

业绩符合预期, 看好磷矿石价格上涨

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年前三季度实现营业收入 143 亿元, 同比增长 20.1%; 实现归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 62.5%; 扣非后归母净利润 5.9 亿元, 同比增长 142.3%。
- **有机硅量价齐升, 业绩符合预期。** 公司第三季度实现营业收入 49.1 亿元, 同比增长 22.7%, 环比下降 7.4%, 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 57.5%, 83.3%。三季度销售毛利率为 21.2%, 同比增长 1.8 个百分点, 环比增长 4.5 个百分点。三季度公司有机硅业务实现收入 4.4 亿元, 较去年同期增长 106.1%, 销售有机硅产品 1.5 万吨, 同比增长 26.2%, 销售均价为 2.8 万元/吨(不含税), 同比增长 63.3%, 有机硅业务的量价齐升, 是公司三季度业绩大幅增长的主要原因。此外, 由于湖北宜昌化工企业整治搬迁的影响, 公司三季度磷矿石销售 89.3 万吨, 同比下降 40.5%, 但环比上涨 14.3%, 销售均价为 271.9 元/吨(不含税), 同比增长 52.7%, 草甘膦销量 3.5 万吨, 同比下降 16.2%, 但销售均价为 2.5 万元/吨(不含税), 环比上涨 28.9%。
- **磷矿产能收缩, 价格进入上行通道。** 国家统计局数字显示, 今年 1-9 月国内磷矿石产量(折合 30% P₂O₅)累计约 8143 万吨, 较去年同期产量下降 30%, 四川地区 8 月份产量仅有 31 万吨, 同比下降 34%, 1-8 月份累计同比减少 63%, 湖北地区 8 月份产量同比减少 1350 万吨左右, 贵州地区企业受以渣定产政策影响, 产量均同比有所下滑, 考虑到长江流域环境污染治理持续加强, 和磷矿石环保整治的持续开展, 我们预计今年国内磷矿石产能可能首次低于 1 亿吨, 而下游磷肥、黄磷和磷酸盐的表观消费量还在 9000-9500 万吨, 四季度国内磷矿石供应将出现缺口, 行业中期将进入上涨周期。同时, 进入冬季后, 湖北地区部分矿山将停产, 供应量下滑, 但下游磷复肥将进入冬储备肥, 磷矿石价格有望上涨。
- **草甘膦价格成本支撑, 行业集中度提升。** 近期由于甲醇、黄磷、醋酸等原材料成本支撑, 国内草甘膦价格上涨至 2.9 万元/吨。同时国内四川福华签订协议受让江山股份第一大股东中化国际的 29.19% 股份, 去年兴发集团收购内蒙古腾龙 5 万吨装置, 国内草甘膦行业整合大幕正式拉开, 行业集中度会明显提高, 行业议价能力显著增强, 四季度是下游制剂消费旺季, 同时我们预计取暖限产季会影响甘氨酸和草甘膦的开工率, 甘氨酸等原材料给予较强的成本支撑, 因此预计草甘膦价格未来中短期会上行。
- **收购泰盛化工 25% 股权, 继续做强草甘膦业务。** 公司拟以 5.2 亿元收购湖北泰盛化工 25% 的股权, 收购完成后, 泰盛公司将成为公司的全资子公司。泰盛公司主要生产草甘膦除草剂, 其副产的氯甲烷可用于生产有机硅, 而有机硅副产的盐酸又全部用于生产草甘膦, 实现了园区磷、硅产业高效循环, 奠定了公司在有机硅、草甘膦市场的竞争优势。此次收购有利于提高园区管理决策效率, 推动园区资源的高效整合, 进一步发挥园区循环经济产业链优势, 增强园区可持续发展能力, 有利于提高公司归属于母公司净利润水平, 增强公司持续盈利能力。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80 元、1.12 元和 1.53 元, 对应 PE 分别为 13X、9X 和 7X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨; 草甘膦、有机硅价格大幅下跌; 磷矿石价格大幅下行的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15757.81	18263.34	20874.34	23231.79
增长率	8.37%	15.90%	14.30%	11.29%
归属母公司净利润(百万元)	321.00	579.85	814.86	1114.75
增长率	214.65%	80.64%	40.53%	36.80%
每股收益 EPS(元)	0.44	0.80	1.12	1.53
净资产收益率 ROE	8.46%	15.82%	19.60%	23.12%
PE	23	13	9	7
PB	1.04	1.07	0.95	0.82

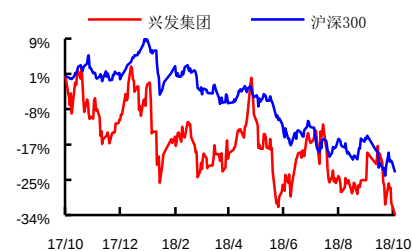
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.27
流通 A 股(亿股)	6.01
52 周内股价区间(元)	10.14-19.09
总市值(亿元)	73.74
总资产(亿元)	261.18
每股净资产(元)	9.25

相关研究

1. 兴发集团(600141): 磷矿石价格进入上涨通道, 草甘膦、有机硅持续高景气度(2018-10-22)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15757.00	18263.34	20874.34	23231.79	净利润	601.93	1087.33	1528.03	2090.38
营业成本	13115.00	14892.99	16736.89	18238.85	折旧与摊销	818.82	1753.64	1817.12	1855.99
营业税金及附加	158.85	403.99	436.27	464.64	财务费用	618.93	39.74	45.42	50.55
销售费用	587.53	730.53	834.97	887.45	资产减值损失	54.01	54.01	54.01	54.01
管理费用	467.51	639.22	688.85	696.95	经营营运资本变动	-903.55	-65.08	-123.16	-20.01
财务费用	618.93	39.74	45.42	50.55	其他	712.64	-135.78	-143.57	-153.94
资产减值损失	54.01	54.01	54.01	54.01	经营活动现金流净额	1902.79	2733.85	3177.85	3876.98
投资收益	66.31	80.00	90.00	100.00	资本支出	-350.75	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-571.11	-720.00	-710.00	-700.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-921.86	-870.00	-860.00	-850.00
营业利润	842.34	1582.87	2167.92	2939.34	短期借款	2526.61	1642.51	-1499.00	-1984.22
其他非经营损益	-73.70	-17.66	-26.37	-31.36	长期借款	635.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	768.64	1565.21	2141.55	2907.98	股权融资	4.14	0.00	0.00	0.00
所得税	166.70	477.88	613.52	817.61	支付股利	-105.97	-333.45	-602.33	-846.46
净利润	601.93	1087.33	1528.03	2090.38	其他	-3938.52	-2312.28	44.58	39.45
少数股东损益	280.94	507.48	713.17	975.63	筹资活动现金流净额	-877.84	-1003.22	-2056.75	-2791.23
归属母公司股东净利润	321.00	579.85	814.86	1114.75	现金流量净额	92.67	860.64	261.10	235.75
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	965.70	1826.33	2087.43	2323.18	成长能力				
应收和预付款项	1307.96	1533.19	1741.72	1922.43	销售收入增长率	8.37%	15.90%	14.30%	11.29%
存货	1432.78	1632.14	1836.53	2003.30	营业利润增长率	267.81%	87.91%	36.96%	35.58%
其他流动资产	532.18	616.79	704.97	784.59	净利润增长率	251.92%	80.64%	40.53%	36.80%
长期股权投资	855.99	855.99	855.99	855.99	EBITDA 增长率	35.97%	48.07%	19.38%	20.23%
投资性房地产	10.23	10.23	10.23	10.23	获利能力				
固定资产和在建工程	13767.20	12375.75	10920.80	9426.99	毛利率	16.78%	18.45%	19.82%	21.49%
无形资产和开发支出	2294.95	2102.13	1909.31	1716.49	三费率	10.62%	7.72%	7.52%	7.04%
其他非流动资产	576.26	1356.90	2137.54	2918.18	净利率	3.82%	5.95%	7.32%	9.00%
资产总计	21743.24	22309.45	22204.52	21961.37	ROE	8.46%	15.82%	19.60%	23.12%
短期借款	5816.00	7458.51	5959.51	3975.29	ROA	2.77%	4.87%	6.88%	9.52%
应付和预收款项	2826.34	3235.37	3579.19	3958.20	ROIC	6.87%	6.79%	10.36%	15.57%
长期借款	3218.98	3218.98	3218.98	3218.98	EBITDA/销售收入	14.47%	18.49%	19.31%	20.86%
其他负债	2765.25	1524.89	1649.45	1767.59	营运能力				
负债合计	14626.57	15437.75	14407.12	12920.06	总资产周转率	0.73	0.83	0.94	1.05
股本	500.72	727.18	727.18	727.18	固定资产周转率	1.31	1.54	1.90	2.38
资本公积	2872.14	2645.68	2645.68	2645.68	应收账款周转率	24.66	26.42	25.48	25.39
留存收益	1726.56	1972.96	2185.49	2453.78	存货周转率	10.65	9.57	9.53	9.39
归属母公司股东权益	6098.28	5345.83	5558.36	5826.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.45%	—	—	—
少数股东权益	1018.39	1525.87	2239.04	3214.66	资本结构				
股东权益合计	7116.67	6871.70	7797.39	9041.31	资产负债率	67.27%	69.20%	64.88%	58.83%
负债和股东权益合计	21743.24	22309.45	22204.52	21961.37	带息债务/总负债	64.47%	71.72%	66.44%	58.73%
					流动比率	0.41	0.51	0.65	0.85
					速动比率	0.27	0.36	0.46	0.61
					股利支付率	33.01%	57.51%	73.92%	75.93%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.80	1.12	1.53
					每股净资产	9.79	9.45	10.72	12.43
					每股经营现金	2.62	3.76	4.37	5.33
					每股股利	0.15	0.46	0.83	1.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2280.09	3376.24	4030.46	4845.88					
PE	23.05	12.68	9.05	6.63					
PB	1.04	1.07	0.95	0.82					
PS	0.50	0.43	0.38	0.34					
EV/EBITDA	6.49	4.70	3.30	2.12					
股息率	1.35%	4.26%	7.69%	10.81%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn