



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晚曼

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010
(8621) 2032 8319
xiaoman.ni@bocigroup.com

兴发集团增发公告点评

3月23日，兴发集团(600141.SS/人民币 23.24, 买入)公告计划非公开募集资金不超过 13.50 亿元，用于收购宜都兴发 49% 股权等 4 个项目。本次发行定价为前二十个交易日均价 90%，即 19.31 元/股，预计发行数量不超过 6,991 万股。公司控股股东宜昌兴发集团公司承诺认购股份数额不少于本次发行总额的 5%。

图表 1. 募集资金项目

| 序号 | 项目 | 预计投资总额(亿元) | 募集资金拟投资额(亿元) |
|----|-------------------------|------------|--------------|
| 1 | 向兴山水电收购宜都兴发 49% 股权 | 2.71 | 2.71 |
| 2 | 增资宜都兴发并新建 10 万吨湿法磷酸精制项目 | 6.28 | 5.78 |
| 3 | 增资宜都兴发并新建 200 万吨/年选矿项目 | 3.77 | 2.34 |
| 4 | 补充营运资金 | 2.67 | 2.67 |
| | 合计 | 15.43 | 13.5 |

资料来源：公司数据

- 1) 公司拟收购兴山水电持有的宜都兴发 49% 股权，收购完成后宜都兴发将成为其全资子公司。由于宜都兴发净资产预评估值为 5.53 亿元，其 49% 股权即为本次 2.71 亿元收购金额。目前宜都兴发在建 60 万吨磷酸二铵项目，我们预计在今年可投产运行。并且公司预计在宜都兴发拟建的湿法磷酸精制、选矿等项目未来效益较好，收购后将有利于加快宜都新项目建设，上市公司并且可以享受其全部收益。
- 2) 对宜都兴发增资以新建 10 万吨/年湿法磷酸（工业级和食品级磷酸各 5 万吨）精制项目。该项目计划投资额 6.28 亿元，使用募集资金 5.78 亿元。由于公司目前磷酸生产均来自于热法的黄磷制酸工艺，但其缺点是能耗高（吨黄磷需消耗 1.3-1.6 万度电），在能源价格持续上涨背景下，新的湿法磷酸（磷矿石和硫磺制酸）将大幅降低能耗，并提供磷酸精制水平。为此，公司还与瓮福集团签订了合作框架协议，将支付 2,200 万元购买瓮福集团 10 万吨湿法磷酸净化制取工业级、食品级磷酸成套《技术许可合同》，并委托瓮福集团承担该项目成套工程设计，合同金额为 2,500 万元。该项目规划建设期为 24 个月，涉及到环保等有关报批事项正在办理，我们预计该项目将在 2014 年建成投产。
- 3) 对宜都兴发增资以新建 200 万吨磷矿选矿项目。该项目计划总投资 3.77 亿元，使用募集资金 2.34 亿元。由于我国磷矿石高品位稀缺性日益增强，而中低品位由于技术等原因浪费较为严重，我们预计项目建成后将大幅提升公司对中低品位磷矿石的利用能力，有效增强其磷矿资源集约利用水平。我们预计该项目将在 2013 年建成，其投资回报率将不低于目前公司综合盈利水平。
- 4) 补充营运资金 2.67 亿元。截至 2011 年 9 月 30 日，公司资产负债率已达到 72.81%，如果本次募集资金在 13.50 亿元，发行后其负债率将下降至 62.66%，财务结构更为稳健，为其后续发展提供保障。

兴发集团增发预案已经公司董事会审议通过，该预案后续将报批股东大会和证监会批准。如果顺利，我们预计在今年年内可完成发行。按照我们测算2012-2013年其每股收益分别为0.9元和1.37元，预计增发完成后每股收益将摊薄19%，即0.76元和1.15元。按照23.24元收盘价计算，公司目前估值相当于30.6倍2012年和20.2倍2013年预期市盈率。考虑磷矿石资源稀缺性、行业整合以及下游磷肥需求稳中有升，我们预计磷矿石价格将处于稳中上升阶段，我们仍然看好公司中长期发展。维持买入评级。

图表 2. 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 | 6,198 | 7,347 |
| 变动 (%) | 14 | 54 | 27 | 4 | 19 |
| 净利润(人民币 百万) | 139 | 183 | 266 | 342 | 514 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.459 | 0.501 | 0.728 | 0.936 | 1.405 |
| 变动 (%) | (52.9) | 9.2 | 45.2 | 28.5 | 50.2 |
| 市场预期每股收益(人民币) | | | 0.689 | 0.906 | 1.358 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.421 | 0.606 | 0.695 | 0.903 | 1.373 |
| 变动 (%) | (61.7) | 43.7 | 14.8 | 29.9 | 52.1 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 50.6 | 46.3 | 31.9 | 24.8 | 16.5 |
| 核心市盈率(倍) | 55.1 | 38.4 | 33.4 | 25.7 | 16.9 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.19 | 1.34 | 2.16 | 2.97 | 3.39 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 19.6 | 17.3 | 10.7 | 7.8 | 6.9 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 26.1 | 21.2 | 16.9 | 12.9 | 10.3 |
| 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

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，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 2 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