

增持 调低

兴发集团 (600141)

2010 年 10 月 13 日

大股东重组宜昌磷化工业集团

石化与基础化工行业分析师: 邓勇
SAC 执业证书编号: S0850200010381
dengyong@htsec.com
021-23219404

10 月 12 日收盘价 25.84 元, 6 个月目标价 26.70 元

大股东重组宜昌磷化工业集团:

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(简称磷化集团)的股权全部转让给宜昌兴发集团(上市公司的大股东)。重组后宜昌兴发集团将持有磷化集团 95.9% 的股权。

磷化集团核心资产为磷矿, 可利用资源储量为 6026.02 万吨。磷化集团以该矿权作为资本金注入宜昌枫叶化工公司(简称枫叶化工, 磷化集团占注册资本 51%, 加拿大斯帕尔化工公司占 49%)。

由于本次重组涉及磷化集团和中加合资项目的历史遗留问题较多而且比较复杂, 可能需要一至三年甚至更长时间来处理这些事情。在本次重组完成后, 大股东承诺在 6 个月内以取得成本将相关资产转让给上市公司。

主要结论:

宜昌国资委将持有的磷化集团 95.9% 的股权转让给宜昌兴发集团。我们认为大股东完成对磷化集团的重组, 将该资产注入上市公司, 最快要到明年底。

根据我们的测算, 在磷化集团注入上市公司后, 上市公司新增的磷矿储量在 2947-5779 万吨之间, 新增的磷矿年产能在 117-230 万吨之间。

未来几年, 兴发集团磷矿储量和产能有望翻番。除了磷化集团拥有的磷矿资产将注入上市公司外, 目前上市公司正在勘探的瓦屋四矿段和树崆坪后坪也将在未来两年陆续转为采矿权, 实现开采。

磷肥将成为公司发展新亮点。兴发集团依托自身磷矿资源和低成本的水路运输优势, 在未来几年将实现磷肥产业的规模扩张, 从而进一步消化自产磷矿石, 培育新的利润增长点。

在全球通胀预期下, 磷矿作为稀有非金属, 其价值将越来越被重视。拥有丰富磷矿储量且储量在不断增长的兴发集团将拥有更坚实的发展基础。除了磷矿资源外, 电子级磷酸将成为公司发展的新亮点。

看好公司未来发展, 但短期估值较高, 给予“增持”评级。我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.68、0.89 元, 由于前期股价涨幅较大, 目前估值较高, 调低评级至“增持”。

1. 磷化集团介绍

湖北宜昌磷化工业集团有限公司, 是为致力于中加合资宜昌磷矿矿肥结合工程项目的建设, 经宜昌市人民政府批准于 2003 年 5 月成立的。2005 年 4 月, 宜昌市人民政府授权市国资委对公司履行出资人职责。公司注册资本为 10888 万元,

其中市国资委持有 95.9%，宜昌地质大队持有 4.1%。

2003 年 12 月，磷化集团与加拿大斯帕尔公司共同投资建设中外合资企业—宜昌枫叶化工有限公司。中加合资百万吨矿

肥结合工程项目分矿山工程和化肥工程两部分，最终将建成年采选磷矿 240 万吨、磷复肥 150 万吨的生产总规模，总投资达 18 亿元。但由于一些原因，该项目一直没有竣工投产。

2. 未来公司的磷矿储量和产量将进一步增长

2.1 磷化集团拥有的磷矿资源未来将注入上市公司

磷化集团拥有 6026.02 万吨的磷矿储量，分布于店子坪和树崆坪，我们估计磷矿品位不错（根据公司之前披露的在树崆坪后坪的探矿结果，平均品位至少在 25% 以上）。这些磷矿资源将在未来注入上市公司（根据公司披露，完成重组最少需要一年时间，因而这部分资产最快注入上市公司的时间是明年底之前）。

关于这部分磷矿注入后，到底有多少是上市公司能控制的，可能有几种情况。其主要影响因素是对中加合作项目历史遗留问题的处理结果。以下是我们对几种情况的分析：

- （1）至少拥有 48.91% 的权益。根据中加磷矿矿肥合作项目，磷化集团持有枫叶化工（中加合资公司）51% 的股权。如果在未来的重组中，中加双方能解决遗留问题，补齐注册资本金，并约定按照原来的出资比例。那么兴发集团将持有枫叶化工 48.91% 的股权，控制的磷矿资源量约 2947 万吨。
- （2）超过 48.91% 的权益。根据公司的披露，未来对磷化集团的重组涉及到对枫叶化工的股权比例调整。而在国际磷矿石不断上涨的背景下，磷化集团拥有的矿权价值理应提高，其在枫叶化工的比例也应相应提高。
- （3）拥有 95.9% 的权益。根据公司的披露，未来对磷化集团的重组除了对枫叶化工进行股权比例调整外，还有一种方案，就是合资公司是否存续。如果枫叶化工不再存续，那么兴发集团将拥有该磷矿资产 95.9% 的权益，控制的磷矿储量约 5779 万吨。

我们的判断：我们认为（2）和（3）的可能性要更大一些。因为在磷矿的稀缺性越来越受到重视，磷矿石价格不断上涨的预期下，磷化集团以磷矿资产出资在枫叶化工中的比重理应提升。因此我们预计未来兴发集团新增的磷矿储量在 2947-5779 万吨之间。如果 240 万吨的磷矿年产能达产，那么兴发集团新增的磷矿年产能可在 117-230 万吨之间。

2.2 未来公司其他磷矿增量

除了未来可能注入的磷化集团拥有的磷矿资源外，目前公司正在勘探的两个磷矿也将成为未来磷矿的增量。

树空坪后坪矿段的探矿项目前期已进行过普查探矿，根据普查报告，后坪矿段的批准推断的磷矿石资源量 1256.5 万吨（品位 27.17%），估计预测的磷矿石资源量 10396.5 万吨（品位 25.40%）。

瓦屋四矿段预计资源储量 4621.1 万吨（品位 20% 以上）。公司在 2004 年就拿到了该矿段的探矿权，并在 2007 年底披露了普查结果（预计全矿段资源储量 4621.1 万吨）。在经过近三年的勘探，以及为之配套的平岔公路改扩建工程（2010 年 1 月 6 日公告）的完工，我们预计该矿段有望在明年底前实现投产。

2.3 磷矿资源优势明显

目前公司拥有的磷矿资源品位都比较高。根据 2007 年全国矿产储量数据库的统计，截止 2007 年底，全国 II 级磷矿（P₂O₅ 25%~30%）资源储量矿石量 21.2 亿吨（占 12%），P₂O₅ 量 5.74 亿吨（占 18.1%），分布在云南、贵州、四川、湖北、湖南、甘肃、河北和内蒙古 8 个省自治区，其中 97%（以 P₂O₅ 量计）分布在云贵川鄂。湖北 II 级磷矿主要分布在湖北省兴—神磷矿瓦屋矿区、保康磷矿和兴山县树崆坪磷矿区。公司拥有的磷矿资源正好在这几个矿区。

目前公司拥有的磷矿储量 1.6 亿吨，产能 245 万吨；如果考虑磷化集团的磷矿注入以及树崆坪后坪以及瓦屋四矿段磷矿探矿权转为采矿权，未来几年公司磷矿储量和产能有望翻番。

表 1 是我们对兴发集团磷矿资源做的统计，其中：磷化集团的磷矿产能按照磷化集团之前的规划列示；瓦屋四矿段和树崆坪后坪则以初勘储量作为探明储量列示。

表 1 兴发集团拥有的磷矿资源情况

	持股比例	储量（万吨）	产能（万吨）
兴盛矿产	100%	6500	50
保康楚烽化工	100%	7300	100
神农架武山磷矿	70%	600	30
树崆坪公司（葛坪、申家山、蒋家湾）	100%	1643	65
磷化集团（店子坪、树崆坪）	95.9%	6026	240
瓦屋四矿段	100%	10397	未投产
树崆坪后坪	100%	4621	未投产
合计		37087	485

资料来源：公司公告，海通证券研究所

在全球通胀预期下，稀有金属受到重视的同时，稀有非金属（磷矿等）的价值也将得到越来越多的认同。从全球角度看，磷比钾更缺；而从国内看，虽然我国磷矿丰富，但高品位磷矿的使用年限只有十余年，随着低品位矿的广泛使用，生产成本的提高将推动未来磷矿石价格的走高。

3. 磷肥将成为公司发展新亮点

根据枫叶化工的规划，该公司要形成 240 万吨磷矿、150 万吨磷复肥的生产能力。

兴发集团在今年 7 月 25 日公告称，成立宜都兴发，投资建设 60 万吨磷铵、80 万吨硫磺制酸、30 万吨湿法磷酸项目，项目建设期为两年，预计总投资 15.56 亿元。

如果磷化集团注入上市公司，那么可能会存在两个子公司同时生产磷肥的局面，不利于资源的有效利用。因而在本次公告中也提到：重组工作涉及到合资项目计划调整等事项。我们认为，如果双方能协商一致，磷肥将不会成为合资公司的重点，未来公司磷肥发展仍将以宜都兴发为平台，实现做大做强。

石油和化学工业规划院在《“十二五”化肥工业发展规划研究》提到：“十二五”期间，原料产地化肥产能比重提高到 70%；能源产地，特别是具有能源优势的粮棉主产区实现尿素自给；云南、贵州、湖北、四川四省磷肥产能比重提高到 70%。我们认为“十二五”期间，湖北省将依托磷矿资源，大力发展磷肥产业。

兴发集团依托自身磷矿资源和低成本的水路运输优势，在未来几年将实现磷肥产业的规模扩张，从而进一步消化自产磷矿石，培育新的利润增长点。

4. 看好公司未来发展，但短期估值较高，给予“增持”评级

磷矿资源优势是公司长远发展的基础。依托丰富的磷矿资源，公司除了发展精细磷化工产品外，正在建设的磷肥项目也将成为公司新的利润增长点。

电子级磷酸将成为公司新的亮点。公司投资建设的 1 万吨电子酸项目目前已基本建成，由于主要原料黄磷是在现有设备基础上改进生产，因而成本增加不多，从而保证该产品正式生产后将获得较高毛利。由于电子级磷酸需求量大，而国内产量严重不足，只要公司电子级磷酸产品能打开销路，就会有比较广阔的市场。根据有关专家的预期，未来几年仅我国的电子级磷酸需求量就将达到 10 万吨/年（亚洲需求量为 30 万吨/年）。

丰富的磷矿、水电资源，不断推出新产品是我们看好公司的主要理由，我们维持之前的盈利预测，预计公司 2010-2011 年每股收益为 0.68、0.89 元。由于近期股价涨幅较大，估值相对较高，调低评级至“增持”。

相关研究：

兴发集团：黄磷价格上涨有助于公司业绩提升	20100805
兴发集团：盈利能力稳步恢复，业绩大幅增长	20100727
兴发集团：以底价购得集团磷矿资产	20100611
兴发集团：预计 2010 年业绩将大幅增长	20100427
兴发集团：依托资源优势，打造磷化工巨头	20100414
兴发集团：后坪矿段储量丰富	20100106
兴发集团：资源禀赋优势明显	20091210
兴发集团：2008 盈利创新高	20090302
兴发集团：上游资源丰富，下游稳步拓展	20080702
兴发集团年报点评	20080325
兴发集团：依托磷矿资源优势，做大下游产业	20080122

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、辽通化工、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份、兴发集团

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。