

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

业绩环比大幅改善, 期待磷化工龙头经营拐点

公司 2019 年前三季度实现营收 144.47 亿元 (yoy+1.01%); 归母净利润 3.01 亿元 (yoy-23.08%); 经营性现金净流入 12.29 亿元 (yoy+20.58%)。其中 Q3 单季度归母净利润 1.77 亿元 (yoy-14.60%, qoq+128.23%), 环比大幅改善。同时公司公告联营公司湖北兴力电子材料将引入新合作方贵州磷化集团, 并将对其增资扩股, 完成后公司、Forerunner、贵州磷化持股比例将分别为 30%、40%、30%。

黄磷市场供给侧改革推动产业链行情回升, Q3 盈利水平环比改善: 公司前三季度磷矿石产量 288 万吨 (yoy-2%), 均价 269 元/吨 (yoy+7%), 其中 Q3 单季度产量 115 万吨, 同环比基本持平。黄磷产量 7.2 万吨 (yoy+4%), 其中 Q3 为 2.1 万吨, 同比减少 0.4 万吨, 由于公司黄磷自用率高, 前三季度外销仅 1 万吨, 相应的草甘膦产量同比增加 50%, Q3 黄磷销售均价 1.65 万元/吨 (yoy+26%, qoq+15%)。Q3 受西南地区黄磷行业环保整治等因素影响, 产品价格大幅上涨, 有利的推动磷化工行业景气的回升。公司 Q3 季度毛利率 15.49%, 环比提升 3.32pct, 期间费用率 9.91%, 环比提高 1.25pct, 其中销售费用、财务费用环比分别增加 0.17、0.19 亿元。同时公司在 Q3 继续确认减值损失 0.18 亿元, 以及营业外支出 0.16 亿元。凭借磷化工产品盈利水平的改善, 公司 Q3 净利率 3.84%、季度 ROE2.28%, 环比均显著改善。

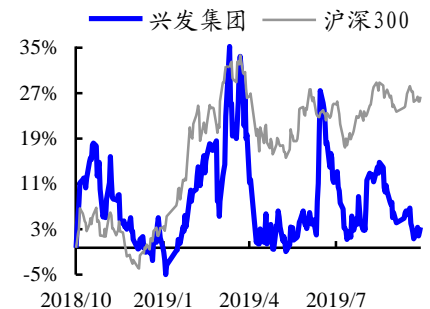
磷化工产业链景气有望长期向上, 公司产业链整合、布局日趋完善: 黄磷行业环保整治, 有力推动 Q3 磷化工市场行情的回升。长期来看, 磷石膏处理难题、磷矿石战略资源属性地位的不断提升, 以及环保安全生产的持续高标准, 磷化工产业链景气有望持续提升。公司在今年 3 月份取得后坪磷矿采矿许可证, 磷矿产能进一步增加到 760 万吨/年, 上游的资源保障能力进一步增加。草甘膦方面, 公司先后完成对泰盛宜昌基地草甘膦装置的安全节能环保改造, 内蒙腾龙的收购整合以及

股票数据

2019/10/25

6个月目标价(元)	12.3
收盘价(元)	10.30
12个月股价区间(元)	9.65~14.18
总市值(百万元)	9,421
总股本(百万股)	915
A股(百万股)	915
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	-8%	-1%
相对收益	-5%	-9%	-23%

相关报告

《兴发集团(600141): 有机硅价格下滑拖累上半年业绩, 看好公司长期发展》-20190816
《兴发集团(600141): 业绩大幅增长, 草甘膦整合再进一步》-20181030

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,761	17,855	18,086	18,499	19,241
(+/-)%	8.39%	13.29%	1.29%	2.28%	4.01%
归属母公司净利润	318	402	513	679	766
(+/-)%	211.80%	26.46%	27.48%	32.37%	12.90%
每股收益(元)	0.64	0.55	0.56	0.74	0.84
市盈率	16.21	18.62	18.37	13.88	12.29
市净率	0.72	0.89	0.96	0.91	0.85
净资产收益率(%)	5.21%	5.34%	5.93%	7.47%	7.98%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	1.94%	2.43%	2.72%
总股本(百万股)	501	727	915	915	915

证券分析师: 胡双

执业证书编号: S0550518080003
021 20363247 hushuang@nesc.cn

技改提效工程。公司以 18 万吨的草甘膦权益产能居国内第一，同时配套 10 万吨甘氨酸以及黄磷等原料配套优势明显。有机硅业务方面，公司完成对子公司兴瑞硅材料的少数股东权益的收购，有机硅技改工程将在今明内贡献新增单体 16 万吨，同时 10 万吨特种硅橡胶及硅油项目等也在有序建设。公司磷矿-电-磷化工一体化产业布局逐渐完善，行业龙头地位得以持续巩固。

兴力电子材料发展有望提速，电子化学品业务值得期待：兴力电子材料将以增资扩股以及老股转让方式引入新合作方贵州磷化集团，其中公司将向贵州磷化集团转让 800 万元认缴出资额，同时贵州磷化集团和 Forerunner 将再向兴力公司增加注册资本 8200 万元和 1800 万元。交易完成后，兴力公司注册资本将增加至 3 亿元，资本实力有大幅提升，公司、Forerunner、贵州磷化持股比率将分别为 30%、40%、30%。兴力公司规划为多种电子化学品生产经营，并于 2019 年 8 月启动 3 万吨/年电子级氢氟酸一期 1.5 万吨/年工程建设，预计将在 2020 年三季度建成。Forerunner 将为该项目提供全球先进的纯化 10ppt(G5)等级电子级氢氟酸生产技术。作为集成电路等清洗、蚀刻领域的关键材料，2018 年我国大陆进口高纯电子级氢氟酸就达 5319.36 吨。微电子新材料产业国产替代将为国内电子化学品企业带来较好的发展机遇。除电子级氢氟酸外，在电子化学品领域公司子公司兴福电子是国内唯一一家拥有电子级磷酸自主知识产权的国家高新技术企业，在国内市场已经拥有较高的市占率。此外公司还在加大电子级硫酸等其他产品的客户开发。

盈利预测：考虑兴瑞少数股东权益收购对归母净利润的增厚，我们上调公司 2019-2021 年归母净利润至 5.13、6.79、7.66 亿元（原预测未考虑少数股东权益收购为 3.23、4.35、6.52 亿元），对应 PE 分别为 18X、14X、12X，公司 PB 不到 1X 安全边际高，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅下跌；在建项目进展不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,845	1,523	789	1,039	净利润	795	712	848	958
交易性金融资产	2	2	2	2	资产减值准备	94	68	34	37
应收款项	787	717	731	761	折旧及摊销	899	900	902	899
存货	1,823	1,609	1,683	1,742	公允价值变动损失	2	0	0	0
其他流动资产	906	550	580	585	财务费用	601	649	529	421
流动资产合计	6,025	5,088	4,470	4,847	投资损失	-28	-48	-51	-51
可供出售金融资产	182	182	182	182	运营资本变动	-605	70	-9	-43
长期投资净额	1,361	1,361	1,361	1,361	其他	0	238	-60	-25
固定资产	13,322	13,622	13,722	14,022	经营活动净现金流量	1,899	2,404	2,273	2,240
无形资产	1,396	1,091	831	575	投资活动净现金流量	-1,432	-212	47	-244
商誉	979	979	979	979	融资活动净现金流量	236	-2,514	-3,053	-1,746
非流动资产合计	19,732	18,979	18,061	17,439	企业自由现金流	2,132	1,798	2,245	1,912
资产总计	25,757	24,067	22,531	22,286					
短期借款	6,819	4,748	1,196	0	财务与估值指标				
应付款项	2,439	2,177	2,253	2,340	每股指标				
预收款项	509	567	562	591	每股收益 (元)	0.55	0.56	0.74	0.84
一年内到期的非流动负债	2,023	1,250	1,250	1,250	每股净资产 (元)	11.63	10.67	11.35	12.12
流动负债合计	13,732	10,493	7,127	6,080	每股经营性现金流量 (元)	2.61	2.63	2.49	2.45
长期借款	2,467	2,967	4,167	4,267	成长性指标				
其他长期负债	942	750	760	760	营业收入增长率	13.29%	1.29%	2.28%	4.01%
长期负债合计	3,565	3,812	5,022	5,122	净利润增长率	26.46%	27.48%	32.37%	12.90%
负债合计	17,297	14,304	12,148	11,201	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	7,539	8,643	9,093	9,603	毛利率	17.91%	15.06%	14.89%	14.73%
少数股东权益	921	1,120	1,290	1,482	净利率	2.25%	2.84%	3.67%	3.98%
负债和股东权益总计	25,757	24,067	22,531	22,286	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	14.32	14.48	14.42	14.44
					存货周转率 (次)	40.54	38.24	39.00	38.75
					偿债能力指标				
					资产负债率	67.16%	59.43%	53.92%	50.26%
					流动比率	0.44	0.48	0.63	0.80
					速动比率	0.31	0.33	0.39	0.51
					费用率指标				
					销售费用率	3.59%	3.63%	3.62%	3.62%
					管理费用率	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%
					财务费用率	3.50%	3.59%	2.86%	2.19%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.00%	1.94%	2.43%	2.72%
					估值指标				
					P/E (倍)	18.62	18.37	13.88	12.29
					P/B (倍)	0.89	0.96	0.91	0.85
					P/S (倍)	0.53	0.52	0.51	0.49
					净资产收益率	5.34%	5.93%	7.47%	7.98%

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈俊杰: 基础化工行业主管, 2018年6月1日入职东北证券。2015、2016年新财富最佳分析师入围。在农化、有机硅、玻纤等领域具有深刻见解。

胡双: 复旦大学物理化学硕士, CPA, 2017年加入东北证券, 任基础化工行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn