



买入 **12% ↑**
目标价格: 人民币 23.10
600141.CH
价格: 人民币 20.63
目标价格基础: 21 倍 13 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	25	6	(4)	11
相对新华富时 A50 指数	24	(1)	(2)	15
发行股数(百万)	365			
流通股(%)	98.4			
流通股市值(人民币 百万)	8,297			
3个月日均交易额(人民币 百万)	156			
净负债比率(%) (2012E)	156			
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10月22日收市价为标准

兴发集团

前三季业绩符合预期

兴发集团 2012 年前三季实现净利增长 31%，基本符合我们预期。我们维持公司未来两年业绩将保持较高增长的预期，主要是因为：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

- 2012 年前三季兴发实现主营收入 74 亿元，净利 2.52 亿元，同比分别增长 47% 和 31%，基本符合我们预期。公司盈利增长主要贡献来自于磷矿石的量升价涨。
- 公司新建的 60 万吨磷酸二铵目前已生产出合格产品，我们预计 4 季度可实现 70% 以上开工率。
- 综合考虑磷矿石均价较 2011 年提升 30%，量持平或小幅提升，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 36% 和 39% 至 89 亿元和 3.22 亿元。2013 年依赖于磷矿石销量的持续提升和磷酸二铵完全量产，我们预计其收入和净利的增速分别可达到 18% 和 45%。

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

- 预计兴发集团增发完成后 2012、13 年每股收益将摊薄 19%，即 0.74 元和 1.08 元，目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 28.3 倍和 2013 年 19.5 倍市盈率，考虑其未来两年业绩增长明确，估值仍有提升空间。我们维持其买入评级和 23.10 元目标价不变。

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	8,910	10,516	12,703
变动(%)	54	40	36	18	21
净利润(人民币 百万)	183	232	322	466	573
全面摊薄每股收益(人民币)	0.501	0.636	0.881	1.276	1.568
变动(%)	9.2	26.8	38.5	44.9	22.9
先前预测每股收益(人民币)			0.936	1.341	1.642
调整幅度(%)	-	-	(5.9)	(4.9)	
全面摊薄市盈率(倍)	41.1	32.4	23.4	16.2	13.2
每股现金流量(人民币)	1.34	2.87	2.84	3.60	4.06
价格/每股现金流量(倍)	15.4	7.2	7.3	5.7	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.5	16.3	12.2	10.3	9.0
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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

估值

兴发集团增发申请已获得证监会审核通过，预计近期在正式文件出台后，公司将启动增发方案。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0.88元和1.28元，预计增发完成后每股收益将摊薄19%，即0.74元和1.08元，目前股价分别相当于摊薄后2012年27.8倍和2013年19.2倍市盈率。考虑磷矿石资源稀缺性、行业整合以及下游磷肥需求逐渐增加，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。我们维持其23.10元目标价和买入评级不变。

2012年前三季度公司净利同比增长31%，基本符合预期

兴发集团前三季度实现销售收入74.04亿元，净利润2.52亿元，同比分别增长47%和31%，其中第三季度销售收入和净利同比增速分别达到53%和17%，公司的净利增长基本符合预期。第三季度以来，虽然磷矿石的下游——磷肥行业的需求较为疲软，但由于磷矿石供应仍然偏紧，导致产品价格总体较为平稳，但磷矿石不同品位价差有所扩大，高品位溢价力更加明显。公司销售收入增幅大于净利润增幅的原因，一是低利润率的贸易等业务规模继续扩大，拉低总体毛利率从去年第三季度的14%至11.6%，另外由于银行借款增加，使得其财务费用同比大幅攀升83%至2.54亿元，并且应收款计提坏账准备增加也拉低了其净利增速。

图表 1.2012年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 前三季	2012 前三季	同比变动%
营业额	5,039	7,404	47
销售税金	(65)	(68)	6
净销售额	4,974	7,336	47
销售成本	(4,366)	(6,464)	48
毛利润	608	872	43
销售费用	(93)	(109)	17
管理费用	(101)	(158)	56
经营利润	414	605	46
投资收益	0	26	
财务费用	(139)	(254)	83
资产减值	(23)	(40)	77
其它	(1)	(8)	
税前利润	252	328	30
所得税	(64)	(69)	8
少数股东权益	4	(8)	
净利润	192	252	31
主要比率 (%)			
毛利率	12.1	11.8	
经营利润率	8.2	8.2	
净利率	3.8	3.4	

资料来源：公司数据

图表 2.2012 年第三季业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 第三季	2012 第三季	同比变动%
营业额	1,765	2,709	53
销售税金	(23)	(25)	7
净销售额	1,742	2,684	54
销售成本	(1,494)	(2,368)	58
毛利润	248	315	27
销售费用	(41)	(45)	10
管理费用	(39)	(52)	33
经营利润	167	218	30
投资收益	(2)	23	
财务费用	(53)	(97)	83
资产减值	(5)	(4)	(14)
其它	(7)	(3)	
税前利润	101	136	35
所得税	(28)	(26)	(5)
少数股东权益	6	(18)	
净利润	79	93	17
主要比率 (%)			
毛利率	14.0	11.6	
经营利润率	9.5	8.0	
净利率	4.5	3.4	

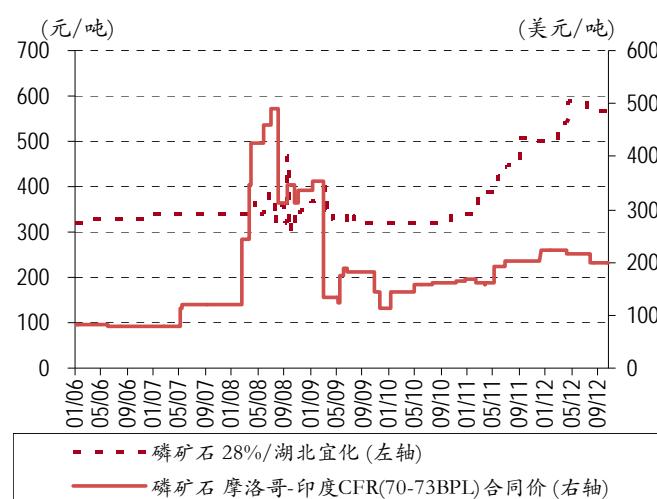
资料来源：公司数据

从其他报表看，公司仍处于快速扩张期。由于包括 60 万吨磷酸二铵在内的新项目实施和合并湖北宜昌磷化工业集团公司，公司的总资产规模从年初的 82.5 亿元增加至 122 亿元。并且由于在建项目较多，银行长短期借款从年初的 43 亿元增加至 62 亿元，不仅增加了财务费用，也使得其净资产负债率也从年初 154% 提升至 180%，这也凸显了公司增发的必要性。

磷矿石和磷肥增量将拉动公司 2012-2013 年业绩持续提升

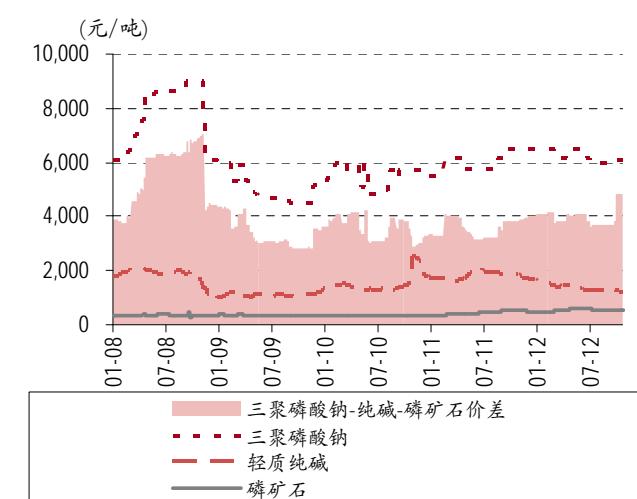
目前磷矿石总体价格较为平稳，兴发集团 28% 磷矿石出厂价稳定在 570 元/吨已有半年时间，虽然磷酸一铵等磷肥需求低迷，但考虑后续冬储需求的拉升以及磷矿石供应在冬季开采量的减少，我们预计后市磷矿石价格仍然维持稳定格局。

图表 3. 磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 4. 磷化工产品及价差图



资料来源：百川资讯及中银国际研究

从前三季业务运行数据看，我们预计 2012 年公司磷矿石产量将超过 300 万吨，预计外卖量将在 200 万吨左右。综合考虑磷矿石均价较 2011 年提升 30%，量持平或小幅提升，但新建磷酸二铵投产将贡献 20-30 万吨增量（目前已运行基本正常，预计 4 季度开工率可达到 70% 以上），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 36% 与 38% 至 89 亿元与 3.2 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 45% 的增长至 4.66 亿元，每股盈利 1.28 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	8,910	10,516	12,703
销售成本	(3,965)	(5,660)	(7,703)	(9,031)	(10,982)
经营费用	(144)	(171)	(172)	(237)	(331)
息税折旧前利润	569	738	1,035	1,248	1,390
折旧及摊销	(149)	(231)	(274)	(289)	(305)
经营利润(息税前利润)	420	507	762	959	1,086
净利润收入/(费用)	(140)	(182)	(297)	(300)	(284)
其他收益/(损失)	(42)	(19)	35	35	35
税前利润	239	306	499	693	836
所得税	(51)	(73)	(110)	(153)	(184)
少数股东权益	(4)	(1)	(68)	(74)	(79)
净利润	183	232	322	466	573
每股收益(人民币)	0.501	0.636	0.881	1.276	1.568
每股股息(人民币)	0.005	0.005	0.022	0.033	0.033
收入增长(%)	54	40	36	18	21
息税前利润增长(%)	89	21	50	26	13
息税折旧前利润增长(%)	69	30	40	21	11
每股收益增长(%)	9	27	39	45	23

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	499	693	836
折旧与摊销	149	231	274	289	305
净利润利息费用	140	182	297	300	284
运营资本变动	(129)	211	(130)	(66)	(112)
税金	(51)	(73)	(110)	(153)	(184)
其他经营现金流	60	10	29	23	97
经营活动产生的现金流	406	867	859	1,088	1,227
购买固定资产净值	(1,103)	(801)	(1,501)	(801)	(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)	(1,501)	(801)	(571)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	385	300	1,700	(200)	(201)
支付股息	(201)	(185)	(299)	(308)	(296)
其他融资现金流	318	59	(96)	(52)	(56)
融资活动产生的现金流	502	174	1,305	(561)	(554)
现金变动	35	241	663	(274)	102
期初现金	148	183	424	1,087	813
公司自由现金流	(467)	66	(642)	286	655
权益自由现金流	(82)	366	1,058	86	454

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	1,087	813	914
应收帐款	432	321	572	675	815
库存	459	562	765	897	1,091
其他流动资产	155	158	207	237	265
流动资产总计	1,229	1,466	2,631	2,622	3,086
固定资产	4,203	5,788	5,882	6,867	7,436
无形资产	537	696	1,420	949	579
其他长期资产	223	289	303	309	272
长期资产总计	4,963	6,773	7,606	8,125	8,287
总资产	6,192	8,238	10,236	10,747	11,373
应付帐款	367	451	611	721	871
短期债务	575	1,596	1,014	1,020	984
其他流动负债	207	747	958	1,050	1,162
流动负债总计	1,149	2,794	2,582	2,791	3,017
长期借款	2,896	2,698	4,497	4,297	4,096
其他长期负债	193	248	318	367	432
股本	365	365	365	365	365
储备	1,311	1,523	1,796	2,174	2,631
股东权益	1,677	1,888	2,161	2,540	2,996
少数股东权益	277	610	678	752	831
总负债及权益	6,192	8,238	10,236	10,747	11,373
每股帐面价值(人民币)	4.59	5.17	5.91	6.95	8.20
每股有形资产(人民币)	3.12	3.26	2.03	4.35	6.61
每股净负债/(现金)(人民币)	8.99	10.59	12.10	12.32	11.40

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	11.9	10.9
息税前利润率(%)	9.0	7.7	8.5	9.1	8.5
税前利润率(%)	5.1	4.7	5.6	6.6	6.6
净利率(%)	3.9	3.5	3.6	4.4	4.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.5	1.0	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	3.0	2.8	2.6	3.2	3.8
净权益负债率(%)	168.2	154.9	155.8	136.8	108.8
速动比率(倍)	0.7	0.3	0.7	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	41.1	32.4	23.4	16.2	13.2
市净率(倍)	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5
价格/现金流(倍)	15.4	7.2	7.3	5.7	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.5	16.3	12.2	10.3	9.0
周转率					
存货周转天数	37.3	32.9	31.5	33.6	33.0
应收帐款周转天数	24.9	20.9	18.3	21.6	21.4
应付帐款周转天数	26.4	22.7	21.7	23.1	22.9
回报率					
股息支付率(%)	0.9	0.7	2.5	2.6	2.1
净资产收益率(%)	12.5	13.0	15.9	19.8	20.7
资产收益率(%)	6.7	5.4	6.4	7.1	7.7
已运用资本收益率(%)	9.8	8.3	10.1	11.3	12.4

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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