

2019 年 08 月 20 日

公司研究•证券研究报告

兴发集团 (600141.SH)

中期业绩下滑，磷化工产业有望崛起

投资要点

- ◆ **受地产产业链拖累，中期业绩大幅下滑：**公司上半年实现营收 95.07 亿元，同比增长 1.21%；归母净利润 1.24 亿元，同比减少 32.58%；扣非后的归母净利润 0.94 亿元，同比大幅下降 61.43%；单季看，公司 Q2 实现营收 51.54 亿元，同比下降 2.82%，环比增长 18.37%；扣非后的归母净利润 0.57 亿元，同比下降 68.27%，环比增加 52.94%。1-6 月份 EPS 为 0.13 元/股（扣非），每股经营性现金流为 1 元/股，好于 EPS。
- 分产品看，业绩贡献最大的还是磷矿石、黄磷及下游产品，由于受销量下降 27% 的影响，收入下滑 3.7%，显示了价格上涨较多，幅度为 26%；其次是草甘膦板块，销量增长 25.8%，但价格下降 5.5%，收入增长 18.88%，毛利率提高了 8.55 个百分点，使得毛利提高了 130.6%。下滑最多的是有机硅及氯碱板块，收入下滑 28%，毛利率下降 16 个百分点，单价下滑 48%，预计有机硅板块未来还有弱化的可能。
- ◆ **受环保等政策影响，磷化工产业链有望崛起：**受环保等政策约束，磷化工产业供给端收缩，而磷矿石本身集中度相对较高，在 400 多家企业中，产量 100 万吨以上的有 4 家，他们占有 24% 的磷矿总量；10 万吨以下的小型磷矿，产量占总量的 45%。2017 年开始政策发力，磷矿石产量在 2016 年见顶，2018 年下滑 21.77%；但主要下游磷肥的产量降幅只有 12.53%，显示出供给侧收缩的更快，行业供需趋于紧平衡，价格有望上行。
- ◆ **公司资源禀赋明显，产业链完善，具有技术优势：**公司打造了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的循环产业链优势，依托磷矿石资源禀赋优势，坚持“精细化、专业化、国际化”的发展战略，先后组织实施了 10 个国家级重点项目、15 个省级重点项目。截至到中期，公司拥有核心技术专利 403 项，获省部级科技奖励 14 项，参与制定国家和行业标准 58 项。其中黄磷和草甘膦清洁生产技术攻克了技术难题，打破了国外技术垄断，出口到韩国、日本、新加坡等发达国家和地区。与中科院先进技术研究院合作开展黑磷开发，是国内首家参与研发二维新材料黑磷及其应用技术的企业，目前研究成果处于国内领先水平。
- 另外，公司还有水电站 32 座，总装机容量 17.85 万千瓦，丰富的廉价电力及磷矿石资源使得公司成本优势明显。
- ◆ **财务结构优化，财务压力可控：**公司逆周期扩张带来了一定的财务压力（中期负债率近 70%），但是公司财务结构持续优化。公司发行股份购买资产并募集配套资金项目于 8 月 2 日获得证监会正式核准批文；完成 10 亿元公司债一期 3 亿元发行；成功置换逾 15 亿元短期借款为中长期借款；新增银行授信 4.5 亿元。公司 H1 财务费用率 3.25%，较去年同期下降 0.04 个百分点。
- ◆ **投资建议：**我们认为磷矿石的集中度进一步提高，紧平衡有望促使价格上行，公司是磷矿石价格弹性最大的标的。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25、0.49、0.69 元/股，年复合增速为 66.1%。ROE 为 2.8%、5.2%、7.0%。给予“买入-B”评级。

公司快报

基础化工 | 磷化工 III
买入-B(首次)
 股价(2019-08-20) 10.36 元

交易数据	
总市值 (百万元)	7,533.59
流通市值 (百万元)	7,393.38
总股本 (百万股)	727.18
流通股本 (百万股)	713.65
12 个月价格区间	0.00/14.18 元



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.72	2.45	-15.02
绝对收益	-12.13	2.48	-6.99

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20377198

报告联系人

陈南荣
 chennanrong@huajinsec.cn

相关报告

◆ 风险提示：环保治理风险、逆周期扩张带来的财务风险、化工品价格波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	15,757.8	17,855.5	18,680.4	19,315.5	19,734.7
同比增长(%)	8.4%	13.3%	4.6%	3.4%	2.2%
营业利润(百万元)	842.3	1,159.5	375.7	645.5	913.8
同比增长(%)	267.8%	37.7%	-67.6%	71.8%	41.6%
净利润(百万元)	321.0	402.3	180.0	354.7	502.2
同比增长(%)	214.6%	25.3%	-55.3%	97.1%	41.6%
每股收益(元)	0.44	0.55	0.25	0.49	0.69
PE	24.6	19.6	43.8	22.2	15.7
PB	1.3	1.0	1.2	1.2	1.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,757.8	17,855.5	18,680.4	19,315.5	19,734.7	年增长率					
减:营业成本	13,114.3	14,656.9	16,380.8	16,717.6	16,837.6	营业收入增长率	8.4%	13.3%	4.6%	3.4%	2.2%
营业税费	158.8	190.2	171.9	177.7	181.6	营业利润增长率	267.8%	37.7%	-67.6%	71.8%	41.6%
销售费用	587.5	640.4	631.4	652.9	667.0	净利润增长率	214.6%	25.3%	-55.3%	97.1%	41.6%
管理费用	467.5	259.9	506.2	508.0	526.9	EBITDA增长率	34.6%	30.2%	-37.7%	15.2%	12.4%
财务费用	618.9	625.8	599.7	606.6	599.0	EBIT增长率	66.1%	41.4%	-52.2%	28.4%	20.8%
资产减值损失	54.0	94.4	67.5	60.1	61.6	NOPLAT增长率	109.0%	31.7%	-45.6%	28.4%	20.8%
加:公允价值变动收益	-	-2.2	-	-	-	投资资本增长率	7.1%	5.1%	-2.1%	-7.8%	-0.7%
投资和汇兑收益	66.3	27.7	52.8	52.8	52.8	净资产增长率	7.0%	18.9%	-10.2%	5.7%	7.5%
营业利润	842.3	1,159.5	375.7	645.5	913.8	盈利能力					
加:营业外净收支	-73.7	-217.8	-	-	-	毛利率	16.8%	17.9%	12.3%	13.4%	14.7%
利润总额	768.6	941.7	375.7	645.5	913.8	营业利润率	5.3%	6.5%	2.0%	3.3%	4.6%
减:所得税	166.7	146.9	60.1	103.3	146.2	净利润率	2.0%	2.3%	1.0%	1.8%	2.5%
净利润	321.0	402.3	180.0	354.7	502.2	EBITDA/营业收入	14.3%	16.4%	9.8%	10.9%	12.0%
资产负债表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
货币资金	965.7	1,845.4	1,930.6	1,996.2	2,039.6	偿债能力					
交易性金融资产	-	1.7	0.6	0.7	1.0	资产负债率	67.3%	67.0%	69.3%	66.2%	63.1%
应收帐款	660.2	786.9	858.2	781.3	889.5	负债权益比	205.5%	203.3%	225.5%	196.0%	170.9%
应收票据	405.0	373.2	1,092.0	222.7	1,027.7	流动比率	0.41	0.44	0.42	0.41	0.47
预付帐款	242.8	161.0	200.6	211.3	205.5	速动比率	0.27	0.31	0.33	0.27	0.37
存货	1,432.8	1,823.1	1,331.8	2,006.5	1,442.0	利息保障倍数	2.33	3.26	1.63	2.06	2.53
其他流动资产	532.2	1,033.6	670.2	745.3	816.4	营运能力					
可供出售金融资产	32.1	182.1	82.1	98.8	121.0	固定资产周转天数	276	258	249	227	208
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-5	-5	-9	-9	-6
长期股权投资	856.0	1,166.0	1,166.0	1,166.0	1,166.0	流动资产周转天数	93	103	117	112	113
投资性房地产	10.2	9.9	9.9	9.9	9.9	应收帐款周转天数	15	15	16	15	15
固定资产	12,235.2	13,321.8	12,549.3	11,776.8	11,004.2	存货周转天数	28	33	30	31	31
在建工程	1,532.0	1,961.6	1,961.6	1,961.6	1,961.6	总资产周转天数	493	478	485	452	430
无形资产	1,546.5	1,396.3	1,321.5	1,246.7	1,172.0	投资资本周转天数	362	339	328	302	282
其他非流动资产	1,292.6	1,596.7	1,547.9	1,541.6	1,533.0	费用率					
资产总额	21,743.2	25,659.3	24,722.4	23,765.5	23,389.5	销售费用率	3.7%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%
短期债务	5,816.0	6,818.8	8,141.7	8,001.4	7,208.2	管理费用率	3.0%	1.5%	2.7%	2.6%	2.7%
应付帐款	2,026.3	2,438.9	2,636.4	2,782.5	2,388.0	财务费用率	3.9%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%
应付票据	169.7	301.4	145.6	276.6	198.7	三费/营业收入	10.6%	8.5%	9.3%	9.2%	9.1%
其他流动负债	2,239.8	4,173.2	3,665.6	3,463.2	3,729.7	投资回报率					
长期借款	3,219.0	2,466.5	1,055.7	-	-	ROE	5.3%	5.3%	2.8%	5.2%	7.0%
其他非流动负债	1,155.8	1,000.8	1,481.0	1,212.5	1,231.5	ROA	2.8%	3.1%	1.3%	2.3%	3.3%
负债总额	14,626.6	17,199.7	17,126.1	15,736.3	14,756.1	ROIC	7.5%	9.2%	4.8%	6.2%	8.2%
少数股东权益	1,018.4	921.1	1,056.7	1,244.1	1,509.5	分红指标					
股本	500.7	727.2	727.2	727.2	727.2	DPS(元)	0.14	0.20	0.10	0.17	0.26
留存收益	4,598.7	5,803.0	5,812.5	6,057.9	6,396.8	分红比率	31.2%	36.2%	39.2%	35.5%	37.0%
股东权益	7,116.7	8,459.6	7,596.3	8,029.2	8,633.4	股息收益率	1.3%	1.8%	0.9%	1.6%	2.4%
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	601.9	794.8	180.0	354.7	502.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	818.8	898.7	847.3	847.3	847.3	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
资产减值准备	54.0	94.4	-	-	-	EPS(元)	0.44	0.55	0.25	0.49	0.69
公允价值变动损失	-	2.2	-	-	-	BVPS(元)	8.39	10.37	8.99	9.33	9.80
财务费用	546.3	600.9	599.7	606.6	599.0	PE(X)	24.6	19.6	43.8	22.2	15.7
投资损失	-66.3	-27.7	-52.8	-52.8	-52.8	PB(X)	1.3	1.0	1.2	1.2	1.1
少数股东损益	280.9	392.6	135.6	187.4	265.3	P/FCF	69.7	43.4	8.1	-4,098.	-175.9
营运资金的变动	-1,492.3	242.6	-367.7	455.6	-745.4	P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	743.4	2,998.6	1,342.1	2,398.9	1,415.5	EV/EBITDA	7.0	6.0	10.0	7.9	6.9
投资活动产生现金流量	1,902.8	1,898.7	1,342.1	2,398.9	1,415.5	CAGR(%)	-3.4%	-1.2%	22.6%	-3.4%	-1.2%
融资活动产生现金流量	-921.9	-1,432.3	154.0	36.0	30.4	PEG					
						ROIC/WACC	-7.2	-16.9	1.9	-6.5	-13.6

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn