

兴发集团(600141)/

黄磷供给侧改革助力,磷化工龙头迎来拐点

评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 张倩

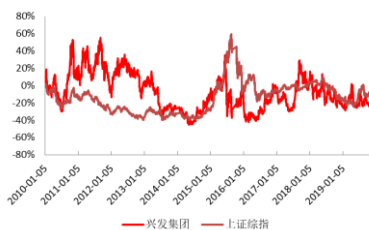
执业证书编号: S0740518120002

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	9.15
流通股本(亿股)	7.14
市价(元)	10.30
市值(百万元)	94.21
流通市值(百万元)	73.51

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 兴发集团 19 半年报点评: 半年业绩受有机硅板块影响, 下半年磷及有机硅板块预期回暖
- 2 兴发集团(600141): 磷化工景气复苏, 有机硅盈利能力强劲

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	157.58	178.55	196.99	229.36	261.72
增长率 yoy%	8.37%	13.31%	10.33%	16.43%	14.11%
归母净利润(亿元)	3.21	4.02	4.38	6.29	7.61
增长率 yoy%	214.65%	25.32%	9.04%	43.45%	21.05%
每股收益(元)	0.52	0.44	0.48	0.69	0.83
净资产收益率	8.46%	9.40%	9.23%	11.41%	11.71%
P/E	29.35	23	21	15	12
P/B	1.32	1.11	0.98	0.87	0.78

备注:

投资要点

- 事件: 公司发布 2019 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 144.47 亿元, 同比增长 1.01%; 实现归母净利润 3.01 亿元, 同比下滑 23.08%; 实现扣非后归母净利润 2.92 亿元, 同比下滑 50.35%。

公司三季度实现营业收入 49.40 亿元, 同比增长 0.62%, 环比减少 4.15%; 实现归母净利润 1.77 亿元, 同比减少 14.60%, 环比大幅增长 129.23%; 实现扣非后归母净利润 1.98 亿元, 同比减少 42.44%, 环比大幅增长 246.42%。同时, 公司发布公告, 联营公司湖北兴力电子材料有限公司引入贵州磷化集团作为战略合作方进行增资扩股。增资完成后, Forerunner、公司、贵州磷化集团分别持股比例为 40%、30%和 30%。目前兴力公司正在开展电子级氢氟酸项目建设。

- 作为国内磷化工行业龙头企业, 公司已形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局, 并打造了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的循环产业链优势。公司主营产品包括磷矿石、黄磷、精细磷酸盐、磷肥、有机磷农药、有机硅及电子化学品等。公司目前拥有磷矿石设计产能 530 万吨, 黄磷产能超过 10 万吨, 精细磷酸盐产能约 20 万吨, 电子级磷酸产能 3 万吨, 有机硅单体产能 20 万吨, 草甘膦产能 18 万吨, 磷铵产能 60 万吨及氯碱产能 31 万吨。

- 分业务看:

黄磷供给侧改革推动磷化工盈利改善。前三季度, 公司黄磷产量为 7.19 万吨, 同比增长 3.75%, 销量为 1.00 万吨, 同比减少 36.7%, 均价为 1.4 万元/吨, 同比增长 5.41%; 精细磷酸盐产量为 14.92 万吨, 同比增长 7.3%, 销量为 14.24 万吨, 同比增长 9.6%; 草甘膦产量为 13.27 万吨, 同比增长 49.77%, 销量 11.16 万吨, 同比增长 24.97%, 营业收入为 25.63 亿元, 同比增长 19.25%。受西南地区黄磷行业环保整治等因素影响, 黄磷产品价格出现阶段性大幅波动, 已逐步趋稳并处于历史相对高位。黄磷市场供给侧改革推动磷化工市场行情出现回升, 公司黄磷及磷酸盐、草甘膦板块盈利能力较上半年明显增强。

原料价格单边下行, 磷铵业务承压。前三季度, 公司磷铵产量为 49.57 万吨, 销量为 46.09 万吨, 同比减少 4.4%, 实现营业收入 10.83 亿元。自去年底以来, 磷铵主要原材料硫磺价格单边下行, 三季度仍继续下滑, 7-9 月均价环比分别下滑 13.55%、10.14%、12.62%。主要原料价格下跌, 导致下游采购需求低迷, 磷铵价格、销量均承受较大压力。三季度, 磷酸一铵和磷酸二铵市场

均价(含税)分别为 2090.8 元和 2448.1 元/吨,同比分别下降 4.97 和 11.33%。

有机硅业务触底。前三季度,公司有机硅和 107 胶产量合计为 7.65 万吨,销量为 5.25 万吨,实现营业收入 8.50 亿元,平均售价分别为 1.60 万元/吨和 1.64 万元/吨,均较去年同期大幅下滑。自 2018 年 9 月以来,受下游需求疲弱影响,有机硅价格大幅下行,2019 年上半年有机硅均价(含税)仅为 1.59 万元/吨。三季度以来,在需求旺季及行业内部分装置检修的影响下,有机硅市场价格明显反弹,8 月上旬回升至 2 万元/吨,9 月价格主要维持在 2.0-2.1 万元/吨之间,三季度有机硅均价环比微涨 2%。受益于此,107 胶价格也有所回暖,前三季度均价(含税)为 1.64 万元/吨,同比下降 38.53%,三季度环比上涨 2%。

电子化学品业务持续推进,公司未来发展值得期待。公司控股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,产品国内市占率超过 70%。兴福电子通过加大市场开发力度,产品国内市占率进一步提升,电子级硫酸与电子级混配系列产品国内客户认可度大幅提升,部分客户已开启验证测试,为后续业绩快速增长打下坚实基础。

此外,公司大力推进亏损板块减亏增效,新疆兴发已实现扭亏为盈,襄阳兴发等子公司减亏效果明显。

■ 期间费用率略有提升,盈利能力环比改善

2019 年前三季度,公司期间费用率为 9.16%,较去年同期增加 0.32pct。其中,销售费用率、管理费用率(含研发费用)和财务费用率分别为 3.45%、2.45% 和 3.26%,较去年同期增加 0.29pct、-0.02pct 和 0.06pct。盈利能力方面,受化工行业景气度下降影响,公司前三季度毛利率为 13.06%,较去年同期减少 4.58pct;净利率为 2.72%,较去年同期降低 2.53pct。受益于黄磷供给侧改革,公司三季度毛利率为 15.49%,同比下降 5.67pct,环比提升 3.32pct。

■ “三磷整治”是长江保护修复工作重点,磷化工有望充分受益供给侧改革

“三磷治理”是长江保护修复工作重点。2019 年 2 月,生态环境部、发展改革委在京联合召开长江保护修复攻坚战推进视频会。会议指出,“三磷”排查整治是长江保护修复的重点领域重点问题之一。根据会议要求,以湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省市为重点,对“三磷”(即磷矿、磷化工企业、磷石膏库)企业达标排放治理、初期雨水收集处理、物料遗撒和跑冒滴漏管理、渗滤液拦蓄设施和地下水监测井建设情况等开展排查整治,有效缓解长江总磷污染。

“三磷治理”方案下发,黄磷整治预计年内完成。2019 年 4 月,生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》,指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省(市)开展集中排查整治。《方案》明确了长江“三磷”专项排查整治行动的总体要求和工作安排,可概括为三项重点,即指磷矿、磷化工和磷石膏库,和五个阶段,即“查问题-定方案-校清单-督进展-核成效”五个阶段。生态环境部还指出年内将**先行完成黄磷企业的环境整治**。

央视曝光引发广泛关注,“三磷治理”取得阶段成果。7 月初,央视《焦点访谈》对国内黄磷企业污染现状进行报道,引发社会舆论广泛关注。随后,国内黄磷行业的开工率骤降,并导致黄磷价格(含税)出现大幅上涨,近期价格随

有所回落，但仍居高位。2019年8月，生态环境部指出，经过排查，“三磷”692家“三磷”企业(矿、库)中有276家存在生态环境问题，占比40%；长江“三磷”专项排查整治行动也由“查问题”阶段进入“定方案解决问题”阶段，

行业龙头有望充分受益行业环保压力趋严。公司是国内磷化工龙头企业，不仅产能规模和技术水平领先行业，而且也是行业环保标杆，为保证可持续经营，始终保持较大幅度的环保投入。今年以来，随着“三磷整治”工作不断推进，行业内供给端明显收缩，特别是黄磷行业迎来供给侧改革。公司作为行业龙头，将充分受益，业绩有望持续向上。

- **引入战略合作方，兴力有望加速发展。**公司联营公司湖北兴力正在开展电子级氢氟酸项目建设。生产电子级氢氟酸的主要原料为无水氟化氢。鉴于贵州磷化集团旗下拥有包括瓮福蓝天在内的多家子公司生产无水氟化氢，为提高兴力公司在建项目产品电子级氢氟酸的原材料保障能力，增强产品成本控制能力，通过增资扩股及老股转让方式引进贵州磷化集团，持股比例为30%。

电子级氢氟酸主要用于集成电路和超大规模集成电路芯片的清洗和蚀刻，是微电子行业生产所需的关键基础化工原料之一。近年来，随着国内集成电路产业迅猛发展，对电子级氢氟酸特别是中高纯度产品的需求迅速增长。为积极抢抓电子级氢氟酸市场发展机遇，经充分论证及准备，2019年8月兴力公司启动3万吨/年电子级氢氟酸一期1.5万吨/年工程建设，计划2020年三季度建成投产。

- **盈利预测：**我们预计公司2019-2021年实现营业收入196.99/229.36/261.72亿元，对应实现归母净利润4.38/6.29/7.61亿元，对应PE分别为21/15/12，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期；行业产能出清进度不及预期

图表 1: 公司业绩盈利预测

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17855.45	19699.46	22936.08	26172.36	净利润	794.83	888.64	1229.23	1411.66
营业成本	14656.85	16478.60	18923.41	21733.53	折旧与摊销	898.72	982.79	1059.84	1086.37
营业税金及附加	190.22	157.60	206.42	235.55	财务费用	625.75	659.27	633.84	601.24
销售费用	640.37	650.08	832.58	950.06	资产减值损失	94.38	100.00	100.00	100.00
管理费用	259.88	423.60	471.28	519.97	经营营运资本变动	854.25	259.34	71.25	173.40
财务费用	625.75	659.27	633.84	601.24	其他	-1369.20	-168.90	-118.72	-118.63
资产减值损失	94.38	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1898.73	2721.14	2975.44	3254.04
投资收益	27.67	70.00	20.00	20.00	资本支出	-1349.30	-900.00	-500.00	-200.00
公允价值变动损益	-2.20	-1.10	-1.28	-1.37	其他	-83.00	51.40	18.72	18.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1432.31	-848.60	-481.28	-181.37
营业利润	1159.49	1299.22	1787.26	2050.64	短期借款	1002.85	-1118.84	-700.00	-500.00
其他非经营损益	-217.78	-65.00	-80.00	-90.00	长期借款	-752.48	1100.00	0.00	0.00
利润总额	941.71	1234.22	1707.26	1960.64	股权融资	1208.05	1368.21	0.00	0.00
所得税	146.89	345.58	478.03	548.98	支付股利	-175.95	-80.45	-87.73	-125.85
净利润	794.83	888.64	1229.23	1411.66	其他	-1046.68	-1320.96	-1503.84	-2101.24
少数股东损益	392.57	450.00	600.00	650.00	筹资活动现金流净额	235.78	-52.05	-2291.57	-2727.09
归属母公司股东净利润	402.26	438.64	629.23	761.66	现金流量净额	725.18	1820.50	202.59	345.58
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1845.35	3665.85	3868.44	4214.02	成长能力				
应收和预付款项	1448.76	1643.12	1893.71	2168.75	销售收入增长率	13.31%	10.33%	16.43%	14.11%
存货	1823.08	1837.97	2190.43	2525.65	营业利润增长率	37.65%	12.05%	37.56%	14.74%
其他流动资产	907.66	1001.22	1165.45	1329.65	净利润增长率	32.05%	11.80%	38.33%	14.84%
长期股权投资	1165.99	1165.99	1165.99	1165.99	EBITDA 增长率	17.71%	9.59%	18.35%	7.39%
投资性房地产	9.92	9.92	9.92	9.92	获利能力				
固定资产和在建工程	15273.05	15286.71	14823.31	14033.40	毛利率	17.91%	16.35%	17.50%	16.96%
无形资产和开发支出	2377.68	2305.35	2233.02	2160.69	三费率	8.55%	8.80%	8.45%	7.91%
其他非流动资产	807.80	801.18	777.06	752.94	净利率	4.45%	4.51%	5.36%	5.39%
资产总计	25659.29	27717.29	28127.33	28361.00	ROE	9.40%	9.23%	11.41%	11.71%
短期借款	6818.84	5700.00	5000.00	4500.00	ROA	3.10%	3.21%	4.37%	4.98%
应付和预收款项	3566.85	3969.02	4587.50	5282.42	ROIC	8.53%	7.84%	9.80%	11.05%
长期借款	2466.50	3566.50	3566.50	3566.50	EBITDA/销售收入	15.03%	14.93%	15.18%	14.28%
其他负债	4347.50	4854.09	4204.15	2957.10	营运能力				
负债合计	17199.70	18089.62	17358.15	16306.01	总资产周转率	0.75	0.74	0.82	0.93
股本	727.18	953.64	953.64	953.64	固定资产周转率	1.40	1.41	1.56	1.83
资本公积	3853.73	5116.68	5116.68	5116.68	应收账款周转率	25.50	23.80	24.41	24.19
留存收益	1949.29	2186.28	2727.78	3363.59	存货周转率	8.84	8.83	9.23	9.08
归属母公司股东权益	7538.52	8256.60	8798.10	9433.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.19%	—	—	—
少数股东权益	921.08	1371.08	1971.08	2621.08	资本结构				
股东权益合计	8459.59	9627.68	10769.17	12054.99	资产负债率	67.03%	65.26%	61.71%	57.49%
负债和股东权益合计	25659.29	27717.29	28127.33	28361.00	带息债务/总负债	54.54%	51.75%	49.90%	50.05%
					流动比率	0.44	0.60	0.71	0.87
					速动比率	0.31	0.47	0.54	0.66
					股利支付率	43.74%	18.34%	13.94%	16.52%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	2683.96	2941.28	3480.94	3738.24	每股收益	0.44	0.48	0.69	0.83
PE	23.42	21.48	14.97	12.37	每股净资产	9.25	10.53	11.77	13.18
PB	1.11	0.98	0.87	0.78	每股经营现金	2.08	2.98	3.25	3.56
PS	0.53	0.48	0.41	0.36	每股股利	0.19	0.09	0.10	0.14
EV/EBITDA	6.13	5.87	4.45	3.52					
股息率	1.87%	0.85%	0.93%	1.34%					

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。