

兴发集团(600141)

—磷化工产业龙头，有机硅协同发展，业绩继续改善

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 11.34 元

投资要点:

1. 国内磷化工行业龙头，全产业链优势

公司拥有磷化工“矿电化一体”全产业链的优势，从上游的磷矿石开采到中游的磷酸、磷酸盐再到下游草甘膦和磷肥公司均有产能。公司产品有电子级、医药级、食品级、工业级、肥料级产品 12 个系列 184 多个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。

公司现有草甘膦权益产能 14.75 万吨/年、有机硅权益产能 10 万吨/年(兴瑞改造完后权益产能上升至 18 万吨/年)、甘氨酸权益产能 8.5 万吨/年、氯碱产能 31 万吨/年，精细磷酸盐产能 18.25 万吨/年、磷铵产能 60 万吨/年、电子化学品产能 6 万吨/年。多品种融合发展，有利于保障原料供应的稳定，同时充分获取产业链利润。

2. 丰富水电和矿石资源，成本优势明显

公司拥有采矿权的磷矿石储量 2.47 亿吨，拥有处于探矿阶段的磷矿石储量 2.33 亿吨，共计 4.8 亿吨，丰富的矿石储备保障了公司磷化工原料的稳定供给，另外磷矿石毛利超过 50%，丰富的矿石储备将为公司长期贡献客观的利润。公司还拥有水电站 31 座，总装机容量达到 16.87 万千瓦，电力是生产黄磷的重要成本之一，水电直接成本不到 0.2 元/Kwh，显著低于公网电力，保障公司磷产品生产较低成本。

3. 技术创新，助力企业产品升级

公司拥有核心专利 345 项，参与制定国家和行业标准 42 项。黄磷和草甘膦清洁生产技术攻克行业重大难题，高端磷酸盐品质国际领先。公司自主开发的电子级磷酸、硫酸打破国内市场长期由国外垄断局面，已出口韩国、日本、欧美等发达国家和地区；公司当前电子级磷酸盐 3 万吨/年，部分产品已达到 IC 级别，随着长江存储、京东方 10.5 代线等知名产线落户武汉，公司电子化学品有望迎来快速发展，公司未来三年也计划将电子化学品产能提升至 15 万吨。

4. 环保能力突出叠加行业集中度提升助力公司龙头地位稳固

公司自主建设了一系列黄磷清洁生产、尾气净化系统、余热回收系统、废水光催化处理系统、废水 MVR 处理系统、草甘膦母液处理等环保设施，部分环保技术已经推广到同行。公司作为长江沿线化工企业一直安全高效的生产得益于环保的大力投入和创新，具有示范意义。环保日趋严格的背景下磷化工和有机硅产业行业集中度都在提升，公司作为磷化工龙头企业和有机硅领先企业，将不断受益于行业集中度的提升。环保投入虽然短期会拖累公司业绩，但是在新形势下长期来看将成为公司竞争的软实力。

发布时间: 2018 年 08 月 29 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	21.24 / 10.44
上证指数/深圳成指	2769.29/8678.26
50 日均成交额(百万元)	119.57
市净率(倍)	1.26
股息率	0.00%

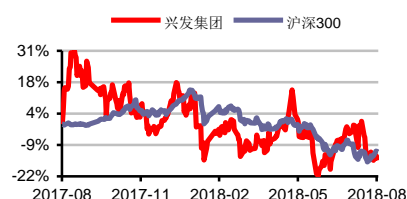
基础数据

流通股(百万股)	600.87
总股本(百万股)	727.18
流通市值(百万元)	6813.81
总市值(百万元)	8246.23
每股净资产(元)	8.99
资产负债率	65.80%

股东信息

大股东名称	宜昌兴发集团有限责任公司
持股比例	22.05%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-兴发集团调研报告: 行业景气提升, 矿肥增厚业绩》2011-4-18
- 《国元证券公司研究-兴发集团 600141 公司点评: 一行业低谷配置的好品种》2009-10-28
- 《国元证券公司研究-兴发集团 600141 公司点评: 一磷电一体优势渐显, 资源优势明显》2009-7-13

联系方式

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
电 话: 021-51097188-1929
电 邮: lichao.song@gyzq.com.cn
研究助理: 毛正
执业证书编号: S0020118010043
电 话: 021-51097188-1872
电 邮: maozheng@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

5. 盈利预测与投资建议

磷矿石、草甘膦、有机硅价格继续保持稳定，价格高于上半年均价，加之公司上半年草甘膦检修影响的产能在下半年将全力释放，磷肥业务也在 7 月实现了盈利，因此下半年公司业绩有望明显高于上半年。考虑到公司有机硅产能还将提升，未来公司磷肥业务还将配套合成氨项目以及磷矿增加选矿项目提供高品位磷矿的自给率，磷肥板块盈利水平将显著提升，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.8 亿、7.1 亿、8.4 亿元，EPS 分别为 0.8 元、0.97 元、1.15 元，对应 PE 为 14X、12X、10X，给予“增持”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	15758	18673	20186	21780
收入同比(%)	8%	19%	8%	8%
归属母公司净利润	321	584	706	837
净利润同比(%)	215%	82%	21%	19%
毛利率(%)	16.8%	16.3%	17.2%	17.8%
ROE(%)	5.3%	7.3%	8.3%	9.2%
每股收益(元)	0.44	0.80	0.97	1.15
P/E	26	14	12	10
P/B	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源:wind、国元证券研究中心

6. 风险提示

环保政策更加严格以致于影响公司产能利用率，产品价格出现大幅回调，下游需求严重萎缩等。

财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4239	6183	8406	10612	营业收入	15758	18673	20186	21780
现金	966	2304	4304	6242	营业成本	13114	15629	16714	17903
应收账款	614	768	816	885	营业税金及附加	159	188	203	220
其他应收款	47	22	41	37	营业费用	588	532	575	621
预付账款	243	234	251	269	管理费用	468	446	482	521
存货	1433	1544	1708	1810	财务费用	619	511	535	560
其他流动资产	937	1310	1287	1369	资产减值损失	54	56	56	56
非流动资产	17505	18587	18671	18974	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	856	986	986	986	投资净收益	66	6	6	6
固定资产	12235	13232	14062	14771	营业利润	842	1316	1626	1906
无形资产	1547	1157	730	315	营业外收入	19	16	16	16
其他非流动资产	2867	3212	2894	2902	营业外支出	93	46	46	46
资产总计	21743	24770	27077	29586	利润总额	769	1285	1595	1876
流动负债	10252	10732	11524	12371	所得税	167	279	346	407
短期借款	5816	6688	7223	7801	净利润	602	1007	1249	1469
应付账款	1835	2145	2309	2467	少数股东损益	281	422	544	632
其他流动负债	2601	1899	1992	2102	归属母公司净利润	321	584	706	837
非流动负债	4375	4624	5071	5485	EBITDA	2280	2590	3006	3392
长期借款	3219	3619	4051	4518	EPS (元)	0.64	0.80	0.97	1.15
其他非流动负债	1156	1005	1020	967	主要财务比率				
负债合计	14627	15356	16595	17855	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1018	1441	1984	2616	成长能力				
股本	501	727	727	727	营业收入	8.4%	18.5%	8.1%	7.9%
资本公积	2872	4037	4037	4037	营业利润	266.8%	56.2%	23.6%	17.2%
留存收益	1727	3210	3733	4350	归属于母公司净利润	214.6%	82.0%	20.8%	18.7%
归属母公司股东权益	6098	7974	8497	9114	获利能力				
负债和股东权益	21743	24770	27077	29586	毛利率(%)	16.8%	16.3%	17.2%	17.8%
现金流量表					净利率(%)	2.0%	3.1%	3.5%	3.8%
单位:百万元					ROE(%)	5.3%	7.3%	8.3%	9.2%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	7.0%	8.4%	9.7%	10.8%
经营活动现金流	1903	2577	2908	2847	偿债能力				
净利润	602	1007	1249	1469	资产负债率(%)	67.3%	62.0%	61.3%	60.4%
折旧摊销	819	763	845	926	净负债比率(%)	71.09%	68.10%	68.84%	69.84%
财务费用	619	511	535	560	流动比率	0.41	0.58	0.73	0.86
投资损失	-66	-6	-6	-6	速动比率	0.27	0.43	0.58	0.71
营运资金变动	-79	185	-45	-59	营运能力				
其他经营现金流	8	117	330	-43	总资产周转率	0.73	0.80	0.78	0.77
投资活动现金流	-922	-1779	-1159	-1173	应收账款周转率	22	24	23	23
资本支出	929	1800	1500	1500	应付账款周转率	7.49	7.85	7.51	7.50
长期投资	-4	280	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	3	301	341	327	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.80	0.97	1.15
筹资活动现金流	-878	540	250	265	每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	3.54	4.00	3.91
短期借款	2527	872	535	578	每股净资产(最新摊薄)	8.39	10.97	11.68	12.53
长期借款	636	400	432	467	估值比率				
普通股增加	-12	226	0	0	P/E	26	14	12	10
资本公积增加	16	1165	0	0	P/B	1.4	1.0	1.0	0.9
其他筹资现金流	-4044	-2124	-717	-780	EV/EBITDA	8	7	6	5
现金净增加额	93	1338	1999	1939					

资料来源:wind、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn