56.5%
净负债比率	77.93%	75.02%	76.20%	78.94%
流动比率	0.83	1.59	2.09	2.62
速动比率	0.49	1.33	1.80	2.33
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.82	0.75	0.68
应收账款周转率	15	18	19	19
应付账款周转率	11.73	12.33	14.47	13.17
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.65	0.82	1.01
每股经营现金	0.99	2.13	1.42	1.56
每股净资产	3.58	4.97	5.66	6.57
估值比率				
P/E	56.25	39.52	31.42	25.51
P/B	6.01	5.20	4.57	3.94
EV/EBITDA	31	19	17	16

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801