

有机硅权益产能翻倍，公司产业整合加速

投资要点

- **事件：**公司公告，拟发行股份购买宜昌兴发集团有限责任公司、浙江金帆达生化股份有限公司合计持有的湖北兴瑞硅材料有限公司 50.00% 股权。
- **收购控股子公司剩余股权，有机硅权益产能翻倍。**公司控股子公司湖北兴瑞硅材料拥有有机硅单体产能 20 万吨/年，公司目前持股比例 50%。随着公司此次收购兴瑞硅材料剩余 50% 股权，公司有机硅权益产能将实现翻倍。2017 年和 2018 年 1-9 月，兴瑞硅材料分别实现净利润 3.46 亿元和 6.41 亿元，此次收购将大幅提高公司归母净利润水平，增强公司持续盈利能力。同时，公司此次拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，用于有机硅技术改造升级项目建设、10 万吨/年特种硅橡胶及硅油项目建设。此外，公司 2018 年 11 月与乌海市政府签署战略合作协议，规划建设年产 40 万吨有机硅单体及下游产品深加工项目。可以预见，公司即将跻身国内有机硅行业领先地位。
- **磷矿产能收缩，价格进入上行通道。**国家统计局数字显示，2018 年磷矿主要产地云贵川鄂产量大幅下降，前三季度全国总产量仅为 8927 万吨，同比下降 29%；其中云贵川鄂前三季度产量分别为 1578 万吨、3380 万吨、319 万吨、2530 万吨。随着磷矿产量的不断下降，磷矿库存大幅下降；从最高库存的约 1200 万吨，下降至 2018 年三季度末的 340 万吨，历史库存低点曾一度降低到 200 万吨。下游磷肥受益农业景气和政策利好，出口逐渐增加，磷矿供给缺口显现，国内外磷矿石价格大幅上涨。截止 2018 年底，湖北地区 30% 磷矿石价格为 550 元/吨，贵州地区 30% 磷矿石价格为 500 元/吨，预计磷矿石价格将维持高位。公司拥有 530 万吨/年磷矿石产能，靠近资源端优势突出。
- **有机硅和草甘膦内部整合，优化公司资源配置。**公司拥有草甘膦产能 18 万吨/年，其中泰盛化工(原持股 75%) 产能 13 万吨/年，内蒙古腾龙产能 5 万吨/年。2018 年 10 月公司收购泰盛化工剩余 25% 股权，此后泰盛化工先后收购金信化工(甘氨酸产能 10 万吨/年)和内蒙古腾龙为全资子公司，并吸收合并金信化工。至此，完成了内部草甘膦产业的整合，目前公司全资子公司泰盛化工具有草甘膦权益产能 18 万吨/年、甘氨酸权益产能 10 万吨/年。通过此次对湖北兴瑞硅材料剩余股权 50% 的收购，公司将完成内部有机硅产业的整合。随着公司两大主营业务的产业整合，将有助于公司理顺股权关系，促进国有资本优化配置，改善企业资产负债结构，提升管理决策效率和产业协同效应，公司未来成长可期。
- **盈利预测与评级。**暂不考虑此次收购的影响，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、1.03 元和 1.39 元，对应 PE 分别为 14X、10X 和 7X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；草甘膦价格大幅下跌；有机硅价格回升不及预期；行业竞争加剧，公司产品开工率或大幅下滑的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15757.81	18291.61	20649.33	23463.00
增长率	8.37%	16.08%	12.89%	13.63%
归属母公司净利润(百万元)	321.00	518.91	749.17	1007.93
增长率	214.65%	61.66%	44.37%	34.54%
每股收益 EPS(元)	0.44	0.71	1.03	1.39
净资产收益率 ROE	8.46%	12.61%	15.80%	18.76%
PE	23	14	10	7
PB	1.04	0.98	0.85	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

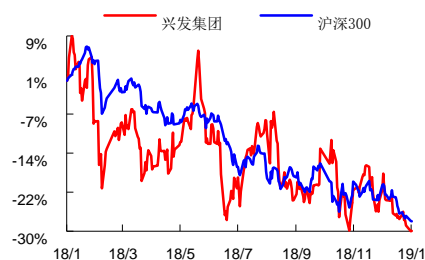
西南证券研究发展中心

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
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-57758571
 邮箱: xuec@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)	10.12-19.09
总市值(亿元)	73.66
总资产(亿元)	261.18
每股净资产(元)	10.62

相关研究

1. 兴发集团(600141): 业绩符合预期, 看好磷矿石价格上涨 (2018-10-30)
2. 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)

关键假设：

磷矿石及磷化工：假定公司 2018-2020 年磷矿石销量维持 287 万吨，不含税价格分别为 245.60、257.88、270.77 元/吨，毛利率维持在 70%。磷铵销量分别为 66、66、88 万吨，不含税价格维持在 2660 元/吨，毛利率分别为 9%、9%、10%。精细磷酸盐销量分别为 19.16、19.97、21.86 万吨，不含税价格分别为 1500、1600、1700 元/吨，毛利率维持 20%。

草甘膦及其副产品：假定 2018-2020 年草甘膦及其副产品销量分别为 12.6、16.2、18.0 万吨，不含税价格分别为 25329、26595、27925 元/吨，毛利率分别为 25%、26%、27%。

有机硅及深加工产品：假定 2018-2020 年有机硅销量分别为 6.30、9.80、11.40 万吨，不含税价格分别为 26050、22000、23000 元/吨，毛利率分别为 32%、30%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
贸易产品	收入	6000.16	7000.00	7000.00	7000.00
	增速	-3.31%	16.66%	0.00%	0.00%
	成本	5861.87	6860.00	6860.00	6860.00
	毛利率	2.30%	2.00%	2.00%	2.00%
草甘膦及其副产品	收入	2499.11	3191.45	4308.46	5026.54
	增速	27.50%	27.70%	35.00%	16.67%
	成本	1924.59	2393.59	3188.26	3669.37
	毛利率	22.99%	25.00%	26.00%	27.00%
有机硅（折 DMC） 及深加工产品	收入	1237.40	1641.15	2156.00	2622.00
	增速	28.02%	32.63%	31.37%	21.61%
	成本	838.37	1115.98	1509.20	1835.40
	毛利率	32.25%	32.00%	30.00%	30.00%
氯碱	收入	428.30	542.50	651.00	759.50
	增速	57.72%	26.66%	20.00%	16.67%
	成本	233.20	292.95	351.54	410.13
	毛利率	45.55%	46.00%	46.00%	46.00%
磷铵	收入	1493.53	1755.60	1755.60	2340.80
	增速	10.05%	17.55%	0.00%	33.33%
	成本	1369.86	1597.60	1597.60	2106.72
	毛利率	8.28%	9.00%	9.00%	10.00%
精细磷酸盐	收入	2786.17	2874.38	3195.20	3716.20
	增速	10.61%	3.17%	11.16%	16.31%
	成本	2255.53	2299.50	2556.16	2972.96
	毛利率	19.05%	20.00%	20.00%	20.00%
磷矿石	收入	912.79	706.03	741.33	778.39
	增速	-7.21%	-22.65%	5.00%	5.00%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	成本	374.77	211.81	222.40	233.52
	毛利率	58.94%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务	收入	400.35	580.51	841.74	1220.52
	增速	44.11%	45.00%	45.00%	45.00%
	成本	256.15	290.25	420.87	610.26
	毛利率	36.02%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	15757.81	18291.61	20649.33	23463.95
	增速	8.37%	16.08%	12.89%	13.63%
	成本	13114.34	15061.68	16706.02	18698.36
	毛利率	16.78%	17.66%	19.10%	20.31%

数据来源：wind，西南证券

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	15757.81	18291.61	20649.33	23463.00	净利润	601.93	943.48	1362.13	1832.60
营业成本	13114.34	15061.68	16706.02	18698.36	折旧与摊销	818.82	1189.00	1264.97	1334.62
营业税金及附加	158.85	237.79	258.12	281.56	财务费用	618.93	623.09	627.38	649.27
销售费用	587.53	695.08	729.62	797.16	资产减值损失	54.01	60.00	60.00	60.00
管理费用	467.51	248.18	342.78	405.91	经营营运资本变动	-903.55	-57.02	-118.90	-21.36
财务费用	618.93	623.09	627.38	649.27	其他	712.64	-71.77	-69.56	-69.93
资产减值损失	54.01	60.00	60.00	60.00	经营活动现金流净额	1902.79	2686.78	3126.03	3785.21
投资收益	66.31	10.00	10.00	10.00	资本支出	-350.75	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-571.11	-60.00	-60.00	-60.00
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	-1060.00	-1060.00	-1060.00
营业利润	842.34	1375.79	1935.41	2580.75	短期借款	2526.61	-96.75	-1236.17	-903.44
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	1358.13	1909.04	2549.39	股权融资	4.14	0.00	0.00	0.00
所得税	166.70	414.66	546.91	716.79	支付股利	-105.97	-251.60	-442.35	-644.76
净利润	601.93	943.48	1362.13	1832.60	其他	-3938.52	-414.97	-151.73	-895.64
少数股东损益	280.94	424.56	612.96	824.67	筹资活动现金流净额	-877.84	-763.31	-1830.25	-2443.84
归属母公司股东净利润	321.00	518.91	749.17	1007.93	现金流量净额	92.67	863.46	235.77	281.37
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	1829.16	2064.93	2346.30	成长能力				
应收和预付款项	1307.96	1537.65	1725.30	1945.80	销售收入增长率	8.37%	16.08%	12.89%	13.63%
存货	1432.78	1650.88	1833.10	2054.34	营业利润增长率	267.81%	63.33%	40.68%	33.34%
其他流动资产	532.18	617.75	697.37	792.40	净利润增长率	251.92%	56.74%	44.37%	34.54%
长期股权投资	855.99	855.99	855.99	855.99	EBITDA 增长率	35.97%	39.81%	20.07%	19.25%
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	13726.11	13609.04	13422.32	毛利率	16.78%	17.66%	19.10%	20.31%
无形资产和开发支出	2294.95	2166.41	2037.86	1909.31	三费率	10.62%	8.56%	8.23%	7.89%
其他非流动资产	576.26	626.90	677.54	728.18	净利率	3.82%	5.16%	6.60%	7.81%
资产总计	21743.24	23021.07	23511.35	24064.87	ROE	8.46%	12.61%	15.80%	18.76%
短期借款	5816.00	5719.25	4483.08	3579.64	ROA	2.77%	4.10%	5.79%	7.62%
应付和预收款项	2826.34	3264.42	3564.64	4042.79	ROIC	6.87%	8.02%	10.53%	13.39%
长期借款	3218.98	3218.98	3218.98	3218.98	EBITDA/销售收入	14.47%	17.43%	18.54%	19.45%
其他负债	2765.25	3337.05	3623.87	3452.20	营运能力				
负债合计	14626.57	15539.70	14890.56	14293.61	总资产周转率	0.73	0.82	0.89	0.99
股本	500.72	727.18	727.18	727.18	固定资产周转率	1.31	1.48	1.66	1.89
资本公积	2872.14	2645.68	2645.68	2645.68	应收账款周转率	24.66	26.43	25.33	25.64
留存收益	1726.56	1993.88	2300.69	2663.87	存货周转率	10.65	9.62	9.47	9.51
归属母公司股东权益	6098.28	6038.41	6564.88	6890.68	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	1442.95	2055.91	2880.58	资本结构				
股东权益合计	7116.67	7481.36	8620.79	9771.26	资产负债率	67.27%	67.50%	63.33%	59.40%
负债和股东权益合计	21743.24	23021.07	23511.35	24064.87	带息债务/总负债	64.47%	60.06%	54.37%	50.32%
					流动比率	0.41	0.51	0.61	0.74
					速动比率	0.27	0.36	0.43	0.52
					股利支付率	33.01%	48.49%	59.05%	63.97%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.71	1.03	1.39
					每股净资产	9.79	10.29	11.86	13.44
					每股经营现金	2.62	3.69	4.30	5.21
					每股股利	0.15	0.35	0.61	0.89
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2280.09	3187.88	3827.76	4564.64					
PE	22.95	14.20	9.83	7.31					
PB	1.04	0.98	0.85	0.75					
PS	0.47	0.40	0.36	0.31					
EV/EBITDA	6.35	5.09	3.88	2.92					
股息率	1.44%	3.42%	6.01%	8.75%					

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
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn