

2010 年 1 月 6 日

兴发集团

未来磷矿储量进一步增长

买入
 600141.SS - 人民币 21.25
 目标价格:人民币 24.75(▲19.80)

倪晓曼

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

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(%)	n.a	1	48	149
相对新华富时A50 指数(%)	n.a	3	33	74

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	302
流通股 (%)	79.3
流通股市值 (人民币百万)	5,903
3 个月日均交易额 (人民币百万)	128
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

随着公司对磷矿资源的勘探和开采力度的增大，我们预计其未来磷矿资源储量和开采量将不断提高，公司资源属性进一步增强。考虑 2010 年公司新建产能贡献和磷化工行业景气度回升，我们维持其买入评级。

支撑评级的要点

- 公司近日公告将新建和投资一系列项目，不仅包括新建 5,000 吨漂粉精项目，并且将进一步投资 5,000 万元进行树空坪的后坪矿区详查，为公司后续磷矿资源储量增加奠定了坚实基础。
- 由于公司下调了增发募集资金的金额，我们预计 2010 年每股盈利摊薄将缩小至 8%。
- 2010 年由于增发项目贡献和磷酸盐系列产品盈利能力恢复，我们预计公司净利有望回升 100% 以上。

评级面临的风险因素

- 如果全球磷肥和磷化工景气度恢复低于预期，则公司盈利状况可能低于我们预测。

估值

- 基于 25 倍 2010 年每股盈利 0.99 元，我们将公司目标价格从 19.8 元上调为 24.75 元，我们认为目前其估值较低，维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	1,711	2,676	3,060	3,594	4,093
变动 (%)	8	56	14	17	14
净利润 (人民币 百万)	67	295	143	298	511
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.222	0.976	0.474	0.985	1.690
变动 (%)	52.7	340.3	(51.4)	107.9	71.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	-	0.841	1.179
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.474	0.985	1.690
调整幅度 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
核心每股收益 (人民币)	0.211	1.101	0.422	0.946	1.650
变动 (%)	45.8	421.1	(61.6)	123.8	74.5
全面摊薄市盈率 (倍)	95.9	21.8	44.8	21.6	12.6
核心市盈率 (倍)	100.6	19.3	50.3	22.5	12.9
每股现金流量 (人民币)	1.15	1.81	1.37	1.76	2.43
价格/每股现金流量 (倍)	18.5	11.7	15.5	12.1	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	10.5	21.7	14.0	9.3
每股股息 (人民币)	0.008	0.007	0.149	0.310	0.531
股息率 (%)	0.0	0.0	0.7	1.5	2.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值 考虑兴发集团未来不仅有树空坪矿业公司的 50 万吨左右磷矿资源注入可能，并且该矿的后坪矿区勘探进展顺利，预计其磷矿储量和品位都好于矿业公司已整合的资源，所以我们预计未来公司的资源属性将不断加强。并且由于新增产能贡献和产品价格的恢复，我们预计 2010 年兴发集团净利同比将大幅回升 108%，达到 2.98 亿元。由于公司修改了增发方案，我们预计 2010 年每股盈利摊薄将缩小至 8%。基于 25 倍 2010 年每股盈利 0.99 元，我们将公司目标价格从 19.8 元上调为 24.75 元，我们认为目前其估值较低，维持公司**买入**评级。

公告一系列新项目投资。兴发集团近日公告将投资和新建一系列项目方案。1) 新建 5,000 吨漂粉精项目。漂粉精是一种被广泛应用于化工、军工、轻工和食品等行业的强氧化剂，主要用于漂白、消毒后杀菌剂。由于兴瑞化工(公司持股 50% 股权)在宜昌精细化工 15 万吨离子膜烧碱的建成投产，考虑漂粉精项目可以和烧碱项目氯平衡，加之公司看好该产品的未来需求增长，所有公司批准兴瑞在园区新建 5,000 吨漂粉精项目。如果顺利，我们预计该项目可在 2010 年底建成投产。公司预计该项目将新增 4,500 万元销售收入和 1,830 万元的利润总额，而总投资额为 4,970 万元左右。

2) 投资瓦屋磷矿平岔公路改扩建工程。随着瓦屋磷矿发展和产能提升，兴山县平水至三岔公路现行通行能力将严重制约其运输能力，所以公司决定投资 2,168 万元扩建该段公路。该项目计划建设期为两年，公司预计该项目投产后将较好满足兴盛矿产未来快速发展的需求。

3) 后坪磷矿探矿项目。树空坪磷矿区是兴山县磷矿资源较为丰富的矿区，目前集团成立的树空坪矿业公司正在进行已有的中小矿山的整合，预计到 2010 年可实现开采量在 50 万吨磷矿石左右。我们预计未来这部分资源可能将注入上市公司，这样上市公司的磷矿石年开采能力有望达到 250 万吨以上。并且，该矿区的后坪磷矿正在进行探矿阶段，公司已投资 5,000 万元进行普查，计划再增加 5,000 万元进行详查，目前根据普查报告，平均（五氧化二磷）品位 27.17% 的磷矿石资源量在 1,256 万吨，而平均品位在 25.40% 的磷矿石资源量达到 1 亿吨左右，这样的储量远高于目前矿业公司整合的资源量，并且其品位也好于后者。我们预计后坪磷矿资源未来将进一步增加公司磷矿资源储量和开采量。

4) 另外，公司也通过了兴瑞化工增资金信公司 2,000 万元，占到其注册资本 33.33%的方案。主要是配合其建设甘氨酸项目，有利于兴瑞化工 15 万吨离子膜烧碱的氯平衡和提高经济效益。

调整非公开发行股票募集资金总额。由于目前二级市场再融资较多，为加快公司非公开发行股票进度，兴发集团同时公告将计划募集资金金额由不超过 5 亿元下调为不超过 3.12 亿元，而募集资金项目并没有改变。我们预计如果顺利有望在 2010 年上半年完成。由于其中的 1 万吨电子级磷酸联产 2 万吨食品级磷酸项目将在 2010 年一季度投产，如果顺利将在二季度开始贡献利润，并且古洞口水电站的自发电也可以降低公司 2,000 万左右的发电成本，我们预计公司增发项目可以增加利润 4,000 万以上。以公司原来计划的 12.53 元/股定增价格计算，本次定增发行数量不超过 2,488 万股，这样公司 2010 年每股收益摊薄不超过 8%。

预计 2010 年净利大幅回升。随着全球经济基本面的好转，国内和出口磷酸盐需求的恢复，我们预计 2010 年公司磷酸盐系列产品价格和利润率都会有所恢复(产品价格增长 20%，主营利润率由 09 年 15%上升至 19%)，加之保康白竹 100 万吨磷矿石产能的完全释放和增发项目利润贡献，我们预计公司 2010 年净利将大幅回升 108%至 2.98 亿元。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	1,711	2,676	3,060	3,594	4,093
销售成本	(1,368)	(1,924)	(2,602)	(2,905)	(3,115)
经营费用	(83)	(144)	(112)	(160)	(193)
息税折旧前利润	260	608	346	529	785
折旧及摊销	(71)	(91)	(111)	(116)	(122)
经营利润(息税前利润)	189	516	234	412	663
净利息收入/(费用)	(106)	(119)	(69)	(67)	(59)
其他收益/(损失)	21	(24)	27	45	65
税前利润	104	373	192	390	669
所得税	(31)	(64)	(42)	(78)	(134)
少数股东权益	(6)	(15)	(7)	(14)	(24)
净利润	67	295	143	298	511
核心净利润	64	333	128	286	499
每股收益(人民币)	0.222	0.976	0.474	0.985	1.690
核心每股收益(人民币)	0.211	1.101	0.422	0.946	1.650
每股股息(人民币)	0.008	0.007	0.149	0.310	0.531
收入增长(%)	8	56	14	17	14
息税前利润增长(%)	26	174	(55)	76	61
息税折旧前利润增长(%)	18	134	(43)	53	48
每股收益增长(%)	53	340	(51)	108	72
核心每股收益增长(%)	46	421	(62)	124	75

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	361	204	258	224	233
应收帐款	134	205	236	277	315
库存	205	236	234	261	280
其他流动资产	40	24	31	36	41
流动资产总计	741	670	759	798	869
固定资产	1,795	1,899	2,239	2,474	2,853
无形资产	168	220	219	218	217
其他长期资产	117	236	238	240	241
长期资产总计	2,081	2,356	2,696	2,931	3,311
总资产	2,822	3,025	3,454	3,729	4,180
应付帐款	464	458	566	665	757
短期债务	544	189	277	227	177
其他流动负债	112	226	290	382	489
流动负债总计	1,120	872	1,134	1,274	1,423
长期借款	801	964	1,014	914	814
其他长期负债	10	18	15	16	16
股本	210	252	302	302	302
储备	641	876	930	1,149	1,523
股东权益	851	1,128	1,233	1,451	1,826
少数股东权益	38	52	58	72	96
总负债及权益	2,822	3,025	3,454	3,729	4,180
每股帐面价值(人民币)	4.05	4.47	4.08	4.80	6.04
每股有形资产(人民币)	3.26	3.60	3.35	4.08	5.32
每股净负债/(现金)(人民币)	4.68	3.76	3.41	3.03	2.51

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	104	373	192	390	669
折旧与摊销	71	91	111	116	122
净利息费用	106	119	69	67	59
运营资本变动	118	15	95	68	70
税金	(31)	(64)	(42)	(78)	(134)
其他经营现金流	49	104	101	84	71
经营活动产生的现金流	346	547	415	532	735
购买固定资产净值	(249)	(214)	(451)	(351)	(501)
投资减少/增加	15	11	0	0	0
其他投资现金流	(37)	(80)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(271)	(283)	(451)	(351)	(501)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(65)	(211)	100	(150)	(150)
支付股息	(117)	(129)	(71)	(112)	(152)
其他融资现金流	262	(81)	61	47	77
融资活动产生的现金流	80	(421)	91	(215)	(225)
现金变动	155	(157)	54	(34)	9
期初现金	206	361	204	258	224
公司自由现金流	75	264	(37)	181	234
权益自由现金流	10	53	63	31	84

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.2	22.7	11.3	14.7	19.2
息税前利润率(%)	11.0	19.3	7.7	11.5	16.2
税前利润率(%)	6.1	14.0	6.3	10.9	16.3
净利率(%)	3.9	11.0	4.7	8.3	12.5
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	1.8	4.3	3.4	6.1	11.3
净权益负债率(%)	110.6	80.4	80.0	60.2	39.4
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	95.9	21.8	44.8	21.6	12.6
核心业务市盈率(倍)	100.6	19.3	50.3	22.5	12.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	115.0	26.1	53.8	25.9	15.1
市净率(倍)	5.2	4.7	5.2	4.4	3.5
价格/现金流(倍)	18.5	11.7	15.5	12.1	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	10.5	21.7	14.0	9.3
周转率					
存货周转天数	46.5	41.8	32.9	31.1	31.7
应收帐款周转天数	31.2	23.2	26.3	26.0	26.4
应付帐款周转天数	84.1	62.9	61.1	62.5	63.4
回报率					
股息支付率(%)	2.6	0.6	31.4	31.4	31.4
净资产收益率(%)	9.3	29.8	12.1	22.2	31.2
资产收益率(%)	5.0	14.7	5.6	9.2	13.4
已运用资本收益率(%)	8.8	22.6	9.5	15.7	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 2010 年 1 月 4 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。所有本报告期内使用的商标、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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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 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

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