

证券研究报告 — 调整目标价格

2012 年 4 月 6 日

买入 **14% ↑**

目标价格: 人民币 23.10

600141.SS 原目标价格: 人民币 28.00

价格: 人民币 20.35

目标价格基础: 30 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	23	(3)	33	(12)
相对新华富时 A50 指数	15	2	26	7
发行股数(百万)		365		
流通股(%)		98.4		
流通股市值(人民币 百万)		7,309		
3 个月日均交易额(人民币 百万)		223		
净负债比率(%) (2012E)		125		
主要股东(%)				
兴发集团		21		

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 5 日收市价为标准

兴发集团

磷矿石量升价涨将支持公司业绩持续提升

2011 年公司实现净利润增长 27%，基本符合我们预期。虽然其面临新建化工项目盈利回报率低于磷矿石业务风险，但由于磷矿石资源稀缺性、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，而公司在“十二五”期间磷矿石产销量将较目前翻番至 500 万吨以上，其磷矿石贡献利润未来几年将快速提升，抵消其他业务回报率下降风险，我们仍然看好公司中长期发展。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2011 年兴发实现主营收入 65.7 亿元，净利润 2.32 亿元，同比分别增长 40% 和 27%，其中扣除非经常性损益的净利润达到 2.52 亿元，基本符合我们预期。公司盈利增长主要贡献来自于磷矿石利润提升。公司同时宣布其 2011 年分红方案为每 10 股派发红利 2 元。
- 综合考虑磷矿石均价较 2011 年提升 30%，量持平或小幅下降，但新建磷酸二铵投产将贡献 20-30 万吨增量，以及贸易业务规模的持续提升，我们预计公司 2012 年收入和净利润较 2011 年将分别增长 28% 至 84 亿元，45% 至 3.4 亿元，其盈利增长依然强劲。
- 公司近期增发项目的利润贡献多在 2013 或 14 年，短期没有增加公司盈利，并且回报率没有市场预期的磷化集团 6,000 万吨磷矿石高，因此该方案推出短期对公司股价形成一定压力。我们预计在正式增发方案（包含项目盈利性预测）出台后，市场可能逐步消化增发方案的信息。

评级面临的主要风险

- 负债率过高制约其未来发展。
- 公司未来新建项目较多，如果盈利状况不佳，将拖累其整体利润回报率。

估值

- 预计增发完成后每股收益将摊薄 19%，即 0.77 元和 1.32 元，目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 26.4 倍和 2013 年 15.4 倍，估值较低。目标价基于 30 倍 2012 年增发摊薄后每股收益预测 0.77 元，由 28.00 元下调为 23.10 元，我们维持其买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	4,678	6,569	8,414	10,696	13,041
变动(%)	54	40	28	27	22
净利润(人民币 百万)	183	232	337	574	707
全面摊薄每股收益(人民币)	0.501	0.636	0.922	1.570	1.934
变动(%)	9.2	26.8	44.9	70.4	23.2
先前预测每股收益(人民币)			1.004	1.496	
调整幅度(%)	-	-	(8.2)	5.0	
全面摊薄市盈率(倍)	33.6	29.6	22.9	13.2	10.7
每股现金流量(人民币)	1.34	2.87	2.70	3.66	4.22
价格/每股现金流量(倍)	15.1	7.1	7.5	5.6	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.3	16.2	12.0	8.8	7.6
每股股息(人民币)	0.005	0.005	0.022	0.033	0.033
股息率(%)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

估值

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0.92元和1.57元，预计增发完成后每股收益将摊薄19%，即0.77元和1.32元，目前股价分别相当于摊薄后2012年26.4倍和2013年15.4倍，估值较低。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。目标价基于30倍2012年增发摊薄后每股收益预测0.77元，由28.00元下调为23.10元，我们维持其买入评级。

2011年公司净利同比增长27%，基本符合预期

兴发集团2011年实现主营收入65.7亿元，净利2.32亿元，同比分别增长40%和27%，其中扣除非经常性损益的净利达到2.52亿元，基本符合我们预期。公司2011年实现主营利润8.22亿元，同比增长1.7亿元，其中磷矿石主营利润增加1.83亿元，而磷酸盐产品由于出口市场受阻和成本上升等因素影响，主营利润同比是减少了6,400万元，可见公司实现盈利增长的主要驱动力来自于磷矿石的利润提升。公司当年管理费用同比增幅达到64%至1.75亿元，主要是研发投入和职工薪酬增加所致。同时由于低毛利的贸易业务发展较快，由2010年26.3亿元增加至2011年41.1亿元，导致其总体利润率走低，综合毛利率和净利率分别由2010年的13.9%和3.9%减少至2011年12.5%和3.5%，所以净利的增幅27%小于收入增幅40%至2.32亿元。另外，由于磷矿石现金回款较好，公司经营性现金净额达到5.57亿元，远高于利润的2.32亿元。公司同时宣布其2011年分红方案为每10股派发红利2元。

图表 1.2011年业绩摘要

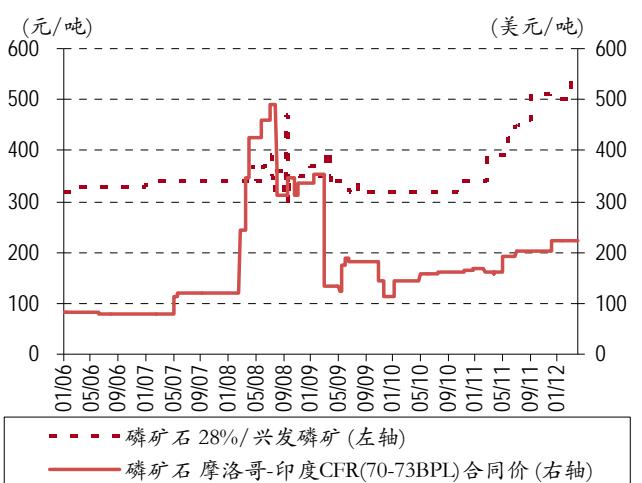
(人民币, 百万)	2010年	2011年	同比变动(%)
营业额	4,678	6,569	40
销售税金	(61)	(87)	42
净销售额	4,617	6,482	40
销售成本	(3,965)	(5,660)	43
毛利润	652	822	26
销售费用	(125)	(140)	11
管理费用	(106)	(175)	64
经营利润	420	507	21
投资收益	17	11	(39)
财务费用	(140)	(182)	30
资产减值	(10)	(5)	(54)
其它	(48)	(24)	(50)
税前利润	238	306	29
所得税	(51)	(73)	42
少数股东权益	(4)	(1)	(75)
净利润	183	232	27
主要比率(%)			
毛利率	13.9	12.5	
经营利润率	9.0	7.7	
净利率	3.9	3.5	

资料来源：公司数据

2012年公司利润增长来自于磷矿石景气度持续提升和磷酸二铵投产。

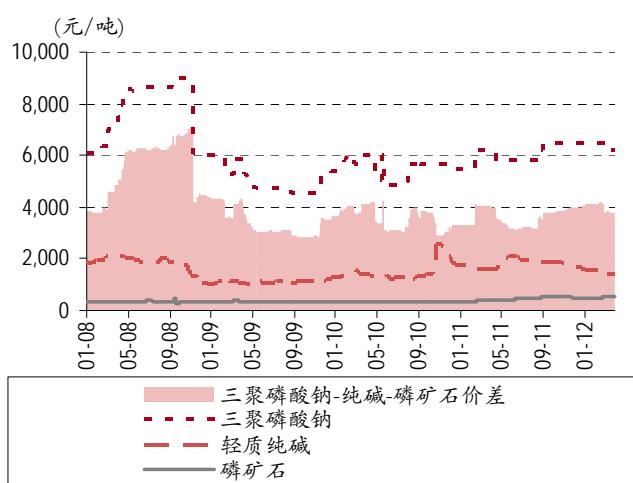
得益于全球磷矿石供应紧张和全球磷肥需求的稳定增长带来的磷矿石/磷肥行业景气度提升，以及国内对磷矿石行业整合力度加大，自2011年开始磷矿石价格持续上涨，以兴发集团28%含量磷矿石为例，2010年均价为324元，2011年均价达到438元，同比涨幅35%，而目前价格为540元/吨，较2011均价再次提升23%。虽然今年国内磷肥由于小品种磷肥出口受到高关税限制，景气度可能略低于2011年，但预计6-9月出口期磷酸一铵、二铵仍然保持正常出口量，我们预计对磷矿石需求仍然保持稳定增长，磷矿石价格会保持在相对稳定高位。

图表2. 磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表3. 磷化工产品及价差图



资料来源：百川资讯及中银国际研究

从磷矿石产销量来看，公司目前已拥有磷矿石储量2.1亿吨，年开采能力超过250万吨。随着后续瓦屋IV矿探矿项目、后坪探矿等项目加快实施（初步探明1.5亿吨），以及磷化集团6,000多万吨磷矿石资源注入集团，公司的磷矿石资源储量将进一步增加至4亿吨以上。公司初步计划“十二五”期间磷矿石产量突破500万吨，每年增量在50万吨以上。2011年公司实现产量预计在250万吨，外卖量180万吨左右，我们预计2012年由于其新建60万吨磷酸二铵装置的投产，将内部消化磷矿石在40-50万吨，考虑增加30万吨产量，预计外卖量将持平或小幅下降至160万吨左右。

综合考虑磷矿石均价较2011年提升30%，量持平或小幅下降，但新建磷酸二铵投产将贡献20-30万吨增量，以及贸易业务规模的持续提升，我们预计公司2012年收入和净利较2011年将分别增长28%至84亿元，45%至3.4亿元，其盈利增长依然强劲。

公司增发项目盈利情况有待检验。

2012年3月23日，兴发集团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。本次发行低价定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 4. 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

由于这些增发项目利润贡献多在 2013 或 14 年，短期没有增加公司盈利，并且回报率没有市场预期的磷化集团 6,000 万吨磷矿石高，因此该方案推出短期对公司股价形成一定压力。我们预计在正式增发方案（包含项目盈利性预测）出台后，市场可能逐步消化增发方案的信息。

公司与瓮福集团合作逐渐深入

兴发集团与瓮福集团均是国内磷化工行业的龙头公司，一个擅长精制磷酸盐产品，一个优势在于磷矿资源综合利用，目前两家公司的合作逐渐深入。在兴发集团的增发方案中，其新建 10 万吨湿法磷酸项目，就是与瓮福集团签订了合作框架协议，公司将支付 2,200 万元购买对方 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。另外，公司还公布了与瓮福集团合作框架协议，将在磷化工下游深加工及资源综合利用等方面开展合作。具体为：1) 出资 8,000 万设立贵州兴发化工公司（兴发集团和瓮福分别占注册资本 51% 和 49%），依托贵州当地硫化氢等资源优势，生产二甲基亚砜等产品；2) 宜都兴发与瓮福子公司贵州瓮福蓝天公司投资设立湖北瓮福蓝天公司（注册资本 1 亿元，分别占股 49% 和 51%），综合利用湖北磷矿资源，发展氟碘化工产品。由于这两个项目仍在前期论证，其对公司未来盈利影响仍具不确定性，但我们看好二者的强强联合，其未来发展方向仍然值得期待。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,678	6,569	8,414	10,696	13,041
销售成本	(3,965)	(5,660)	(7,172)	(8,995)	(11,033)
经营费用	(144)	(171)	(267)	(398)	(533)
息税折旧前利润	569	738	975	1,304	1,475
折旧及摊销	(149)	(231)	(274)	(289)	(305)
经营利润(息税前利润)	420	507	702	1,015	1,171
净利润收入/(费用)	(140)	(182)	(217)	(212)	(189)
其他收益/(损失)	(42)	(19)	35	35	35
税前利润	239	306	519	838	1,016
所得税	(51)	(73)	(114)	(184)	(224)
少数股东权益	(4)	(1)	(68)	(79)	(86)
净利润	183	232	337	574	707
每股收益(人民币)	221	251	325	562	695
每股股息(人民币)	0.501	0.636	0.922	1.570	1.934
收入增长(%)	0.606	0.687	0.889	1.538	1.902
息税前利润增长(%)	0.005	0.005	0.022	0.033	0.033
息税折旧前利润增长(%)	54	40	28	27	22
每股收益增长(%)	89	21	38	45	15

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	239	306	519	838	1,016
折旧与摊销	149	231	274	289	305
净利息费用	140	182	217	212	189
运营资本变动	(129)	211	(96)	(89)	(114)
税金	(51)	(73)	(114)	(184)	(224)
其他经营现金流	60	10	17	40	103
经营活动产生的现金流	406	867	817	1,105	1,275
购买固定资产净值	(1,103)	(801)	(671)	(571)	(571)
投资减少/增加	12	0	0	0	0
其他投资现金流	217	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(873)	(801)	(671)	(571)	(571)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	385	300	100	(200)	(201)
支付股息	(201)	(185)	(219)	(220)	(201)
其他融资现金流	318	59	(97)	(57)	(63)
融资活动产生的现金流	502	174	(216)	(477)	(465)
现金变动	35	241	(71)	57	238
期初现金	148	183	424	353	410
公司自由现金流	(467)	66	145	534	703
权益自由现金流	(82)	366	245	334	502

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	183	424	353	410	648
应收帐款	432	321	540	686	837
库存	459	562	713	894	1,096
其他流动资产	155	158	198	240	271
流动资产总计	1,229	1,466	1,803	2,230	2,853
固定资产	4,203	5,788	5,052	5,807	6,376
无形资产	537	696	1,420	949	579
其他长期资产	223	289	301	309	272
长期资产总计	4,963	6,773	6,774	7,066	7,227
总资产	6,192	8,238	8,577	9,296	10,080
应付帐款	367	451	577	734	895
短期债务	575	1,596	717	747	740
其他流动负债	207	747	932	1,060	1,179
流动负债总计	1,149	2,794	2,226	2,540	2,814
长期借款	2,896	2,698	3,197	2,997	2,796
其他长期负债	193	248	304	372	443
股本	365	365	365	365	365
储备	1,311	1,523	1,806	2,264	2,819
股东权益	1,677	1,888	2,172	2,629	3,184
少数股东权益	277	610	678	758	843
总负债及权益	6,192	8,238	8,577	9,296	10,080
每股帐面价值(人民币)	4.59	5.17	5.94	7.19	8.71
每股有形资产(人民币)	3.12	3.26	2.06	4.60	7.13
每股净负债/(现金)(人民币)	8.99	10.59	9.74	9.12	7.90

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.2	11.2	11.6	12.2	11.3
息税前利润率(%)	9.0	7.7	8.3	9.5	9.0
税前利润率(%)	5.1	4.7	6.2	7.8	7.8
净利率(%)	3.9	3.5	4.0	5.4	5.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.5	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	3.0	2.8	3.2	4.8	6.2
净权益负债率(%)	168.2	154.9	124.9	98.4	71.7
速动比率(倍)	0.7	0.3	0.5	0.5	0.6
估值					
全面摊薄市盈率(倍)	33.6	29.6	22.9	13.2	10.7
市净率(倍)	4.4	3.9	3.4	2.8	2.3
价格/现金流(倍)	15.1	7.1	7.5	5.6	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.3	16.2	12.0	8.8	7.6
周转率					
存货周转天数	37.3	32.9	32.4	32.6	32.9
应收帐款周转天数	24.9	20.9	18.7	20.9	21.3
应付帐款周转天数	26.4	22.7	22.3	22.4	22.8
回报率					
股息支付率(%)	0.9	0.7	2.4	2.1	1.7
净资产收益率(%)	12.5	13.0	16.6	23.9	24.3
资产收益率(%)	6.7	5.4	6.5	8.9	9.4
已运用资本收益率(%)	9.8	8.3	10.4	14.6	15.9

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，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