

2011年1月6日

兴发集团

面临行业景气度提升和业务转型双重利好

买入

A

600141.SS - 人民币 21.76

目标价格: 人民币 27.00(↑17.50)

倪晓曼

(8621) 6860 4866 分机 8319
xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	8.5	10.5	7.2	17.8
相对新华富时	7.7	12.1	4.1	40.2
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	336
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	5,776
3个月日均交易额(人民币 百万)	263
净负债比率(%)	80
主要股东(%)	
宜昌兴发集团	20.75

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

在全球流动性加剧的背景下，国内磷矿石资源价值重估趋势明确，考虑公司未来两年利润增长明确，目前估值较低。我们目标价格上调为 27.00 元，维持其买入评级。

支撑评级的要点

- 新年伊始，国内磷化工行业龙头企业已将磷矿石价格上调 22%，我们预计 2011 年公司磷矿石价格至少上涨 10%。
- 目前公司楚峰磷矿已开始恢复生产，我们预计 2011 年其磷矿石产量将提升 30% 至 180 万吨左右。
- 2011 年将是兴发集团由传统磷化工企业向具有磷矿、精细化工、磷肥和磷化工业务的综合性化工企业转型的重要一年。我们预计未来两年新建项目将陆续贡献利润，加之磷矿石和磷肥行业景气度提升，2010-2012 年净利复合增长率将达到 58%。

评级面临的主要风险

- 磷化工行业供给和需求受天气因素影响较大。

估值

- 考虑未来两年利润增长明确，基于 30 倍的 2011 年预期市盈率，我们将公司目标价格从 17.50 元上调为 27.00 元，维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,676	3,044	4,623	5,207	6,413
变动(%)	56	14	52	13	23
净利润(人民币 百万)	295	139	200	330	498
全面摊薄每股收益(人民币)	0.976	0.459	0.547	0.902	1.362
变动(%)	340.3	(52.9)	19.2	64.7	51.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.655	0.850	1.028
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.700	0.906	1.054
调整幅度(%)	-	-	(21.8)	(0.5)	29.3
核心每股收益(人民币)	1.101	0.421	0.515	0.869	1.330
变动(%)	421.1	(61.7)	22.1	68.9	53.0
全面摊薄市盈率(倍)	21.7	46.1	38.7	23.5	15.6
核心市盈率(倍)	19.2	50.3	41.2	24.4	15.9
每股现金流量(人民币)	1.81	1.19	3.19	1.99	2.60
价格/每股现金流量(倍)	11.7	17.9	6.6	10.7	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.4	24.2	17.9	13.9	9.6
每股股息(人民币)	0.007	0.006	0.172	0.283	0.428
股息率(%)	0.0	0.0	0.8	1.3	2.0

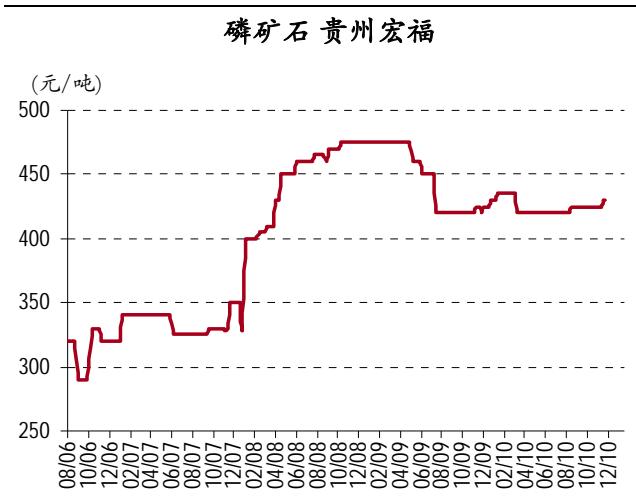
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取。
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动。

估值。在全球流动性加剧的背景下，国内磷矿石资源价值重估趋势明确。我们预计 2011 年兴发集团磷矿石价格同比将上涨 10%，加之其产量恢复可增长 30%，2011 年净利同比将提升 65%。伴随 60 万吨磷酸二铵项目投产，2012 年公司业绩也将大幅增长，考虑未来两年利润增长明确，基于 30 倍的 2011 年预期市盈率，我们将公司目标价格从 17.50 元上调为 27.00 元，维持公司买入评级。

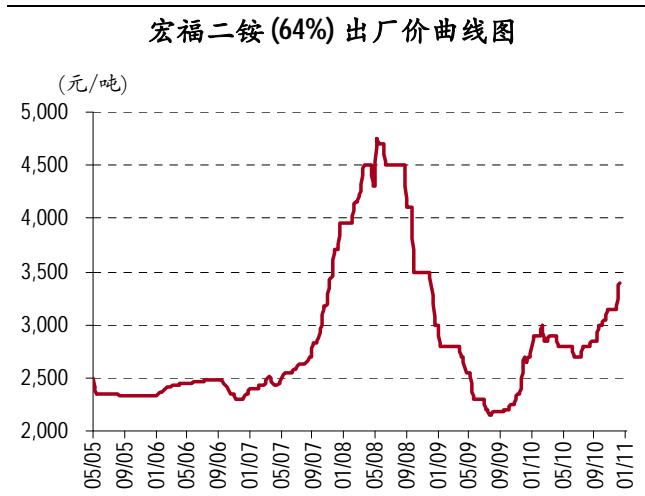
磷矿石价格上涨。新年伊始，云南磷化集团就宣布上调其系列磷矿石产品价格，其中 29% 品位的省内价格由 230 元上调至 280 元/吨，涨幅达到 22%。这次磷矿石价格上涨的主要原因是供需面吃紧，一方面磷肥的春耕旺季需求即将来临，另一方面是由于天气异常(2010 年秋季四川泥石流灾害导致四川磷矿开采量减少，目前贵州等地冻雨致使贵州磷矿开采和运输困难)和事故原因，导致国内磷矿石供应偏少所致。保守估计，我们预计兴发集团 2011 年磷矿石价格同比也将有 10% 左右的涨幅。而中长期看，国内磷矿石较国际价格的折让必将随着磷肥出口等途径有所收窄，在全球流动性加剧的背景下，国内磷矿石价格上涨趋势明确。

图表 2. 磷矿石价格走势

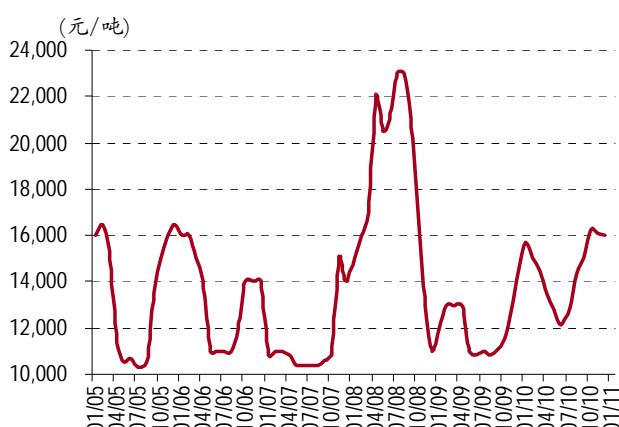


资料来源：中国资讯网

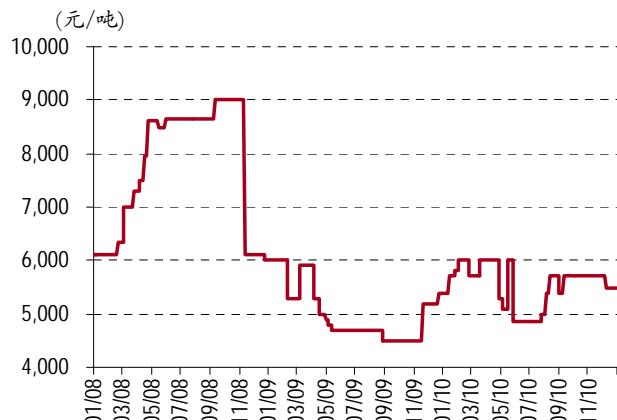
图表 3. 磷酸二铵价格走势



资料来源：中国资讯网

图表 4. 黄磷价格走势


资料来源：中国资讯网

图表 5. 磷酸盐价格走势
三聚磷酸钠 兴发集团工业级 95%


资料来源：中国资讯网

磷酸盐行业较为平稳。国内黄磷行业目前已是枯水期的淡季，加之天气和限电影响，开工率普遍下降至40%以下，黄磷价格基本稳定在1.4-1.5万元之间。下游磷酸盐行业除了食品级磷酸盐需求一直较为旺盛外，其他需求较为平稳，工业级主流出厂价5,700-6,000元/吨，95%食品级主流出厂价7,000-7,300元/吨，高端接近8,000元/吨，而供给情况和黄磷类似，目前开工率较低。我们预计到春节前后需求转旺后随着开工率提升，磷酸盐产品价格也将小幅上涨。

2011年公司磷矿石产量预计将提升30%左右。2010年公司产能100万吨的保康楚峰磷矿发生冒顶事故后，下半年公司磷矿石产量减少了40万吨左右，我们预计2010年兴发集团磷矿石产量约在140万吨。目前楚峰磷矿整改已经结束，开始少量开采，预计春节后可以完全恢复生产，我们预计2011年公司磷矿石产量将提升30%至180万吨左右。

新建项目将在未来两年陆续贡献利润。2011年将是兴发集团由传统磷化工企业向具有磷矿、精细化工、磷肥和磷化工业务的综合性化工企业转型的重要一年。1) 公司新建1万吨电子级磷酸项目目前已经投产，预计全年可实现7,000吨左右产量，可增加利润2,000万元。2) 新建6万吨有机硅装置建设目前进展顺利，预计在今年上半年将投产，并且公司也计划象有机硅单体的下游发展，通过延长产业链，增加单位利润率。由于公司之前在有机硅生产和研发方面并没有经验，我们保守预测2011年该项目没有利润增长，在2012年将有部分利润产生。3) 公司控股70%的宜都兴发新建60万吨磷铵项目最快可能在2011年底，或2012年上半年投产。由于该项目配套80万吨硫磺制酸，30万吨湿法磷酸工程，并且公司拥有磷矿石资源，这样磷铵所需原料完全自给，我们预计该项目回报较为丰厚，以80%开工率计算，该项目将增加公司2012年收入8亿元，主营利润2亿元。

预计2010-2012年净利复合增长率达到58%。公司12月28日公告，2010年固定资产报废将减少2010年利润4,737万元，这样我们预计2010年其净利约为2亿元，同比增长19%。2011年由于磷矿石产量恢复，产品价格上涨以及新建1万吨电子级磷酸利润贡献，我们预计净利同比增长65%至3.3亿元。2012年公司业绩增长动力来自于新建60万吨磷铵和6万吨有机硅项目，我们预计其净利同比将增长50%至5亿元。

未来磷矿储量将进一步增加。公司10月13日公告，宜昌市政府决定将市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司的股权全部转让给第一大股东宜昌兴发集团。重组后，宜昌兴发集团持有磷化有限公司95.9%的股权。而未来宜昌兴发集团拟以成本价将相关资产转让给上市公司。目前磷化公司核心资产店子坪磷矿和树崆坪磷矿，两矿可利用磷矿资源储量为6,026.02万吨。虽然集团层面股权转让进程难以预测，但我们认为该事件体现了湖北省整合磷矿资源进程正在加速，作为省内磷矿行业的龙头企业，兴发集团(目前已拥有磷矿资源1.44亿吨)无疑将受益于此，公司未来磷矿储量将继续增加，资源价值进一步提升。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,676	3,044	4,623	5,207	6,413
销售成本	(1,924)	(2,594)	(3,945)	(4,379)	(5,292)
经营费用	(144)	(115)	(196)	(220)	(285)
息税折旧前利润	608	336	481	608	836
折旧及摊销	(91)	(114)	(127)	(145)	(164)
经营利润(息税前利润)	516	222	354	463	672
净利润收入/(费用)	(119)	(98)	(80)	(67)	(56)
其他收益/(损失)	(24)	35	(12)	35	35
税前利润	373	159	262	431	652
所得税	(64)	(19)	(52)	(86)	(130)
少数股东权益	(15)	(1)	(9)	(16)	(23)
净利润	295	139	200	330	498
核心净利润	333	127	188	318	486
每股收益(人民币)	0.976	0.459	0.547	0.902	1.362
核心每股收益(人民币)	1.101	0.421	0.515	0.869	1.330
每股股息(人民币)	0.007	0.006	0.172	0.283	0.428
收入增长(%)	56	14	52	13	23
息税前利润增长(%)	174	(57)	59	31	45
息税折旧前利润增长(%)	134	(45)	43	26	37
每股收益增长(%)	340	(53)	19	65	51
核心每股收益增长(%)	421	(62)	22	69	53

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	373	159	262	431	652
折旧与摊销	91	114	127	145	164
净利息费用	119	98	80	67	56
运营资本变动	15	22	586	66	134
税金	(64)	(19)	(52)	(86)	(130)
其他经营现金流	12	(15)	(39)	(22)	(88)
经营活动产生的现金流	547	359	964	600	786
购买固定资产净值	(214)	(457)	(119)	(301)	(301)
投资减少/增加	11	38	0	0	0
其他投资现金流	(80)	(201)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(283)	(621)	(119)	(301)	(301)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(211)	684	(330)	100	(300)
支付股息	(129)	(152)	(82)	(130)	(159)
其他融资现金流	(81)	(326)	(477)	55	60
融资活动产生的现金流	(421)	206	(889)	25	(399)
现金变动	(157)	(56)	(44)	324	86
期初现金	361	204	148	105	429
公司自由现金流	264	(262)	845	299	485
权益自由现金流	53	422	515	399	185

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	204	148	105	429	514
应收帐款	205	207	356	401	494
库存	236	351	355	394	476
其他流动资产	24	47	46	52	64
流动资产总计	670	754	862	1,276	1,549
固定资产	1,899	2,239	2,230	2,387	2,524
无形资产	220	259	218	217	215
其他长期资产	244	388	397	399	468
长期资产总计	2,363	2,886	2,845	3,003	3,207
总资产	3,033	3,640	3,707	4,278	4,756
应付帐款	458	309	855	963	1,186
短期债务	189	483	218	418	418
其他流动负债	226	181	433	521	670
流动负债总计	872	973	1,506	1,902	2,274
长期借款	964	1,353	734	634	334
其他长期负债	18	32	20	21	22
股本	252	302	366	366	366
储备	876	944	1,037	1,297	1,677
股东权益	1,128	1,246	1,402	1,662	2,042
少数股东权益	52	35	45	60	84
总负债及权益	3,033	3,640	3,707	4,278	4,756
每股帐面价值(人民币)	4.47	4.12	3.84	4.55	5.59
每股有形资产(人民币)	3.60	3.27	3.24	3.95	5.00
每股净负债/(现金)(人民币)	3.76	5.58	2.32	1.70	0.65

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.7	11.0	10.4	11.7	13.0
息税前利润率(%)	19.3	7.3	7.7	8.9	10.5
税前利润率(%)	14.0	5.2	5.7	8.3	10.2
净利率(%)	11.0	4.6	4.3	6.3	7.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	4.3	2.3	4.4	6.9	12.1
净权益负债率(%)	80.4	131.7	58.5	36.2	11.2
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	21.7	46.1	38.7	23.5	15.6
核心业务市盈率(倍)	19.2	50.3	41.2	24.4	15.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.5	64.1	52.5	31.1	20.3
市净率(倍)	4.7	5.1	5.5	4.7	3.8
价格/现金流(倍)	11.7	17.9	6.6	10.7	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.4	24.2	17.9	13.9	9.6
周转率					
存货周转天数	41.8	41.3	32.7	31.2	30.0
应收帐款周转天数	23.2	24.7	22.2	26.5	25.5
应付帐款周转天数	62.9	46.0	45.9	63.7	61.2
回报率					
股息支付率(%)	0.6	1.3	31.4	31.4	31.4
净资产收益率(%)	29.8	11.7	15.1	21.5	26.9
资产收益率(%)	14.6	5.9	7.7	9.3	11.9
已运用资本收益率(%)	22.6	8.2	12.8	17.9	23.8

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期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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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