

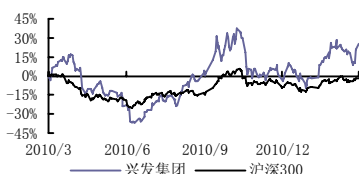


原材料 - 化工

2011 年 3 月 29 日

市场数据	2011 年 3 月 28 日
当前价格 (元)	24.72
52 周价格区间 (元)	12.43-27.13
总市值 (百万)	9034.67
流通市值 (百万)	8596.63
总股本 (百万股)	365.48
流通股 (百万股)	347.76
日均成交额 (百万)	185.94
近一月换手 (%)	78.85%
第一大股东	宜昌兴发集团有限责任公司
公司网址	http://www.xingfagroup.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
兴发集团	1.98%	28.55%	26.12%
沪深 300	1.57%	8.07%	0.48%

顾静

执业证书号: S1030209080560
(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 顾静, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

非经常性损益影响业绩增幅

—兴发集团 (600141) 2010 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	4678.04	5,030.00	5,451.00	6,010.00
净利润 (百万元)	183.29	278.16	331.58	427.31
每股收益 (元)	0.51	0.75	0.89	1.15
净利润增长率%	27.08%	48.73%	19.21%	28.87%
市盈率	48.60	33.14	27.80	21.57

资料来源: 世纪证券研究所

- **业绩略低于市场预期。**公司 2010 年实现营业收入 46.78 亿元, 同比增长 49.82%; 实现归属于母公司净利润为 1.83 万元, 同比增长 27.08%, 每股收益(摊薄)为 0.51 元。公司分红预案为以每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。
- **非经常性损益影响业绩增幅。**报告期, 公司资产减值损失为 1031 万元, 同比增加 792.77%; 营业外支出为 7032 万元, 同比增加 442.02%; 若扣除非经常性损益, 归属于上市公司股东的净利润为 2.14 亿元, 同比增加 67%。
- **产品价格回升, 主营业务向好。**报告期, 受益于价格上涨, 公司营业利润贡献占比 81.66%的磷酸盐和磷矿石业务营业利润率分别为 26.18%和 73.6%, 分别增加 9.71%、10.64%; 另外新增贸易业务收入同比增加约 142%, 贡献营业利润约占 9.8%, 长期来看, 贸易业务的开展有利于公司更加贴近市场需求, 及时调整生产结构。
- **未来业绩增长点:** 1) 磷矿石产量和储量将增长。2010 年受冒顶事故停产整顿影响, 保康楚峰磷矿未能释放, 预计 2011 年磷矿产能将恢复正常水平; 近期若大股东完成重组, 公司有望获得磷化集团拥有 6026.02 万吨的磷矿储量, 预计磷矿石储量将增加约 40%。2) 预计 1 万吨/年电子级磷酸项目 2011 年产能利用率为 70%左右, 可增加利润 2000 万元; 60 万吨/年磷铵项目将于 2011 年底完成基建, 2012 年中期投产。
- **盈利预测及评级。**不考虑营业外项目的影响, 根据我们的预测, 公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.75 元、0.89 元、1.15 元, 以目前收盘价对应市盈率分别为 33.14 倍、27.80 倍、21.57 倍。考虑公司具有磷矿石资源优势、完善的磷化工产业链, 将充分受益磷化工景气周期, 我们建议中长期关注公司, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 磷矿石、磷酸盐价格波动; 项目进展低于预期。

非经常性损益影响业绩增幅

业绩略低于市场预期。公司 2010 年实现营业收入 46.78 亿元，同比增长 49.82%；实现利润总额 2.39 亿元，同比增长 43.24%；实现归属于母公司净利润为 1.83 亿元，同比增长 27.08%，每股收益(摊薄)为 0.51 元。公司分红预案为以每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。

非经常性损益影响业绩增幅。报告期，公司资产减值损失为 1031 万元，同比增加 792.77%，主要是因增合并湖北兴瑞化工有限公司以及本公司下属子公司宜昌禾友化工有限责任公司拟搬迁计提减值形成；营业外支出为 7032 万元，同比增加 442.02%，主要原因是根据国家淘汰落后产能政策处置 3000 吨/年以下黄磷电炉及相关固定资产以及楚烽白竹磷矿安全事故停工损失形成；**若扣除非经常性损益，归属于上市公司股东的净利润为 2.14 亿元，同比增加 67%。**

Figure 1 2010 年公司利润表指标同比 单位：百万元

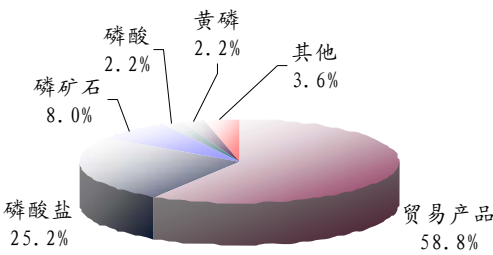
项目	2009	2010	同比
一、营业总收入	3,122.51	4,678.04	49.82%
二、营业总成本	2,990.76	4,408.20	47.39%
营业成本	2,640.98	3,965.24	50.14%
毛利率	15.42%	15.24%	-0.18%
营业税金及附加	44.30	61.25	38.25%
销售费用	110.61	125.30	13.28%
管理费用	87.76	106.30	21.13%
财务费用	105.95	139.80	31.94%
期间费用率	9.75%	7.94%	-1.81%
资产减值损失	1.16	10.31	792.77%
三、其他经营收益			
投资净收益	23.26	17.26	-25.82%
四、营业利润	155.01	287.10	85.21%
加：营业外收入	24.52	21.81	-11.06%
减：营业外支出	12.97	70.32	442.02%
其中：非流动资产处置净损失	4.34	45.40	947.21%
营业外净收支	11.55	-48.52	-520.21%
五、利润总额	166.56	238.58	43.24%
减：所得税	21.17	51.28	142.28%
六、净利润	145.39	187.30	28.82%
减：少数股东损益	1.17	4.02	243.18%
归属于母公司所有者的净利润	144.22	183.29	27.08%
总股本(万股)	30240	36548	20.86%
七、每股收益：			
稀释每股收益(元)	0.477	0.51	6.64%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

产品价格回升，主营业务向好

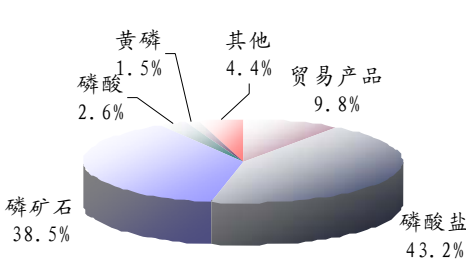
报告期，受益于产品价格上涨，公司营业利润贡献占比 81.66%的磷酸盐和磷矿石业务营业利润率分别为 26.18%和 73.6%，分别增加 9.71%、10.64%；另外新增贸易业务收入同比增加约 142%，贡献营业利润约占 9.8%，长期来看，贸易业务的开展有利于公司更加贴近市场需求，及时调整生产结构。

Figure 2 公司 2010 年主营业务收入构成



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 3 公司 2010 年主营业务利润构成



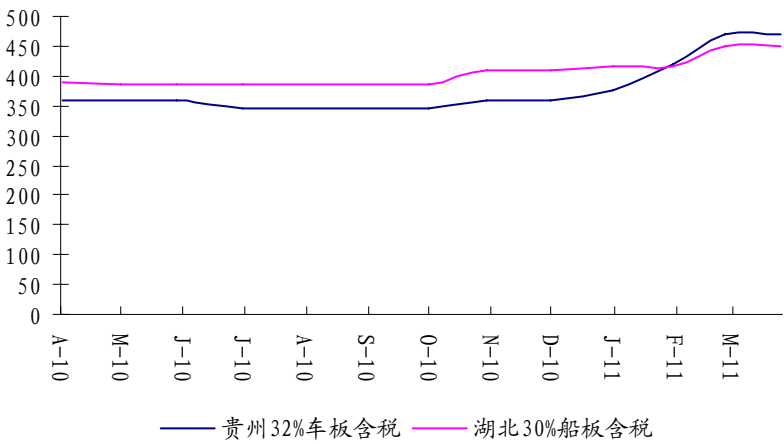
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 4 公司主营业务经营情况 单位：百万元

产品	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入同比	营业成本同比	营业利润率同比
磷酸盐	1,128.00	832.64	26.18%	-7.20%	17.99%	增加 9.71%
磷矿石	357.15	94.28	73.60%	14%	18.75%	增加 10.64%
磷酸	97.13	79.29	18.37%	10.65%	8.65%	增加 1.51%
贸易	2,630.38	2,563.06	2.56%	141.58%	138.52%	增加 1.25%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 5 国内区域磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯、世纪证券研究所

磷矿石产量和储量将增长

公司现有磷矿石权益储量约 1.5 亿吨，年产能为 244 万吨。2010 年受冒顶事故停产整顿影响，保康楚峰磷矿未能释放，预计 2011 年磷矿产能将恢复正常水平；

从公司近期可能实现的磷储量增长来看，2010 年 10 月，公司第一大股东宜昌兴发受让宜昌市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司（简称磷化集团）的股权。磷化集团拥有 6026.02 万吨的磷矿储量，分布于店子坪和树崮坪，磷矿产能 240 万吨。公告显示在上述重组完成后 6 个月内宜昌兴发集团承诺以取得成本将相关资产转让给上市公司，**预计磷矿石储量将增加约 40%。**

Figure 6 公司现有磷矿石储量和产量

矿产	持股比例	储量 (万吨)	权益储量 (万吨)	产能 (万吨/年)
兴盛矿业	99.93%	6300	6295.59	50
保康楚峰化工	100%	7300	7300	100
神农架武山矿业	70%	600	420	20
树空坪矿业	100%	1006.05	1006.05	74
合计		15206.05	15021.64	244

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

新项目陆续投产值得期待

报告期，公司宜昌园区 1 万吨/年电子级磷酸联产 2 万吨/年食品级磷酸、5000 吨/年漂粉精项目等项目相继建成，60 万吨/年磷铵等项目全面启动。预计 1 万吨/年电子级磷酸项目 2011 年产能利用率为 70%左右，可增加利润 2000 万元；60 万吨/年磷铵项目将于 2011 年底完成基建，2012 年中期投产。

盈利预测及评级

不考虑营业外项目的影响，根据我们的预测，公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.75 元、0.89 元、1.15 元，以目前收盘价对应市盈率分别为 33.14 倍、27.80 倍、21.57 倍。考虑公司具有磷矿石资源优势、完善的磷化工产业链，将充分受益磷化工景气周期，我们建议中长期关注公司，给予“增持”评级。

Figure 7 公司 2011 - 2013 年利润表预测

项目	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	4,678.04	5,030.00	5,451.00	6,010.00
二、营业总成本	4,408.20	4,677.90	5,031.27	5,469.10
营业成本	3,965.24	4,184.96	4,469.82	4,838.05
营业税金及附加	61.25	65.39	70.86	78.13
销售费用	125.30	150.90	174.43	198.33
管理费用	106.30	125.75	147.18	168.28
财务费用	139.80	150.90	168.98	186.31
资产减值损失	10.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.26	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	287.10	352.10	419.73	540.90
营业外净收支	-48.52	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	238.58	352.10	419.73	540.90
减：所得税	51.28	73.94	88.14	113.59
五、净利润	187.30	278.16	331.58	427.31
减：少数股东损益	4.02	5.56	6.63	8.55
归属于母公司所有者的净利润	183.29	272.60	324.95	418.76
总股本(百万股)	365.48	365.48	365.48	365.48
六、每股收益：	0.51	0.75	0.89	1.15

资料来源：wind、世纪证券研究所

风险提示

- 1) 磷矿石、磷酸盐价格波动;
- 2) 项目进展低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.