

公司研究/动态点评

2019年10月29日

基础化工/化学原料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 10.32  
合理价格区间(元): 10.92~11.96

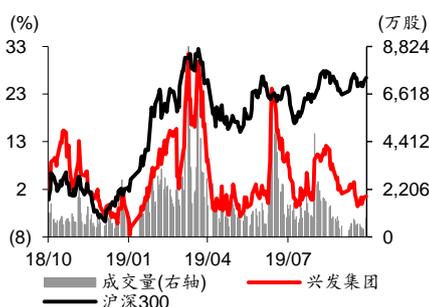
**刘曦** 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

**庄汀洲** 执业证书编号: S0570519040002  
研究员 010-56793939  
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《兴发集团(600141,增持): 有机硅景气下行, Q1 业绩下降 34%》2019.04
- 2《兴发集团(600141,增持): 年报增长 27%, 资产处置损失拖累业绩》2019.03
- 3《兴发集团(600141,增持): 拟全资控股兴瑞硅材料, 做强有机硅产业链》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 三季度报符合预期, 有机硅景气下行拖累业绩

### 兴发集团(600141)

#### 2019 年前三季度净利润同比降 23%, 业绩符合预期

兴发集团于 10 月 25 日发布 2019 年三季度报, 公司实现营收 144.5 亿元, 同比增 1.0%, 净利润 3.0 亿元, 同比降 23.1%, 业绩符合市场预期。按照 9.15 亿股的最新股本计算, 对应 EPS 为 0.33 元。其中 Q3 公司实现营收 49.4 亿元, 同比增 0.6%, 净利润 1.77 亿元, 同比降 14.6%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.52/0.66/0.76 元, 维持“增持”评级。

#### 有机硅景气下行构成业绩下滑主因

有机硅行业景气持续低迷, 公司前三季度 DMC/107 胶均价同比分别下滑 40%/39%至 1.60/1.64 万元/吨, 有机硅销量同比增 9%至 5.3 万吨, 营收下降 33%至 8.5 亿元, DMC-金属硅-甲醇均价差同比缩窄 54%至 0.96 万元/吨, 公司盈利显著下滑。此外受环保限产影响, 公司磷矿石销量同比下降 27%, 均价同比升 7%, 营收下降 22%至 4.4 亿元; 磷酸盐/磷肥整体平稳, 营收分别变动 14%/-11%至 9.9/10.8 亿元; 草甘膦销量增 25%至 11.2 万吨 (18Q1 宜昌 7 万吨产能装置技改), 营收同比增 19%至 25.6 亿元。公司综合毛利率为 13.1%, 同比下降 4.6pct, 期间费用率小幅上升 0.3pct。

#### 有机硅价格延续跌势, 磷化工产业链高位运行

近期国内有机硅价格延续跌势, 据百川资讯, 10 月下旬华东地区 DMC 最新价格为 1.70 万元/吨, 9 月初以来下跌 19%。贵州 30%磷矿石最新价格为 370 元/吨, 与 9 月初持平, 磷酸一铵/二铵下跌 5%/14%至 0.20/0.22 万元/吨。磷化工产业链高位运行, 黄磷价格受益“三磷整治”有所上行, 最新报价 1.93 万元/吨, 较 9 月初上涨 4%, 三聚磷酸钠 9 月初以来下跌 5%至 0.60 万元/吨; 草甘膦最新价格为 2.45 万元/吨, 9 月初以来持平。

#### 电子氢氟酸引入战投保障原料供应

公司于 10 月 25 日公告拟引入贵州磷化集团作为战略投资者, 持有湖北兴力 30%股权, 贵州磷化集团具备 2 万吨无水氢氟酸产能, 公司于今年 8 月以子公司湖北兴力启动 1.5 万吨电子级氢氟酸产能建设, 上述举措将有效保障电子氢氟酸原料的供应, 确保公司电子级氢氟酸项目顺利实施。

#### 维持“增持”评级

考虑到有机硅景气仍低迷, 我们下调公司 2019-2021 年净利润预测至 4.8/6.0/6.9 亿元 (前值 5.2/6.5/7.6 亿元), 对应 EPS 分别为 0.52/0.66/0.76 元 (前值 0.72/0.89/1.05 元), 基于可比公司 2019 年平均 17 倍 PE, 考虑到公司作为磷化工龙头企业, 具备突出的资源优势, 给予公司 2019 年 21-23 倍 PE, 对应目标价 10.92-11.96 元 (前值 12.96-14.40 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求波动风险、环保力度不达预期风险。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	914.61
流通 A 股 (百万股)	713.65
52 周内股价区间 (元)	9.66-13.74
总市值 (百万元)	9,439
总资产 (百万元)	28,455
每股净资产 (元)	8.75

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,761	17,855	17,451	18,193	18,687
+/-%	8.39	13.29	(2.27)	4.25	2.72
归属母公司净利润 (百万元)	318.09	402.26	475.61	600.02	692.47
+/-%	211.80	26.46	18.23	26.16	15.41
EPS (元, 最新摊薄)	0.35	0.44	0.52	0.66	0.76
PE (倍)	29.67	23.46	19.85	15.73	13.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值情况

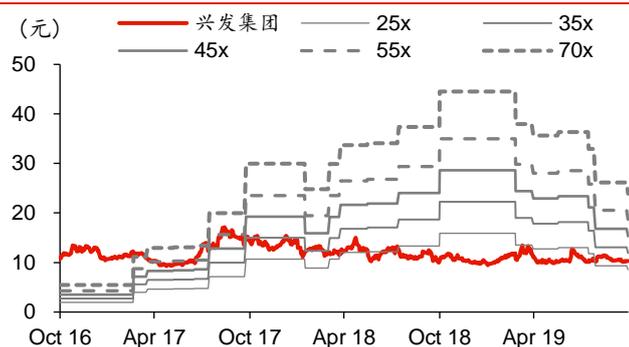
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
新洋丰	8.81	0.65	0.78	14	11	5.0	1.8
新安股份	9.51	0.81	0.98	12	10	8.1	1.2
云天化	5.60	0.23	0.32	24	18	3.4	1.6
平均				17	13		1.5

备注: 股价为10月28日收盘价, 所有公司EPS均来自Wind一致预期; 所有公司BPS截至2019年9月30日;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

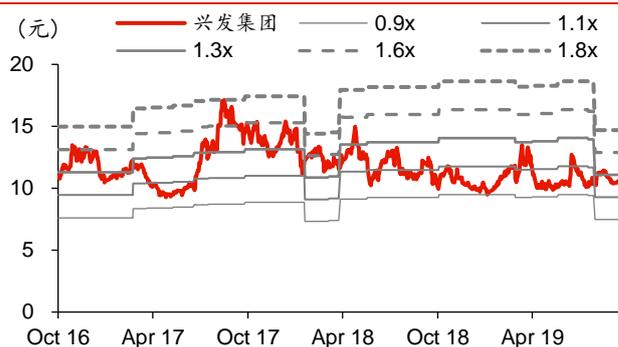
## PE/PB – Bands

图表2: 兴发集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 兴发集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,239	6,025	7,172	8,407	9,426
现金	965.86	1,845	3,361	4,355	5,279
应收账款	613.74	786.91	769.07	801.80	823.57
其他应收账款	46.56	128.78	125.86	131.22	134.78
预付账款	242.80	161.03	185.18	199.84	197.10
存货	1,433	1,823	1,663	1,797	1,845
其他流动资产	937.17	1,280	1,068	1,122	1,146
非流动资产	17,539	19,634	16,830	16,557	16,285
长期投资	855.99	1,166	0.00	0.00	0.00
固定投资	12,257	13,322	13,790	13,958	13,882
无形资产	1,547	1,396	1,396	1,396	1,396
其他非流动资产	2,879	3,750	1,643	1,203	1,008
资产总计	21,778	25,659	24,002	24,964	25,711
流动负债	10,257	13,732	12,123	12,557	12,642
短期借款	5,816	6,819	5,896	6,190	6,197
应付账款	2,005	2,439	2,368	2,497	2,550
其他流动负债	2,436	4,475	3,859	3,869	3,895
非流动负债	4,393	3,467	2,920	2,652	2,401
长期借款	3,235	2,467	2,348	2,142	1,871
其他非流动负债	1,158	1,001	571.33	509.87	529.63
负债合计	14,650	17,200	15,042	15,208	15,043
少数股东权益	1,018	921.08	1,092	1,290	1,512
股本	500.72	727.18	914.61	914.61	914.61
资本公积	2,887	3,854	3,666	3,666	3,666
留存公积	1,723	1,949	3,288	3,888	4,580
归属母公司股东权益	6,110	7,539	7,867	8,466	9,156
负债和股东权益	21,778	25,659	24,002	24,964	25,711

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,006	1,899	1,472	1,972	2,258
净利润	599.02	794.83	646.58	798.11	914.25
折旧摊销	820.12	898.72	762.12	822.85	871.67
财务费用	620.19	625.75	696.36	591.81	546.55
投资损失	(66.31)	(27.67)	(80.00)	(76.00)	(77.00)
营运资金变动	24.19	(604.69)	(515.69)	(107.03)	(19.31)
其他经营现金	9.15	211.79	(37.07)	(57.38)	21.98
投资活动现金	(901.39)	(1,432)	2,122	(474.00)	(523.00)
资本支出	928.57	953.71	300.00	550.00	600.00
长期投资	4.10	300.85	(1,358)	0.00	0.00
其他投资现金	31.28	(177.75)	1,064	76.00	77.00
筹资活动现金	(1,002)	235.78	(2,079)	(504.21)	(810.54)
短期借款	2,527	1,003	(922.53)	294.12	6.69
长期借款	651.90	(768.48)	(118.03)	(206.52)	(270.69)
普通股增加	(11.52)	226.46	187.43	0.00	0.00
资本公积增加	30.48	966.76	(187.43)	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,199)	(1,192)	(1,039)	(591.81)	(546.55)
现金净增加额	92.77	725.18	1,515	994.15	924.60

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,761	17,855	17,451	18,193	18,687
营业成本	13,119	14,657	14,626	15,282	15,655
营业税金及附加	158.85	190.22	180.90	191.20	195.06
营业费用	587.53	640.37	610.78	636.76	644.71
管理费用	233.53	259.88	488.62	509.41	523.25
财务费用	620.19	625.75	696.36	591.81	546.55
资产减值损失	54.01	94.38	80.92	85.41	83.91
公允价值变动收益	0.00	(2.20)	(1.46)	(1.71)	(1.63)
投资净收益	66.31	27.67	80.00	76.00	77.00
营业利润	839.43	1,159	845.21	971.22	1,114
营业外收入	19.25	26.19	40.00	40.00	40.00
营业外支出	92.95	243.97	100.00	50.00	50.00
利润总额	765.73	941.71	785.21	961.22	1,104
所得税	166.70	146.89	138.63	163.11	189.89
净利润	599.02	794.83	646.58	798.11	914.25
少数股东损益	280.94	392.57	170.97	198.09	221.78
归属母公司净利润	318.09	402.26	475.61	600.02	692.47
EBITDA	2,280	2,684	2,304	2,386	2,532
EPS (元, 基本)	0.64	0.55	0.52	0.66	0.76

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.39	13.29	(2.27)	4.25	2.72
营业利润	265.49	38.13	(27.10)	14.91	14.72
归属母公司净利润	211.80	26.46	18.23	26.16	15.41
获利能力 (%)					
毛利率	16.76	17.91	16.18	16.00	16.23
净利率	2.02	2.25	2.73	3.30	3.71
ROE	5.21	5.34	6.05	7.09	7.56
ROIC	6.92	8.73	7.75	8.01	8.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.27	67.03	62.67	60.92	58.51
净负债比率 (%)	71.10	65.75	68.26	68.09	67.09
流动比率	0.41	0.44	0.59	0.67	0.75
速动比率	0.27	0.30	0.45	0.53	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.75	0.70	0.74	0.74
应收账款周转率	22.40	22.78	20.06	20.71	20.56
应付账款周转率	7.15	6.60	6.09	6.28	6.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.44	0.52	0.66	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	2.19	2.08	1.61	2.16	2.47
每股净资产(最新摊薄)	6.68	8.24	8.60	9.26	10.01
估值比率					
PE (倍)	29.67	23.46	19.85	15.73	13.63
PB (倍)	1.54	1.25	1.20	1.12	1.03
EV_EBITDA (倍)	8.01	6.81	7.93	7.66	7.21

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com