

兴发集团（600141）

拟并购腾龙，强化草甘膦龙头地位

事项：公司拟收购草甘膦企业内蒙古腾龙

9 月 27 日，公司发布公告称，已与湖北仙隆化工签订《股权收购意向协议书》，拟以现金收购内蒙古腾龙不低于 51% 的股权。

并购协同效应显著，望增厚上市公司业绩

内蒙古腾龙位于内蒙古乌海市经济开发区-乌达工业园区，现有 5 万吨/年草甘膦原药装置，截至 2017 年 6 月 30 日，公司总资产 16.8 亿，净资产 0.69 亿，2017 年上半年实现营收 4.2 亿，净利润-743 万元。上半年国内草甘膦价格相对高位，但腾龙仍陷入亏损，我们判断主要原因是公司无原料配套、负债率高达 95% 导致财务成本过高，如果并购落地，兴发集团依托自身磷矿资源，可为腾龙自配套原料黄磷，显著降低生产成本，同时可发挥上市公司融资优势，可降低腾龙财务费用，未来腾龙有望扭亏为盈，增厚上市公司业绩。

扩大市场份额，强化草甘膦龙头地位

根据百川资讯，截至 2016 年底，国内草甘膦有效产能约 70 万吨，兴发集团旗下泰盛化工年产能 13 万吨位居国内第一，本次并购若落地，兴发集团国内市场份额望超过 25%，与竞争对手进一步拉开规模差距。兴发集团作为目前国内唯一完全自配套黄磷、甘氨酸的草甘膦企业（来自百川资讯），产业链优势显著，未来凭借规模优势、产业链优势，行业综合竞争优势进一步凸显。

加速逆势扩张，蛰伏蓄势的磷化工航母后劲十足

近几年国内磷化工整体处于行业低谷，公司作为全面布局磷矿石、黄磷、磷酸盐、磷肥、草甘膦、有机硅的磷化工龙头，沿着“矿电磷”一体化的产业链条，正在以“内生+外延”方式加速逆势扩张，本次并购计划是公司外延扩张的重要一步，未来随着定增募投项目落地，公司湿法磷酸缺口望得到弥补，磷肥产能进一步扩大，单位折旧摊销、财务成本得到降低，盈利能力进一步提升，基础打牢后，发展后劲十足。

维持买入评级

预计 2017-2019 年公司归母净利 3.3 亿/3.6 亿/4.0 亿，对应 PE31.1/28.6/25.6 倍，维持买入评级。考虑到公司通过外延并购进一步做大草甘膦业务，并购如果顺利落地龙头地位得到进一步巩固，行业景气上行业绩弹性大，上调目标价至 25 元。

风险提示：并购落地不达预期；草甘膦价格大幅下跌

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,392.34	14,541.19	15,704.49	16,646.76	17,312.63
增长率(%)	8.78	17.34	8.00	6.00	4.00
EBITDA(百万元)	1,470.55	1,668.44	2,037.50	2,152.06	2,203.24
净利润(百万元)	77.27	102.02	328.06	357.17	399.16
增长率(%)	(84.37)	32.02	221.57	8.87	11.76
EPS(元/股)	0.15	0.20	0.66	0.71	0.80
市盈率(P/E)	131.99	99.98	31.09	28.56	25.55
市净率(P/B)	2.09	1.73	1.98	1.87	1.76
市销率(P/S)	0.82	0.70	0.65	0.61	0.59
EV/EBITDA	11.87	10.31	10.61	9.31	8.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.37 元
目标价格	25 元
上次目标价	19 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	500.72
流通 A 股股本(百万股)	500.72
A 股总市值(百万元)	10,199.68
流通 A 股市值(百万元)	10,199.68
每股净资产(元)	9.66
资产负债率(%)	69.52
一年内最高/最低(元)	21.98/11.45

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

赵宗原 联系人
zhaozongyuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《兴发集团-半年报点评:产品价格普涨利润大幅增长,草甘膦涨价业绩望继续改善》2017-08-12
- 2 《兴发集团-季报点评:一季度大幅增长,有机硅、草甘膦景气上行》2017-04-16
- 3 《兴发集团-年报点评报告:业绩探底回升,看好产品持续涨价》2017-03-21



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,194.37	783.47	926.56	982.16	1,021.45
应收账款	731.95	687.66	1,737.81	833.19	1,840.65
预付账款	106.25	75.74	188.51	52.10	218.82
存货	1,182.55	984.47	1,366.32	1,122.55	1,468.95
其他	1,222.11	1,334.70	1,245.10	1,460.73	1,336.23
流动资产合计	4,437.24	3,866.04	5,464.30	4,450.73	5,886.10
长期股权投资	500.21	835.79	835.79	835.79	835.79
固定资产	11,041.66	11,913.33	11,908.53	11,654.70	11,238.34
在建工程	2,247.52	1,537.05	958.23	622.94	403.76
无形资产	2,036.35	1,975.03	1,878.40	1,781.76	1,685.13
其他	1,110.34	1,253.61	1,227.02	1,181.12	1,192.41
非流动资产合计	16,936.07	17,514.80	16,807.95	16,076.30	15,355.43
资产总计	21,373.31	21,380.84	22,272.26	20,527.03	21,241.53
短期借款	4,285.80	3,289.39	5,790.55	6,314.99	5,789.62
应付账款	2,050.10	1,984.67	2,333.76	2,369.50	2,399.83
其他	3,579.34	4,588.68	3,411.12	2,856.56	3,500.74
流动负债合计	9,915.24	9,862.74	11,535.43	11,541.05	11,690.18
长期借款	2,289.61	2,583.08	2,641.36	192.83	0.00
应付债券	2,186.98	1,192.43	894.00	894.00	894.00
其他	938.51	1,093.90	960.82	997.74	1,017.49
非流动负债合计	5,415.10	4,869.42	4,496.18	2,084.57	1,911.49
负债合计	15,330.34	14,732.15	16,031.61	13,625.62	13,601.67
少数股东权益	1,172.55	765.00	1,093.06	1,450.23	1,849.39
股本	529.98	512.24	500.72	500.72	500.72
资本公积	2,865.18	2,856.49	2,856.49	2,856.49	2,856.49
留存收益	4,327.70	4,368.02	4,646.87	4,950.46	5,289.75
其他	(2,852.44)	(1,853.06)	(2,856.49)	(2,856.49)	(2,856.49)
股东权益合计	6,042.97	6,648.68	6,240.65	6,901.41	7,639.86
负债和股东权益总	21,373.31	21,380.84	22,272.26	20,527.03	21,241.53

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	102.36	171.04	328.06	357.17	399.16
折旧摊销	666.81	809.01	745.86	769.12	784.19
财务费用	622.09	603.96	451.81	470.87	391.60
投资损失	(19.07)	(107.37)	(107.37)	(107.37)	(107.37)
营运资金变动	920.09	(793.66)	(1,942.10)	629.81	(715.15)
其它	(1,553.30)	462.95	328.06	357.17	399.16
经营活动现金流	738.99	1,145.93	(195.68)	2,476.76	1,151.60
资本支出	2,098.79	1,037.17	193.09	43.07	30.26
长期投资	235.41	335.58	0.00	0.00	0.00
其他	(3,702.60)	(2,545.52)	(145.72)	(15.70)	27.11
投资活动现金流	(1,368.39)	(1,172.78)	47.37	27.37	57.37
债权融资	10,031.85	9,918.55	11,725.91	9,801.82	9,083.62
股权融资	(659.17)	327.09	(1,465.07)	(469.19)	(389.92)
其他	(8,825.77)	(10,210.73)	(9,969.44)	(11,781.17)	(9,863.38)
筹资活动现金流	546.92	34.91	291.40	(2,448.54)	(1,169.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(82.49)	8.07	143.10	55.59	39.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,392.34	14,541.19	15,704.49	16,646.76	17,312.63
营业成本	10,501.71	12,648.24	13,223.18	13,999.92	14,577.23
营业税金及附加	180.44	185.44	200.27	212.29	220.78
营业费用	403.64	471.69	628.18	665.87	692.51
管理费用	383.61	378.32	408.59	433.10	450.43
财务费用	654.09	638.83	451.81	470.87	391.60
资产减值损失	135.09	97.03	60.00	60.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.07	107.37	107.37	107.37	107.37
其他	(38.15)	(214.74)	(214.74)	(214.74)	(214.74)
营业利润	152.83	229.02	839.83	912.07	1,027.45
营业外收入	47.05	64.50	55.78	60.14	57.96
营业外支出	16.16	22.37	20.78	19.77	20.97
利润总额	183.72	271.15	874.82	952.44	1,064.43
所得税	81.36	100.11	218.71	238.11	266.11
净利润	102.36	171.04	656.12	714.33	798.33
少数股东损益	25.09	69.03	328.06	357.17	399.16
归属于母公司净利润	77.27	102.02	328.06	357.17	399.16
每股收益（元）	0.15	0.20	0.66	0.71	0.80

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.78%	17.34%	8.00%	6.00%	4.00%
营业利润	-73.02%	49.85%	266.71%	8.60%	12.65%
归属于母公司净利润	-84.37%	32.02%	221.57%	8.87%	11.76%
获利能力					
毛利率	15.26%	13.02%	15.80%	15.90%	15.80%
净利率	0.62%	0.70%	2.09%	2.15%	2.31%
ROE	1.59%	1.73%	6.37%	6.55%	6.89%
ROIC	3.13%	3.76%	6.33%	6.26%	6.96%
偿债能力					
资产负债率	71.73%	68.90%	71.98%	66.38%	64.03%
净负债率	37.64%	61.73%	64.58%	48.96%	37.19%
流动比率	0.45	0.39	0.47	0.39	0.50
速动比率	0.33	0.29	0.36	0.29	0.38
营运能力					
应收账款周转率	18.83	20.49	12.95	12.95	12.95
存货周转率	10.95	13.42	13.36	13.38	13.36
总资产周转率	0.60	0.68	0.72	0.78	0.83
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.20	0.66	0.71	0.80
每股经营现金流	1.48	2.29	-0.39	4.95	2.30
每股净资产	9.73	11.75	10.28	10.89	11.56
估值比率					
市盈率	131.99	99.98	31.09	28.56	25.55
市净率	2.09	1.73	1.98	1.87	1.76
EV/EBITDA	11.87	10.31	10.61	9.31	8.93
EV/EBIT	21.63	19.82	16.74	14.49	13.86

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com