



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

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

# 兴发集团 1 季度净利同比 增长 71%，略好于预期

兴发集团(600141.SS/人民币 21.72, 买入)公布 2012 年第一季度业绩, 实现销售收入 21.09 亿元, 净利 6,600 万元, 同比分别增长 54%和 71%, 略好于我们预期。公司实现业绩大幅增长主要来自于磷矿石业务的量价齐升。根据百川资讯数据统计, 28%品位的兴发集团磷矿石在今年 1 季度均价达到 515 元/吨, 同比增幅达到 43%。考虑公司磷矿石平均品位低于 28%, 我们估计其均价涨幅小于 43%, 但也应达到 30%。尽管公司低毛利的贸易业务规模上升较快, 但由于磷矿石价格的大幅上涨, 仍然拉动其总体毛利率同比 2.4 个百分点至 12.2%, 使得公司经营利润增幅达到 109%。另外由于其财务成本上升和资产减值增加, 最终净利同比上升了 71%。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年第一季	2012 年第一季	同比变动(%)
营业额	1,373	2,109	54
销售税金	(14)	(16)	14
净销售额	1,359	2,093	54
销售成本	(1,225)	(1,835)	50
毛利润	134	258	93
销售费用	(22)	(24)	9
管理费用	(26)	(54)	108
经营利润	86	180	109
投资收益	3	3	
财务费用	(42)	(71)	69
资产减值	(6)	(17)	183
其它	11	(6)	
税前利润	52	89	71
所得税	(13)	(23)	76
少数股东权益	(1)	(1)	
净利润	38	66	71
主要比率(%)			
毛利率	9.8	12.2	
经营利润率	6.3	8.5	
净利率	2.8	3.1	

资料来源: 公司数据

目前公司 28%品位磷矿石已上涨至 550 元/吨, 较 1 季度均价再次上涨了 35 元/吨。虽然磷矿石下游磷肥产品在 2012 年需求由于出口关税的加强(小品种磷肥与去年比新增出口关税, 与磷酸一铵、二铵一样在非窗口期关税增加至 110%), 预计磷肥需求有所减弱, 但由于我国对磷矿石行业的整合力度加大, 以及磷矿稀缺性的增强(特别是高品位磷矿石), 我们预计今年磷矿石总体仍保持稳中上涨的趋势, 其中高品位磷矿石上涨幅度将高于中低品位磷矿石。

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%与 45%至 84 亿元与 3.4 亿元，其盈利增长依然强劲。假如公司增发方案在今年顺利实施，预计增发完成后其每股收益将摊薄 19%，即 0.77 元和 1.32 元，目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 28.2 倍和 2013 年 16.5 倍。考虑公司磷矿石量价齐升，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。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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