

磷矿业务超预期，高纯黄磷需关注

增持

目标价格：25 元

投资要点：

- 📖 磷矿资源量和磷矿产量可能会超预期
- 📖 电力生产仍有潜力可挖
- 📖 化工业务转型进展顺利

报告摘要：

- **磷矿产量可能会大幅增长。**公司 10 年磷矿产量大约 160 万吨，楚烽磷矿的复产会增加约 40 万吨的产量，后坪和瓦屋磷矿可能会在 11 年释放部分产能，磷化集团的树垌坪磷矿和店子坪磷矿可能会在 12 年释放部分产能。保守估计，公司 11 年和 12 年磷矿产量会突破 250 万吨和 300 万吨。
- **磷矿资源量超预期。**公司目前磷矿资源量大约 1.5 亿吨，但是从公司控制的资源情况看，公司近期磷矿资源量可能会翻番。
- **电力生产仍有潜力可挖。**电力系统能源平台建设项目的启动使得公司水电业务发电量存在上涨空间，预计 11 年发电量会增加 2000 万度。
- **精细化工业务转型顺利。**制约电子级磷酸装置运行的一些技术问题已经解决，预计 11 年电子级磷酸业务会达产。针对传统磷化工业务毛利下降、国际需求下降的问题，公司通过推进磷阻燃剂等新产品以及开拓国内市场，双管齐下，目前已经取得良好效果。
- **目前估值较低，给予“增持”评级。**公司 11 年以及 12 年的 EPS 分别为 1.03 和 1.43，目前股价 23.92 元，考虑到水电业务存在一定的不确定，给予增持评级，近期目标价位 25 元。

分析师

康铁牛 (S1180511020002)

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平 (S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明 (S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

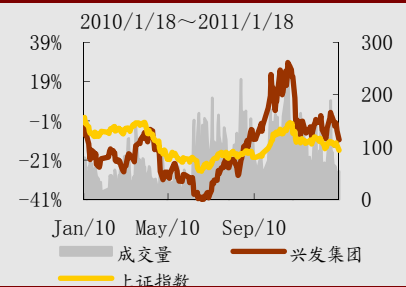
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 公司研究 * 兴发集团：受惠全球气候变化，超越矿电磷一体化发展模式 * 600141 * 石化行业 * 柴沁虎》，2010.9

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2675.6	3044.3	4004.1	4571.11	5227.15
增长率 (%)	56.4%	13.8%	31.5%	14.2%	14.4%
净利润 (百万元)	295.17	138.90	181.62	377.74	524.11
增长率 (%)	287.3%	-52.9%	30.8%	108.0%	38.7%
EPS	0.81	0.38	0.50	1.03	1.43

一、磷矿产量大幅增长、资源量超预期.....	4
(一) 未来两年, 公司磷矿产量可能会翻番	4
(二) 公司的磷矿资源量被低估	5
二、电力生产仍有潜力可挖.....	6
三、精细化工业务转型进展顺利.....	6
(一) 电子级黄磷进展顺利, 预计 11 年能够达产	6
(二) 强化贸易业务, 寻找新的增长点	7
(三) 受惠气候变化, 传统化学品业务存在超预期可能	7
四、其他事宜	8
五、估值	8
六、投资风险以及不确定因素分析.....	9

表格

表 1: 公司磷矿资源量和产量存在超预期可能.....	5
表 2: 不同等级的电子级磷酸的质量要求以及主要应用领域.....	7
表 3: 利润表 (百万元)	9

近期，磷矿石价格大幅度提升，磷化工产业的表现淡季不淡。针对这一问题，我们走访了兴发集团（600141），调研结果整理如下。

一、磷矿产量大幅增长、资源量超预期

（一）未来两年，公司磷矿产量可能会翻番

上市公司的磷矿资源业务主要集中在白竹楚锋、阳日武山以及兴山树崆坪，产能大约 250 万吨左右，正常产量大约 200 万吨左右，受冒顶事故影响，10 年公司磷矿产量大约 160 万吨左右。

随着楚锋磷矿整改措施的落实，11 年该矿生产将会恢复正常。此外，07 年即开始探矿的瓦屋四矿段初步具备投运条件，目前运输通道平岔公路改扩建工作也已经完成，探转采工作正在落实中，可能会在 11 年根据公司实际情况释放部分产能。重组工作完成并注入上市公司后，磷化公司的树崆坪磷矿和店子坪磷矿可能会在 12 年释放产能。

后坪磷矿由于探矿范围有所调整（10 年 10 月公司发布公告，获得国土资源部许可，将树崆坪后坪探矿范围从原先的 20.71 平方公里，扩张到 41.95 平方公里），预计该矿的转产可能需要到 13 年后。

初步估计，11 年公司磷矿产量会达到 250 万吨，12 年公司磷矿产量会突破 300 万吨/年。

表 1: 公司磷矿资源量和产量存在超预期可能

	名称	产能 (万吨)	品位 (%)	可采储量 (万吨)	保有储量 (万吨)	备注	
上市 公司	兴隆磷矿	30			3181.5		
	兴盛矿产 (99.93%)	兴河磷矿	10			988.6	目前产量大约 70~80 万吨/年
		兴昌磷矿	20			1172.7	
		胜风磷矿					暂未开采
	树空坪矿 业	葛坪	20	22~30	339.76	461.63	
		申家山	25	22~28	352.46	732.10	目前产量大约 60~70 万吨
		蒋家湾	20	25~30	313.83	449.58	
	兴发集团	马家湾	5				
	楚锋楚磷	白竹	100			7300	
	神农架矿 业	阳日武山	20~30			600*	
	瓦屋 IV 矿段		20		6527.7*	探矿面积 18.67 平方公里， 处于探转采阶段	
	平水-蒿坪					普查阶段,探矿权面积 17.6 平方公里	
兴盛矿产 (99.93%)						保有储量对应的探矿权证 面积 20.71 平方公里,目前 探矿面积已经扩充到 41.41 平方公里,并取得详查探矿 权证	
	后坪		25~30		13628.7*		
合计		~250			35041*		
磷化公司	店子坪、 树崆坪	240			6026.02	重组中	
合计		~500		>30000	41067*	21426*	

*相应数值偏保守, 存在调整的可能

资料来源: 公司公告、宏源证券

(二) 公司的磷矿资源量被低估

如果不考虑磷化公司的待注入磷矿资源, 公司的磷矿资源量大约为 1.5 亿吨, 但是我们认为, 公司的磷矿资源被低估, 在不考虑磷化集团资产的情况下, 公司实际控制的磷矿资源可采储量可能会突破 3 亿吨。

磷矿资源大多分布在山区, 交通往往是磷矿资源开发利用的首要因素。公司的矿产资源大多扼守交通通道, 对潜在的进入者而言, 有一定的门槛。公司则可以根据实际情况, 稳步变更矿区范围。比较典型的例子是武山矿区。2010 年 12 月, 公司发布公告, 调整武山矿区范围, 将矿区面积从原来的 6 个拐点圈定, 开采深度 1000~1600 米标高, 调增为 8 个拐点圈定, 开采深度 300~1600 米标高, 矿区面积从 18.014 平方公里扩张为 25.475 平方公里。

由于历史原因, 公司的树崆坪矿区各矿段之间彼此分割, 无法统筹安排磷矿的开发利

用。2010年10月，公司公告，公司第一大股东宜昌兴发受让宜昌市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司（简称磷化集团）的股权。磷化集团拥有6026.02万吨的磷矿储量，分布于店子坪和树垌坪，磷矿产能240万吨，重组后宜昌兴发集团将持有磷化集团95.9%的股权95.9%，宜昌地质大队持有4.1%。磷化集团的磷矿资源原为中加化肥项目配置，品质远高于该地区的其他矿区磷矿资源，更加重要的是，磷化集团的重组将会带动整个树垌坪地区的磷矿资源开发模式的变化，该地区的磷矿资源量也会相应提升。

湖北省一直在致力于促进磷矿资源的整合，精细磷化工产业是重点支持和发展的产业，湖北省政府多次明确表示磷矿资源的整合必须向精细磷化工产业倾斜。磷化公司的重组是最好的例子，乐观估计，公司在远安杨柳磷矿也可能会分得磷矿资源。

二、电力生产仍有潜力可挖

公司目前拥有电站10余座，总装机约13.7万千瓦，实际发电量接近4亿千瓦时，主要解决兴山境内刘草坡基地和白沙河基地的生产。

2010年，公司启动电力系统能源平台建设项目，先后进行了一系列电站的改造工作，涉及电站增容，自动化改造，关键部件的节能改造等。在降雨量比历年平均水平下降9.7%的情况下，实际发电量同比上升27.8%。预计2011年，公司自营水电业务发电量大约会增加2000万Kw.h。

兴山县小水电产业发达，除兴发集团下属电厂外，其余水电年发电量大约2亿千瓦时。同时，兴山是湖北省为数不多的自发自管县，对于小水电，天星集团基本是执行加征0.0804元/Kw.h过网费的原则进行结算，这使得公司的黄磷生产成本较云贵川鄂地区的其他磷化工企业为低。

三、精细化工业务转型进展顺利

（一）电子级黄磷进展顺利，预计11年能够达产

公司的电子级磷酸装置自10年4月开始调试，目前，主要的技术问题，比如尾气吸收、过滤等问题已经解决。即使考虑到生产过程中的一些不确定性，11年应该可以发挥装置80%的生产能力。

电子级磷酸目前尚没有国家和行业标准，公司已经于10年9月在湖北省宜昌市质量技术监督局备案企业标准，并且正在参与国家标准的制定工作，目前国标草案已经完成，处于征求意见的阶段。

公司的电子级磷酸主要为IC级和TFT级产品，大体相当于Semi-C7和Semi-C8级产品，价格以及毛利远非国内其他企业的MOS级电子级磷酸可比。产品销售目前主要有合资方华星控股负责解决，华星控股是电子级磷酸的专业生产商，有稳定的客源。

表 2：不同等级的电子级磷酸的质量要求以及主要应用领域

国内相关试剂标准	国际半导体设备与材料组织标准	对应 IC 集成度	金属杂质要求	控制微粒要求	控制微粒指标	主要用途
MOS级			<1ppm			用于5 μm线宽电路蚀刻和LCD液晶加工
BV I 级	SMEI-C1C2	64K	<100ppb	1 μm	<25 个 / 毫升	适用于中小规模集成电路及电子器件加工工艺，用于小于1.2 μm线宽电路蚀刻和液晶
BV III 级	SMEI-C7	4M	<10ppb	0.5 μm	<25 个 / 毫升	适用于较大规模集成电路及薄膜液晶加工工艺，用于0.8~1.2 μm宽电路蚀刻
BV IV 级	SMEI-C8	256M	<1ppb	0.5 μm	<5 个 / 毫升	适用于大规模集成电路加工工艺，用于0.2~0.6 μm宽电路蚀刻
BV V 级	SMEI-C12	16G	<0.1ppb	0.2 μm	协定	适用于大规模集成电路加工工艺，用于0.09~0.20 μm宽电路蚀刻

资料来源：中国电子工业协会、宏源证券

（二）强化贸易业务，寻找新的增长点

近年来，工业级五钠、六偏这些传统化工产品需求增速缓慢，针对这一问题，公司主要从两个方面入手。一方面，强化国内贸易网络，积极开拓国内市场，另一方面，寻找新的增长点。

公司的国内贸易业务主要是围绕黄磷、磷酸盐系列产品有针对性地展开，有助于公司及时跟踪下游市场需求的变化并从上游予以调整。贸易业务的推进，使得公司的生产经营更为灵活，生产经营更加侧重于投资回报率，而不再拘泥于产能利用率。这一点在2010年的生产经营中表现得比较充分，在黄磷价格持续走高的情况下，公司并不强求五钠的开工水平，而是选择直接销售黄磷。

新的增长点方面，磷阻燃剂和特种磷酸盐目前已经收到成效，发展磷阻燃剂和复配磷酸盐单位产品的毛利可以达到传统的五钠、六偏的2~3倍。

（三）受惠气候变化，传统化学品业务存在超预期可能

受拉尼娜影响，当前云贵地区的精细磷化工的生产、运输陷于困顿。

兴山地区处于山区，毗邻三峡，存在逆温层现象，冬季比较暖和，据当地气象工作人员介绍，兴山地区极端最低气温小于 -7°C 的机会只有5%。

本次调研过程中也发现，目前兴山地区的小水电、磷矿运输以及精细磷化工生产装置正常运转，只是负荷偏低，基本不受冻雨天气影响。

四、其他事宜

公司2010年12月发布公告，报废固定资产净值4759万元，影响2010年损益4737万元。相关资产涉及黄磷产能1.2万吨，但是这部分产能的损失可以由开工率的提高予以补充，对企业2011年的生产经营不会产生影响。

公司10年10月推出年度奖励基金实施计划，如果2010、2011以及2012年的净利润增速分别超过20%、15%和10%，以当年净利润较上年净利润增加额的10%提取奖励基金（封顶500万元），这一增速实际较资本市场预计为低，可能的原因在于确保奖励基金实施计划能够落实，避免出现08年10月推出的股权激励计划落空的现象。

公司的现金流相对紧张，但是未来数年内投资力度较大，考虑到公司的银行授信额度较大，磷矿产能逐步释放，应该不成为公司可持续发展的制约因素。

公司近期没有推出定增的计划，但是随着宜都项目的推进，瓦屋磷矿的探转采，磷化集团重组的完成以及磷阻燃剂等高端磷化工业务的推进，仍存在定增的可能，可能时点应该在11年年底。

五、估值

主要假设

宜都磷化工湿法磷酸相关项目2011年启动，11年底完成基建工作，12年中期投入运行。

公司11年以及12年的EPS分别为1.03和1.43，目前股价23.92元，考虑到水电业务存在一定的不确定，给予“增持”评级。

表 3：利润表（百万元）

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2675.68	3044.39	4004.19	4571.11	5227.15
减：营业成本	1923.76	2594.16	3355.59	3701.74	4139.28
营业税金及附加	27.89	35.31	46.44	53.02	60.63
营业费用	118.44	110.61	145.48	166.08	189.92
管理费用	89.36	82.23	108.15	123.46	141.18
财务费用	119.44	98.17	85.68	78.66	74.35
资产减值损失	56.80	1.16	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	78.78	23.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	418.77	145.89	262.84	448.15	621.80
加：其他非经营损益	-45.50	13.01	-47.37	0.00	0.00
利润总额	373.28	158.89	215.47	448.15	621.80
减：所得税	63.55	18.82	32.32	67.22	93.27
净利润	309.72	140.07	183.15	380.93	528.53
减：少数股东损益	14.55	1.17	1.53	3.18	4.42
归属母公司股东净利润	295.17	138.90	181.62	377.74	524.11
每股收益 (EPS)	0.808	0.380	0.497	1.034	1.434

资料来源：宏源证券

六、投资风险以及不确定因素分析

磷矿资源一般都伴生3~5%的氟，目前国内的一些单位，比如翁福等企业，已经能够回收利用这部分氟资源。随着宜都项目的推进，应该关注公司的氟资源回收利用进展。

公司的精细磷化工业务在国内已经处于领头地位，业务拓展存在一定的瓶颈。电子级磷酸、特种磷酸盐等产品虽然可以提升毛利率，但是市场有限，未来需要关注公司在磷阻燃剂和六氟磷酸锂等方向能否进一步取得突破。

兴山是为数不多的自发自管县，电网存在被国网收购的可能。

公司的高纯黄磷业务进一步拓展的可能。

公司贸易业务存在超预期的可能。

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张延明: 宏源宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。