



买入

15% ↑

目标价格: 人民币 25.28

600141.SS

原目标价格: 人民币 23.10

价格: 人民币 21.93

目标价格基础: 32 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

兴发集团

“十二五”期间将步入稳健发展阶段

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,目标价格上调至 25.28 元。

支撑评级的要点

- 得益于预期的磷化集团 6,000 万吨磷矿石储量注入上市公司,以及树空坪瓦屋 IV 矿、后坪的相继开发,我们预计到“十二五”末公司磷矿石产能将可能翻倍至 600 万吨,产销量达到 500 万吨。
- 由于下游磷肥等产能扩充快于磷矿石产能增速、选矿成本的提升以及国家相关税费成本上升,我们预计未来磷矿石价格将处于稳中有升的状态。
- 得益于磷矿石景气度的持续提升以及 60 万吨磷酸二铵将在今年中期投产,我们预计今年公司净利有望增长 47% 至 3.4 亿元,每股收益 0.94 元。

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 0.79 元和 1.13 元,目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 28 倍和 2013 年 19.6 倍,估值较低。目标价基于 32 倍 2012 年增发摊薄后每股收益 0.79 元,由 23.10 元上调为 25.28 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	8,445	10,577	12,774
变动(%)	54	40	29	25	21
净利润(人民币 百万)	183	232	342	490	532
全面摊薄每股收益(人民币)	0.501	0.636	0.936	1.341	1.456
变动(%)	9.2	26.8	47.2	43.2	8.6
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)	43.7	34.5	23.4	16.4	15.1
每股现金流量(人民币)	1.34	2.87	2.78	3.40	3.67
价格/每股现金流量(倍)	16.3	7.6	7.9	6.4	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	16.9	12.3	10.1	9.4
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	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	33	(1)	9	1
相对新华富时 A50 指数	22	(1)	7	14

发行股数(百万)	365
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	6,352
3 个月日均交易额(人民币 百万)	217
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 5 月 14 日收市价为标准

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，该方案正式出台后，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 年其每股盈利分别为 0.94 元和 1.34 元，预计增发完成后每股收益将摊薄 19%，即 0.79 元和 1.13 元，目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 28 倍和 2013 年 19.6 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 32 倍 2012 年增发摊薄后每股收益 0.79 元，由 23.1 元上调为 25.28 元，我们维持其**买入**评级。

兴发集团 2012 年 5 月 10 日参加了中银国际本年度投资者会议。具体纪要如下：

“十二五”期间磷矿石产销量将大幅提升。

兴发集团公司目前拥有磷矿石储量 1.6 亿吨（不包括探矿权），年开采量 295 万吨，具体分布为：

- 1) 兴山县兴盛矿区 6,500 万吨储量，年开采量 80 万吨；
- 2) 神农架武山矿区在扩，储量 600 万吨，年产量 50 万吨以上；
- 3) 襄阳保康有 7,300 万吨储量，年开采量 100 万吨；
- 4) 兴山县树空坪矿：储量 1,643 万吨，年生产能力 65 万吨。

在“十二五”期间公司将新增矿产：

- 1) 磷化集团 6,000 万吨磷矿石，其中包括树空坪、店子坪等，产能将达到 200 万吨。树空坪由于公路、水电都是通的，将在 1-2 年内先达产，店子坪后达产。我们预计磷化集团资产今年有望整合进入上市公司；
- 2) 树空坪瓦屋 IV 矿已经开始运作 4-5 年，1-2 年探明采矿权，同时出产量。目前储量、开采量还不清楚，但开采量应不低于 30 万吨；
- 3) 树空坪后坪：2-3 年带矿出来，具体储量、产量还不清楚，但不低于 50 万吨。

公司预计“十二五”末磷矿石产量将不低于 500 万吨，产能至少在 600 万吨左右。公司新增的 3 个矿相对目前的矿品位更好。树空坪平均品位 22%-23%。

磷矿石价格将稳中有升

目前公司磷矿石均价在 330 元（不含税）/吨，公司认为磷矿石价格高增长将告一段落，短期会维持在一定价位波动，但

- 1) 长期将维持高位；
- 2) 不排除某一时点再度上涨；
- 3) 结构性价差将更加明显。

主要是因为下游产能扩张速度高于上游磷矿石开采速度，且高品位富矿越来越稀缺。另外选矿将必然推高成本、国内外产品价格接轨、国家税费成本也将上升。总体看，未来磷矿石价格将稳中有升。

磷化工产品有序发展

公司目前的磷化工资产主要有：

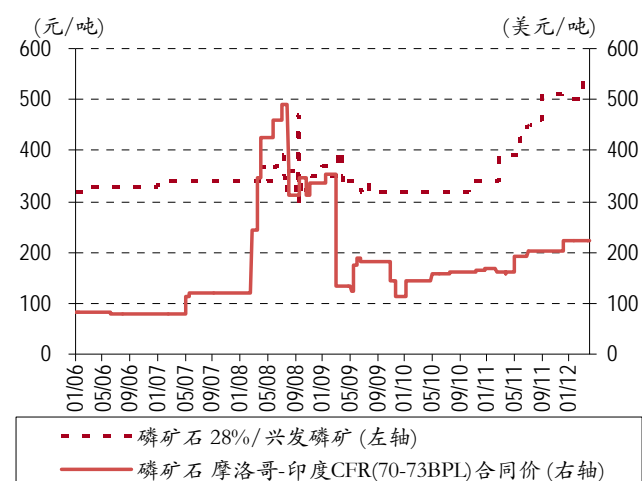
- 1) 兴山猢亭有机硅6万吨、1万吨电子级磷酸、有机磷等精细化工品；
- 2) 宜都以60万吨磷酸二胺、普钙等产品为主，也包括与翁福合作的一些项目，其具有交通运输优势，有水运、码头等设施；
- 3) 新疆阿克苏地区：正在规划中，以发展天然气化工为主；
- 4) 襄阳南漳以发展精细食品级磷酸为主。

另外磷酸盐新产品还包括荷兰水处理剂、食品添加剂、阻燃剂等。

2012-13 年利润将保持稳定增长。

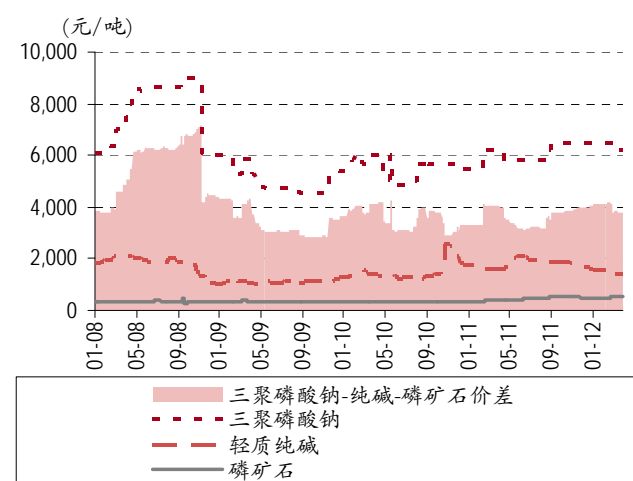
2012 年公司利润增长来自于磷矿石景气度持续提升和磷酸二铵投产。

图表 1. 磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 2. 磷化工产品价差图



资料来源：百川资讯及中银国际研究

2011 年公司实现产量在 260 万吨，外卖量 180 万吨左右，我们预计 2012 年磷矿石产量将达到 300 万吨，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 40 万吨产量，预计外卖量将持平在 180 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 29%与 47%至 84 亿元与 3.4 亿元，其盈利增长依然强劲。

2013 年利润增长则主要来自于磷矿石产销量预计进一步增加至 350 万吨，而 60 万吨磷酸二铵预计可以完全达产，我们预计公司净利仍有望保持 40%的增长至 4.9 亿元，每股盈利 1.34 元。

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	8,445	10,577	12,774
销售成本	(3,965)	(5,660)	(7,176)	(8,977)	(10,993)
经营费用	(144)	(171)	(269)	(390)	(516)
息税折旧前利润	569	738	1,000	1,210	1,266
折旧及摊销	(149)	(231)	(274)	(289)	(305)
经营利润(息税前利润)	420	507	726	921	961
净利息收入/(费用)	(140)	(182)	(235)	(231)	(214)
其他收益/(损失)	(42)	(19)	35	35	35
税前利润	239	306	526	725	781
所得税	(51)	(73)	(116)	(160)	(172)
少数股东权益	(4)	(1)	(68)	(75)	(77)
净利润	183	232	342	490	532
每股收益(人民币)	0.501	0.636	0.936	1.341	1.456
每股股息(人民币)	0.005	0.005	0.022	0.033	0.033
收入增长(%)	54	40	29	25	21
息税前利润增长(%)	89	21	43	27	4
息税折旧前利润增长(%)	69	30	36	21	5
每股收益增长(%)	9	27	47	43	9

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	360	326	381
应收帐款	432	321	542	679	819
库存	459	562	713	892	1,092
其他流动资产	155	158	198	238	267
流动资产总计	1,229	1,466	1,813	2,134	2,559
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	7,065	7,227
总资产	6,192	8,238	8,587	9,199	9,786
应付帐款	367	451	579	726	876
短期债务	575	1,596	718	729	684
其他流动负债	207	747	934	1,053	1,165
流动负债总计	1,149	2,794	2,231	2,508	2,726
长期借款	2,896	2,698	3,197	2,997	2,796
其他长期负债	193	248	304	368	434
股本	365	365	365	365	365
储备	1,311	1,523	1,810	2,206	2,633
股东权益	1,677	1,888	2,176	2,572	2,998
少数股东权益	277	610	679	754	831
总负债及权益	6,192	8,238	8,587	9,199	9,786
每股帐面价值(人民币)	4.59	5.17	5.95	7.04	8.20
每股有形资产(人民币)	3.12	3.26	2.07	4.44	6.62
每股净负债/(现金)(人民币)	8.99	10.59	9.73	9.30	8.48

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	526	725	781
折旧与摊销	149	231	274	289	305
净利息费用	140	182	235	231	214
运营资本变动	(129)	211	(95)	(93)	(118)
税金	(51)	(73)	(116)	(160)	(172)
其他经营现金流	60	10	17	36	98
经营活动产生的现金流	406	867	841	1,029	1,109
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)	(236)	(239)	(226)
其他融资现金流	318	59	(97)	(53)	(54)
融资活动产生的现金流	502	174	(234)	(492)	(482)
现金变动	35	241	(64)	(34)	55
期初现金	148	183	424	360	326
公司自由现金流	(467)	66	170	458	537
权益自由现金流	(82)	366	270	258	336

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	11.8	11.4	9.9
息税前利润率(%)	9.0	7.7	8.6	8.7	7.5
税前利润率(%)	5.1	4.7	6.2	6.9	6.1
净利率(%)	3.9	3.5	4.1	4.6	4.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.5	0.8	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	3.0	2.8	3.1	4.0	4.5
净权益负债率(%)	168.2	154.9	124.5	102.2	80.9
速动比率(倍)	0.7	0.3	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	43.7	34.5	23.4	16.4	15.1
市净率(倍)	4.8	4.2	3.7	3.1	2.7
价格/现金流(倍)	16.3	7.6	7.9	6.4	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	16.9	12.3	10.1	9.4
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	21.1	21.4
应付帐款周转天数	26.4	22.7	22.3	22.5	22.9
回报率					
股息支付率(%)	0.9	0.7	2.3	2.4	2.3
净资产收益率(%)	12.5	13.0	16.8	20.6	19.1
资产收益率(%)	6.7	5.4	6.7	8.1	7.9
已运用资本收益率(%)	9.8	8.3	10.7	13.3	13.4

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，豁免披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(无论有否修改)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