



**谨慎  
买入**

**12% ↑**

目标价格: 人民币 20.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 23.10

600141.CH

价格: 人民币 17.90

目标价格基础: 20 倍 13 年市盈率

板块评级: 中立

## 兴发集团

### 未来两年平稳发展

由于兴发集团 2012 年管理费用和财务费用增长略超我们预期, 我们将 2013 年盈利预测下调 33% 至 4.33 亿元, 目前股价分别相当于 2013 年 18 倍和 2014 年 13 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。基于 20 倍 2013 年预期市盈率, 我们将公司目标价由 23.10 元下调至 20.00 元, 将评级由买入下调为谨慎买入。

#### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(2)	(3)	(1)	-
相对新华富时 A50 指数	3	6	3	-

发行股数(百万)	435
流通股(%)	82.6
流通股市值(人民币 百万)	6,440
3 个月日均交易额(人民币 百万)	146
净负债比率(%) (2013E)	148
主要股东(%)	
兴发集团	24.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2013 年 4 月 1 日收市价为标准

#### 支撑评级的要点

- 公司 2012 年实现销售收入 96.1 亿元, 同比增长 46%, 净利 2.95 亿元, 每股收益 0.81 元, 同比增长 27%。公司净利增幅略低于我们预期, 主要是第四季度其销售费用和财务费用增加过快, 使得单季度盈利同比仅增长 8% 所致。
- 从具体产品看, 磷矿石仍然是公司主要的盈利来源, 得益于产品的量升价涨, 其主营利润同比增长了 48% 至 6.62 亿元, 占公司总体盈利比重从 2011 年的 50% 提升至 58%。有机硅由于 2012 年处于行业低谷, 该产品亏损 5,700 万元。公司新投产磷肥项目在 2012 年利润贡献 1,200 万元, 我们预计随着其开工率提升, 2013 年将成为其新的增长点。
- 由于 2012 年公司新并进的磷化集团磷矿石增量贡献, 我们预计 2013-2014 年公司磷矿石总体产销量仍处于持续增长阶段。另外考虑有机硅业务的触底回升和新建磷肥项目的增量贡献, 我们预计 2013-2014 年公司净利将分别增长 24% 和 36%。

#### 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

- 基于 20 倍 2013 年预期市盈率, 我们将公司目标价由 23.10 元下调至 20.00 元, 将评级由买入下调为谨慎买入。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	6,569	9,612	11,130	13,054	15,404
变动(%)	40	46	16	17	18
净利润(人民币 百万)	232	295	433	588	772
全面摊薄每股收益(人民币)	0.636	0.806	0.996	1.349	1.773
变动(%)	26.8	26.8	23.5	35.5	31.4
先前预测每股收益(人民币)			1.496		
调整幅度(%)	-	-	(33.4)		
全面摊薄市盈率(倍)	28.2	22.2	18.0	13.3	10.1
每股现金流量(人民币)	2.87	2.57	3.73	4.58	5.00
价格/每股现金流量(倍)	6.2	7.0	4.8	3.9	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	12.8	10.4	8.4	7.0
每股股息(人民币)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
股息率(%)	0.11	0.16	0.16	0.16	0.16

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

由于兴发集团 2012 年管理费用和财务费用增长略超我们预期，我们将 2013 年盈利预测下调 33% 至 4.33 亿元，按照我们测算 2013-2014 年其每股盈利分别为 1.00 元和 1.35 元，目前股价分别相当于 2013 年 18 倍和 2014 年 13 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。基于 20 倍 2013 年预期市盈率，我们将公司目标价由 23.10 元下调至 20.00 元，将评级由买入下调为 **谨慎买入**。

## 2012 年净利同比增长 27%，略低于预期

兴发集团 2012 年实现销售收入 96.1 亿元，同比增长 46%，净利 2.95 亿元，每股收益 0.81 元，同比增长 27%。公司净利增幅略低于我们预期，主要是第四季度其销售费用和财务费用增加过快，使得单季度盈利同比仅增长 8% 所致。公司销售收入的大幅增长主要得益于磷矿石及贸易业务规模扩大所致，特别是贸易业务收入同比增幅达到 52% 至 62.6 亿元，占公司总收入比重从 2011 年的 62.6% 继续提升至 2012 年 65.1%，由于其仅有 2.5% 毛利率，拉低公司总体毛利率至 11.7%，使得其主营利润同比增幅为 37%，小于收入增幅。另外由于公司固定资产投入巨大，银行长短期借款之和从 2011 年末 42.9 亿增加至 2012 年末的 64.2 亿，使得其财务费用同比大幅攀升 100% 至 3.64 亿元，另外应收款计提和存货跌价损失导致资产减值 3,200 万元，拉低公司净利同比增长仅为 27% 至 2.95 亿元。

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动(%)
营业额	6,569	9,612	46
销售税金	(87)	(93)	7
净销售额	6,481	9,519	47
销售成本	(5,660)	(8,392)	48
毛利润	821	1,126	37
销售费用	(140)	(175)	25
管理费用	(175)	(236)	35
经营利润	507	716	41
投资收益	11	76	
财务费用	(182)	(364)	100
资产减值	(5)	(32)	589
其它	(24)	(4)	
税前利润	306	392	28
所得税	(73)	(72)	(1)
少数股东权益	(1)	(25)	
净利润	232	295	27
<b>主要比率 (%)</b>			
毛利率	12.5	11.7	
经营利润率	7.7	7.5	
净利率	3.5	3.1	

资料来源：公司数据

**图表 2.2012 年第四季业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 第四季	2012 第四季	同比变动(%)
营业额	1,530	2,208	44
销售税金	(23)	(25)	12
净销售额	1,507	2,183	45
销售成本	(1,294)	(1,928)	49
毛利润	214	255	19
销售费用	(47)	(66)	41
管理费用	(73)	(77)	5
经营利润	93	112	19
投资收益	10	50	
财务费用	(43)	(110)	154
资产减值	18	8	(57)
其它	(24)	5	
税前利润	54	64	17
所得税	(10)	(4)	(62)
少数股东权益	(5)	(17)	
净利润	40	43	8
<b>主要比率 (%)</b>			
毛利率	14.0	11.5	
经营利润率	6.1	5.1	
净利率	2.6	1.9	

资料来源：公司数据

从资产负债表看，公司仍处于快速扩张期。包括 836 磷肥项目、湿法磷酸精制、宜都 200 万吨选矿项目、新疆二甲基亚砷项目、瓦屋四段和树空坪后坪探矿项目等重大工程均在进展，公司的总资产规模从年初 82.5 亿元增加至 138 亿元。并且由于在建项目较多，银行长短期借款从年初 43 亿元增加至 64 亿元，不仅增加了财务费用，也进一步提升了其负债率，通过 2013 年初非公开增发，公司的资产负债率从 75.2% 下降至 68%，改善了其财务结构。另外从现金流看，由于公司 2012 年底存货资产上升和应收款增加，使得其经营性现金净流量同比减少了 1.46 亿元至 4.1 亿元，但总体情况仍然较好。

从具体产品看，磷矿石仍然是公司主要的盈利来源，得益于产品的量升价涨，其主营利润同比增长了 48% 至 6.62 亿元，占公司总体盈利比重从 2011 年的 50% 提升至 58%。黄磷及下游产品盈利近三年均较为稳定，基本在 3 亿元左右。另外贸易业务由于规模扩大，2012 年主营利润同比增长了 23% 至 1.49 亿元。有机硅由于 2012 年处于行业低谷，该产品亏损 5,700 万元。公司新投产磷肥项目在 2012 年利润贡献 1,200 万元，我们预计 2013 年随着其开工率提升，将成为其新的增长点。

**图表 3.分产品主营利润**

产品类别(人民币, 百万)	2010	2011	2012
磷矿石	263	446	662
黄磷及下游产品	305	249	282
有机硅			(57)
化肥			12
贸易	67	121	149
其他	58	72	102
合计	693	889	1,149

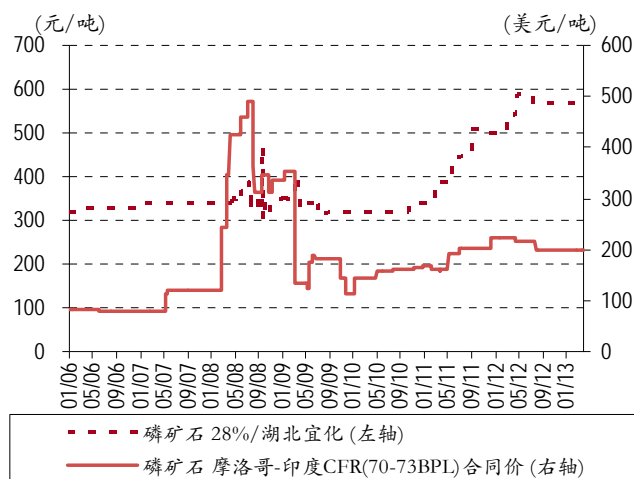
资料来源：公司数据

## 磷矿石和磷肥增量将拉动公司未来两年业绩持续提升

从产品价格看，公司主营的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/吨已超过大半年。虽然目前看下游磷肥和磷化工业务需求仍然低迷，考虑磷矿资源的稀缺和政府对其整合的政策仍然在推进，我们预计磷矿石价格短期仍处于稳定状态。

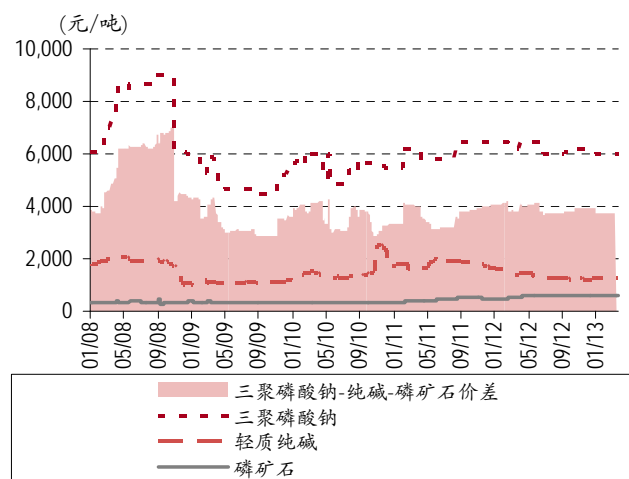
考虑 2012 年公司新并进的磷化集团磷矿石增量贡献，我们预计 2013-2014 年公司磷矿石总体产销量仍处于持续增长阶段。我们预计 2013 年磷矿石产量将增加 50-80 万吨至 380 万吨以上，外卖量在 250 万吨以上。另外考虑 60 万吨磷酸二胺项目的产销量可能至 40 万吨，有机硅业务盈利触底回升，我们预计 2013-2014 年公司净利将分别达到 4.33 亿元和 5.88 亿元，同比分别增长 24%和 36%。

图表 4. 磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 5. 磷化工产品及价差图



资料来源：百川资讯及中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	6,569	9,612	11,130	13,054	15,404
销售成本	(5,660)	(8,392)	(9,573)	(11,148)	(13,155)
经营费用	(171)	(230)	(301)	(387)	(495)
息税折旧前利润	738	990	1,256	1,519	1,754
折旧及摊销	(231)	(274)	(289)	(305)	(321)
经营利润(息税前利润)	507	716	967	1,214	1,433
净利息收入/(费用)	(182)	(364)	(412)	(405)	(385)
其他收益/(损失)	(19)	40	15	15	15
税前利润	306	392	570	824	1,063
所得税	(73)	(72)	(108)	(157)	(202)
少数股东权益	(1)	(25)	(28)	(80)	(89)
净利润	232	295	433	588	772
每股收益(人民币)	0.687	0.815	0.996	1.349	1.773
每股股息(人民币)	0.005	0.022	0.028	0.028	0.028
收入增长(%)	40	46	16	17	18
息税前利润增长(%)	21	41	35	26	18
息税折旧前利润增长(%)	30	34	27	21	15
每股收益增长(%)	27	27	24	36	31

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	424	935	1,137	1,276	1,555
应收帐款	321	617	714	837	988
库存	562	834	951	1,108	1,307
其他流动资产	158	220	249	272	314
流动资产总计	1,466	2,606	3,051	3,492	4,165
固定资产	5,788	5,882	6,867	7,436	7,623
无形资产	696	1,420	823	450	433
其他长期资产	289	1,243	303	265	265
长期资产总计	6,773	8,545	7,994	8,151	8,320
总资产	8,238	11,151	11,045	11,643	12,485
应付帐款	451	659	763	896	1,057
短期债务	1,596	3,215	2,720	2,684	2,684
其他流动负债	747	993	1,082	1,180	1,299
流动负债总计	2,794	4,868	4,565	4,759	5,040
长期借款	2,698	3,197	2,997	2,796	2,595
其他长期负债	248	340	385	443	513
股本	365	365	435	435	435
储备	1,523	1,747	2,000	2,467	3,070
股东权益	1,888	2,112	2,435	2,902	3,505
少数股东权益	610	635	663	743	832
总负债及权益	8,238	11,151	11,045	11,643	12,485
每股帐面价值(人民币)	5.17	5.78	5.59	6.67	8.05
每股有形资产(人民币)	3.26	1.89	3.70	5.63	7.06
每股净负债/(现金)(人民币)	10.59	14.98	10.52	9.65	8.55

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	306	392	570	824	1,063
折旧与摊销	231	274	289	305	321
净利息费用	182	364	412	405	385
运营资本变动	211	(172)	(54)	(84)	(111)
税金	(73)	(72)	(108)	(157)	(202)
其他经营现金流	10	(9)	21	92	58
经营活动产生的现金流	867	776	1,129	1,385	1,513
购买固定资产净值	(801)	(1,501)	(801)	(571)	(571)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(801)	(1,501)	(801)	(571)	(571)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	300	1,600	300	(201)	(201)
支付股息	(185)	(221)	(248)	(242)	(221)
其他融资现金流	59	(143)	(178)	(232)	(243)
融资活动产生的现金流	174	1,236	(126)	(675)	(665)
现金变动	241	511	202	139	277
期初现金	183	424	935	1,137	1,276
公司自由现金流	66	(725)	328	814	942
权益自由现金流	366	875	628	613	741

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.2	10.3	11.3	11.6	11.4
息税前利润率(%)	7.7	7.5	8.7	9.3	9.3
税前利润率(%)	4.7	4.1	5.1	6.3	6.9
净利率(%)	3.5	3.1	3.9	4.5	5.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	2.8	2.0	2.3	3.0	3.7
净权益负债率(%)	154.9	199.3	147.8	115.3	85.9
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	28.2	22.2	18.0	13.3	10.1
市净率(倍)	3.5	3.1	3.2	2.7	2.2
价格/现金流(倍)	6.2	7.0	4.8	3.9	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	12.8	10.4	8.4	7.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	32.9	30.4	34.0	33.7	33.5
应收帐款周转天数	20.9	17.8	21.8	21.7	21.6
应付帐款周转天数	22.7	21.1	23.3	23.2	23.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.7	2.7	2.8	2.0	1.6
净资产收益率(%)	13.0	14.7	19.1	22.0	24.1
资产收益率(%)	5.4	6.0	7.1	8.7	9.6
已运用资本收益率(%)	8.3	9.0	10.8	13.5	15.3

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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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