

2011 年 7 月 26 日

兴发集团

磷矿石资源价值显现

在全球流动性加剧的背景下，国内磷矿石资源价值重估趋势明确，考虑公司未来两年利润增长明确，以及按资源价值计算，目前估值较低。我们目标价格上调为 28.00 元，维持其买入评级。

支撑评级的要点

- 2011 上半年公司收入和净利分别同比增长 54% 和 23%，而经营性净现金流达到 2.4 亿，同比大幅增长 605%，显示磷矿石业务由于量升价涨带来优异的经营业绩。
- 伴随磷矿石量升价涨，以及 60 万吨磷酸二铵在 2012 年投产，我们预计 2010-12 年公司净利年均复合增值率达到 41%。
- 随着瓦屋 IV 矿段探矿项目、后坪探矿等重点矿山项目正在加快实施，公司磷矿石未来储量有望增至 3 亿吨。

评级面临的主要风险

- 磷酸盐行业景气度持续低迷。

估值

- 考虑未来两年利润增长明确，基于 28 倍的 2012 年预期市盈率，我们将公司目标价由 27.00 上调为 28.00 元，维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,044	4,678	5,937	6,154	7,250
变动 (%)	14	54	27	4	18
净利润(人民币 百万)	139	183	266	367	547
全面摊薄每股收益(人民币)	0.459	0.501	0.728	1.004	1.496
变动 (%)	(52.9)	9.2	45.2	37.9	49.0
市场预期每股收益(人民币)		0.608	0.882	1.193	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.902	1.362	
调整幅度 (%)	-	-	(19.3)	(26.3)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.421	0.606	0.695	0.971	1.463
变动 (%)	(61.7)	43.7	14.8	39.7	50.6
全面摊薄市盈率(倍)	48.7	44.6	30.8	22.3	15.0
核心市盈率(倍)	53.1	37.0	32.2	23.1	15.3
每股现金流量(人民币)	1.19	1.34	2.16	3.08	3.51
价格/每股现金流量(倍)	18.9	16.7	10.4	7.3	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	20.7	16.4	12.2	9.7
每股股息(人民币)	0.006	0.005	0.014	0.022	0.033
股息率 (%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600141.SS - 人民币 22.39

目标价格: 人民币 28.00(↑27.00)

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	12	8	(5)	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	16	12	5	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	365
流通股 (%)	98.5
流通股市值(人民币 百万)	8,050
3 个月日均交易额(人民币 百万)	156
净负债比率 (%) (2011E)	169
主要股东 (%)	
宜昌兴发集团	19.75

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

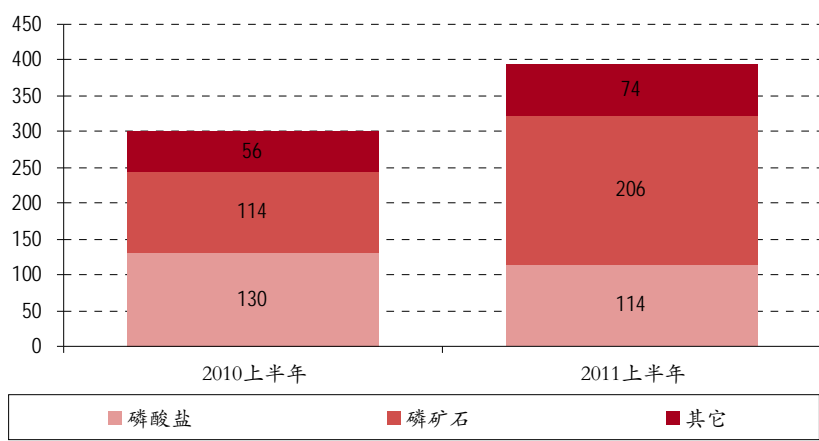
估值。在全球流动性加剧的背景下，国内磷矿石资源价值重估趋势确立。得益于 2011 年公司磷矿石产量预计将提升 30% 至 180-200 万吨，同时价格上涨明确，我们预计 2011 年兴发集团净利同比将提升 45%。伴随 60 万吨磷铵项目投产，2012 年公司业绩也将大幅增长，考虑未来两年利润增长明确，基于 28 倍的 2012 年预期市盈率，我们将公司目标价上调为 28.00 元，维持公司**买入**评级。

2011 上半年净利同比增长 23%。公司 2011 年上半年业绩保持稳定增长，其中主营收入同比增长 54% 至 32.7 亿元，但净利同比增幅较小，为 23% 至 1.13 亿元。这主要是因为其低毛利率的贸易业务增长较快，拉低了整体毛利率（从去年同期的 13.2% 下降至 11%）。但分业务板块我们可以看到，磷矿石和磷酸盐是主要利润贡献者，它们分别占到公司主营利润的 52% 和 29%，其中磷矿石是业绩增长的绝对贡献者，其同比利润增长达到 81% 至 2.06 亿元，而磷酸盐由于成本上升利润同比小幅下滑了 13% 至 1.14 亿元。公司的销售费用和管理费用增长较为合理，利率上升导致财务费用同比增长 40%。同时，我们看到公司的经营性现金流达到 2.4 亿元，同比大幅增长 605%，显示磷矿石业务由于量升价涨带来优异的经营业绩。

图表 2.2011 年上半年业绩摘要

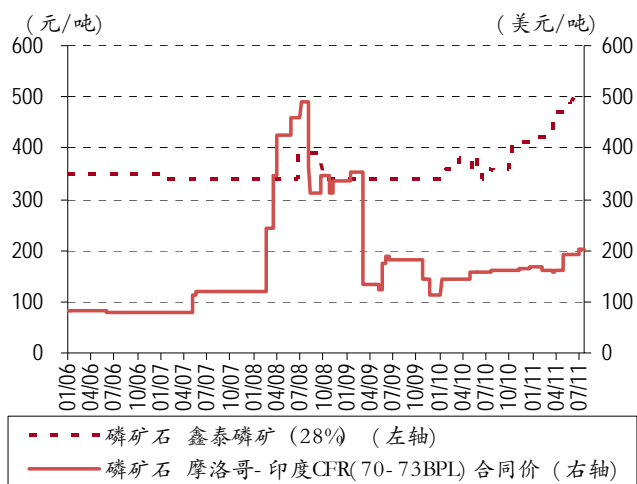
(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动%
营业额	2,121	3,273	54
销售税金	(25)	(41)	67
净销售额	2,097	3,232	54
销售成本	(1,816)	(2,872)	58
毛利润	281	360	28
销售费用	(43)	(52)	22
管理费用	(46)	(62)	35
经营利润	192	246	28
投资收益	11	2	
财务费用	(61)	(86)	40
资产减值	(13)	(18)	42
其它	(16)	6	
税前利润	114	151	33
所得税	(21)	(36)	69
少数股东权益	0	(2)	
净利润	92	113	23
主要比率 (%)			
毛利率	13.2	11.0	
经营利润率	9.1	7.5	
净利率	4.4	3.5	

资料来源：公司数据

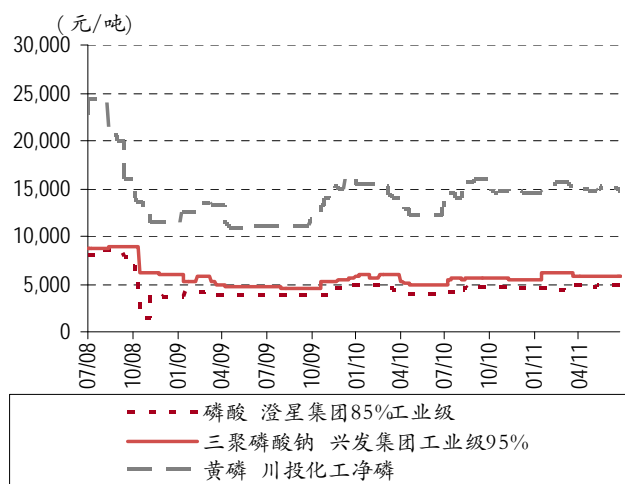
图表 3. 公司主要业务上半年利润对比


资料来源：公司数据

磷矿石价格保持上涨趋势，磷酸盐景气度一般。进入 2011 年，由于通胀加剧，以及天气和运输等因素影响，国内磷矿石价格处于持续上涨态势，7 月份湖北 30% 较高品位的磷矿石船板含税价已达到 560 元/吨左右，同比上涨了 30% 以上。行业内预计进入 8 月份由于下游磷肥需求旺季的来临，磷矿石价格不排除有进一步上涨趋势。而下游磷酸盐行业除了食品级磷酸盐需求一直较为旺盛外，其他需求较为平稳，出口由于人民币升值等因素影响，情况一般。工业级主流出厂价 5,700-6,000 元/吨，95% 食品级主流出厂价 7,000-7,300 元/吨，高端接近 8,000 元/吨。但由于磷矿石等成本上涨，行业利润率受到挤压，我们预计该状态可能会维持至下半年。

图表 4. 磷矿石价格走势


资料来源：中国资讯网

图表 5. 磷酸盐价格走势


资料来源：中国资讯网

新建项目将在未来两年陆续贡献利润。2011 年将是兴发集团由传统磷化工企业向具有磷矿、精细化工、磷肥和磷化工业务的综合性化工企业转型的重要一年。1) 公司新建 1 万吨电子级磷酸项目目前已经投产，虽然短期由于市场拓展等问题，利润不会很快释放，我们预计 2012 年将开始为公司贡献利润；2) 新建 6 万吨有机硅装置建设目前已进入试车阶段，我们预计 2012 年将开始贡献利润；3) 公司控股 70% 的宜都兴发新建 60 万吨磷铵项目可能在 2012 年上半年投产。由于该项目配套 80 万吨硫磺制酸，30 万吨湿法磷酸工程，并且公司拥有磷矿石资源，这样磷铵所需原料完全自给，我们预计该项目回报较为丰厚，以 80% 开工率计算，该项目将增加公司 2012 年收入 8 亿元，主营利润 2 亿元。

未来磷矿储量将进一步增加。湖北磷化集团股权转让给兴发集团正在进行，重组后，宜昌兴发集团持有磷化有限公司 95.9% 的股权。而未来宜昌兴发集团拟以成本价将相关资产转让给上市公司。目前磷化公司核心资产店子坪磷矿和树崆坪磷矿，两矿可利用磷矿资源储量为 6,026.02 万吨。作为省内磷矿行业的龙头企业，兴发集团(目前已拥有磷矿资源 1.44 亿吨)无疑将受益于此。另外，瓦屋 IV 矿段探矿项目、后坪探矿等重点矿山项目正在加快实施(网上初步公告储量在 1.5 亿吨左右)，公司未来磷矿储量将继续增加，资源价值进一步提升。

公告建设 120 万吨重介质选矿项目及 30 万吨离子膜烧碱改扩建项目及配套工程。公司同时公告树空坪矿业公司将新建 120 万吨/年重介质选矿项目一期主体及配套工程，该项目计划投资 5,700 万元，是为了合理利用中低品位磷矿石，提高磷矿资源利用率，公司预计该项目将于 2012 年投产，将实现销售收入 1.12 亿元，利润 900 万元。另外，考虑宜昌精细化工园配套需求，兴瑞化工将建设 30 万吨离子膜及配套公用工程，该项目计划建设期 18 个月，公司预计项目达产可实现销售收入 4.1 亿元，净利 900 万元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,044	4,678	5,937	6,154	7,250
销售成本	(2,594)	(3,965)	(5,044)	(5,021)	(5,816)
经营费用	(115)	(144)	(155)	(126)	(182)
息税折旧前利润	336	569	738	1,007	1,252
折旧及摊销	(114)	(149)	(231)	(274)	(289)
经营利润(息税前利润)	222	420	507	733	963
净利息收入/(费用)	(98)	(140)	(194)	(222)	(219)
其他收益/(损失)	35	(42)	35	35	35
税前利润	159	239	348	546	780
所得税	(19)	(51)	(70)	(109)	(156)
少数股东权益	(1)	(4)	(13)	(70)	(78)
净利润	139	183	266	367	547
核心净利润	127	221	254	355	535
每股收益(人民币)	0.459	0.501	0.728	1.004	1.496
核心每股收益(人民币)	0.421	0.606	0.695	0.971	1.463
每股股息(人民币)	0.006	0.005	0.014	0.022	0.033
收入增长(%)	14	54	27	4	18
息税前利润增长(%)	(57)	89	21	45	31
息税折旧前利润增长(%)	(45)	69	30	36	24
每股收益增长(%)	(53)	9	45	38	49
核心每股收益增长(%)	(62)	44	15	40	51

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	148	183	147	232	238
应收帐款	207	432	548	568	669
库存	351	459	584	582	674
其他流动资产	47	155	194	201	236
流动资产总计	754	1,229	1,473	1,582	1,817
固定资产	2,239	4,203	4,655	5,052	5,808
无形资产	259	537	636	668	214
其他长期资产	388	223	228	229	232
长期资产总计	2,886	4,963	5,519	5,949	6,254
总资产	3,640	6,192	6,992	7,531	8,071
应付帐款	309	367	466	483	569
短期债务	483	575	708	725	766
其他流动负债	181	207	318	340	396
流动负债总计	973	1,149	1,493	1,548	1,732
长期借款	1,353	2,896	3,097	3,197	2,997
其他长期负债	32	193	241	249	291
股本	302	365	365	365	365
储备	944	1,311	1,506	1,812	2,248
股东权益	1,246	1,677	1,872	2,177	2,614
少数股东权益	35	277	290	360	438
总负债及权益	3,640	6,192	6,992	7,531	8,071
每股帐面价值(人民币)	4.12	4.59	5.12	5.96	7.15
每股有形资产(人民币)	3.27	3.12	3.38	4.13	6.57
每股净负债/(现金)(人民币)	5.58	8.99	10.01	10.09	9.64

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	159	239	348	546	780
折旧与摊销	114	149	231	274	289
净利息费用	98	140	194	222	219
运营资本变动	22	(129)	(70)	12	(90)
税金	(19)	(51)	(70)	(109)	(156)
其他经营现金流	(15)	60	21	(13)	19
经营活动产生的现金流	359	406	654	932	1,061
购买固定资产净值	(457)	(1,103)	(801)	(671)	(571)
投资减少/增加	38	12	0	0	0
其他投资现金流	(201)	217	0	0	0
投资活动产生的现金流	(621)	(873)	(801)	(671)	(571)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	684	385	300	100	(200)
支付股息	(152)	(201)	(196)	(227)	(227)
其他融资现金流	(326)	318	7	(49)	(56)
融资活动产生的现金流	206	502	111	(176)	(483)
现金变动	(56)	35	(36)	84	6
期初现金	204	148	183	147	232
公司自由现金流	(262)	(467)	(147)	260	489
权益自由现金流	422	(82)	153	360	289

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.0	12.2	12.4	16.4	17.3
息税前利润率(%)	7.3	9.0	8.5	11.9	13.3
税前利润率(%)	5.2	5.1	5.9	8.9	10.8
净利率(%)	4.6	3.9	4.5	6.0	7.5
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	2.3	3.0	2.6	3.3	4.4
净权益负债率(%)	131.7	168.2	169.2	145.4	115.5
速动比率(倍)	0.4	0.7	0.6	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	48.7	44.6	30.8	22.3	15.0
核心业务市盈率(倍)	53.1	37.0	32.2	23.1	15.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	64.1	44.6	38.8	27.8	18.5
市净率(倍)	5.4	4.9	4.4	3.8	3.1
价格/现金流(倍)	18.9	16.7	10.4	7.3	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	20.7	16.4	12.2	9.7
周转率					
存货周转天数	41.3	37.3	37.8	42.4	39.4
应收帐款周转天数	24.7	24.9	30.1	33.1	31.1
应付帐款周转天数	46.0	26.4	25.6	28.2	26.5
回报率					
股息支付率(%)	1.3	0.9	1.9	2.2	2.2
净资产收益率(%)	11.7	12.5	15.0	18.1	22.8
资产收益率(%)	5.9	6.7	6.2	8.1	9.9
已运用资本收益率(%)	8.2	9.8	8.9	11.8	14.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371