

兴发集团

600141

审慎增持 (维持)

**磷矿石、草甘膦等主要产品销量提升，
2020Q2 归母净利环比大幅提升**

2020年08月27日

市场数据

市场数据日期	2020-08-26
收盘价(元)	11.40
总股本(百万股)	1031.39
流通股本(百万股)	743.19
总市值(百万元)	11757.88
流通市值(百万元)	8472.38
净资产(百万元)	8296.04
总资产(百万元)	29942.72
每股净资产	8.04

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18039	19031	20268	21910
同比增长(%)	1.0%	5.5%	6.5%	8.1%
归母净利润(百万元)	302	370	450	550
同比增长(%)	-24.8%	22.3%	21.6%	22.2%
毛利率(%)	13.6%	14.8%	13.9%	14.1%
净利润率(%)	1.7%	1.9%	2.2%	2.5%
净资产收益率(%)	3.7%	4.4%	5.1%	6.0%
每股收益(元)	0.29	0.36	0.44	0.53
每股经营现金流(元)	1.01	2.00	2.14	2.27

相关报告

《兴发集团(600141)2018 年年报点评:有机硅及草甘膦业务稳步扩张,看好磷化工业务后续表现》2019-03-27

《兴发集团(600141)2018 年三季报点评:业绩同比大幅增长,草甘膦及磷化工有望接续贡献业绩增量》2018-10-31

《兴发集团(600141)2018 年中报点评:有机硅贡献主要盈利,磷化工及草甘膦有望逐步复苏》2018-08-12

分析师

邓先河

dengxianhe@xyzq.com.cn
S0190520010002

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn
S0190520010003

投资要点

- **事件:** 兴发集团发布 2020 年半年报,报告期内公司实现营业收入 93.41 亿元,同比降低 1.75%;实现归母净利润 1.39 亿元,同比增长 11.52%,扣非归母净利润 1.13 亿元,同比增长 19.40%。按最新总股本计,实现摊薄每股收益 0.13 元,每股经营性净现金流 0.66 元。

其中 2020 年 Q2 单季度实现营业收入 54.34 亿元,同比增长 5.45%,环比增长 39.08%;实现归母净利润 1.15 亿元,同比增长 48.05%,环比增长 379.17%。折合单季度 EPS 为 0.11 元。

- **维持“谨慎增持”的评级。**2020Q2 单季度营业收入同比增长,扣非归母净利润同比高增长,主要系公司磷矿石、黄磷、草甘膦等产品销量提升,而产品原材料价格有不同幅度的降低使价差变动较小,产品毛利率同比微增,而公司的股权结构调整增厚归母净利润。

兴发集团是磷化工行业及精细化工行业领先企业。公司磷矿资源储量和开采技术水平都处于行业领先水平,随着公司磷矿选矿加工项目及采矿项目逐步建设投产,公司将进一步巩固磷化工产业链一体化优势。随着国内半导体行业高速发展,将带动电子化学品市场空间增长,以及电子级氢氟酸项目、新启动建设的芯片用超高纯电子化学品、电子级磷酸技术改造项目带来的产能增量,公司的电子化学品业务有望成为公司新利润增长点。此外,公司的草甘膦、有机硅、黄磷产能构成协同生产,进一步提升公司产品的盈利能力。暂不考虑增发收购资产影响,以最新股本计算,我们调整公司 2020、2021 年 EPS 分别为 0.36、0.44 元的预测,引入 2022 年 EPS 为 0.53 元的预测,维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示: 产品价格低迷的风险,新建项目投产不及预期的风险,环保政策收紧风险。

报告正文

事件

兴发集团发布 2020 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 93.41 亿元, 同比降低 1.75%; 实现归母净利润 1.39 亿元, 同比增长 11.52%, 扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比增长 19.40%。按最新总股本计, 实现摊薄每股收益 0.13 元, 每股经营性净现金流 0.66 元。

其中 2020 年 Q2 单季度实现营业收入 54.34 亿元, 同比增长 5.45%, 环比增长 39.08%; 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比增长 48.05%, 环比增长 379.17%。折合单季度 EPS 为 0.11。

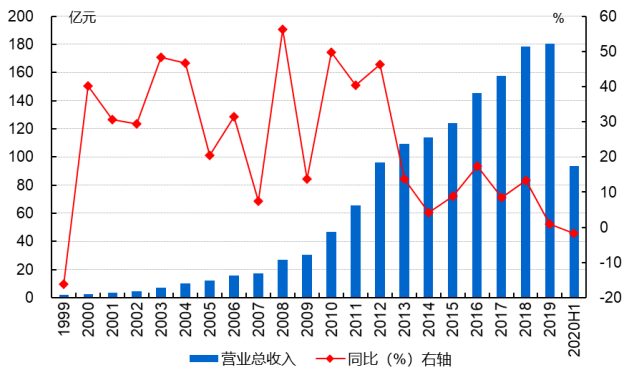
点评

2020Q2单季度营业收入同比增长, 扣非归母净利润同比高增长, 主要系公司磷矿石、黄磷、草甘膦等产品销量提升, 而产品原材料价格有不同幅度的降低使价差变动较小, 产品毛利率同比微增, 而公司的股权结构调整增厚归母净利润。

- **2020H1公司营收同比下降, 归母净利润及毛利率同比上升。**公司2020年H1实现营业收入93.41亿元, 同比下滑1.75%。在公共卫生事件的影响下, 下游需求疲软, 公司主要产品价格显著下滑。由于原材料价格下降幅度较大, 公司毛利率变动较小, 公司2020H1实现归母净利润1.39亿元, 同比增加11.52%, 实现综合毛利率11.87%, 同比增加0.07%。其中, 2020Q2单季度营收实现环比增长39.08%, 达到54.34亿元; 归母净利润实现环比增长379.17%, 达到1.15亿元, 主要原因农银投资增资入股泰盛公司以及公司发行股份收购湖北兴瑞少数股权, 公司少数股东权益降低, 归母净利润增加。

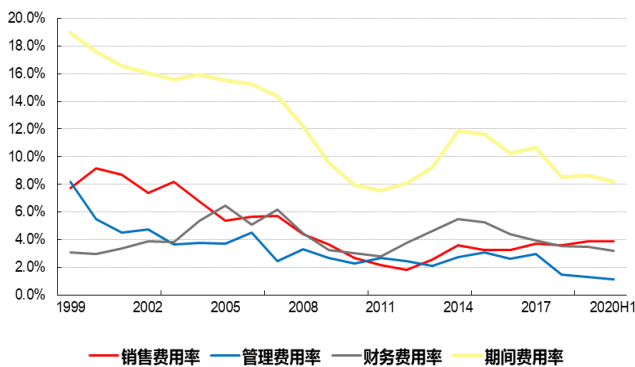
期间费用方面, 公司H1销售费用同比增长19.87%, 主要是公司运输费用和仓储费用大幅提升; 销售费用率3.85% (同比+0.69pct)。管理费用同比下降1.02%; 管理费用率2.53% (同比+0.14pct)。财务费用同比下降3.18%; 财务费用率3.20% (同比-0.05pct)。研发费用同比增长11.38%, 研发费用率1.42% (同比+0.17pcts)。

图1、兴发集团营业总收入



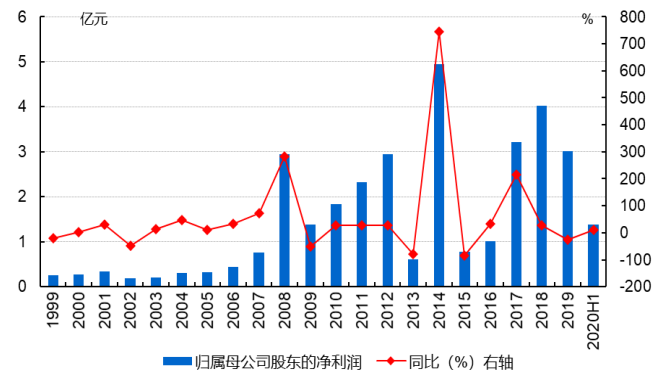
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、兴发集团费用情况



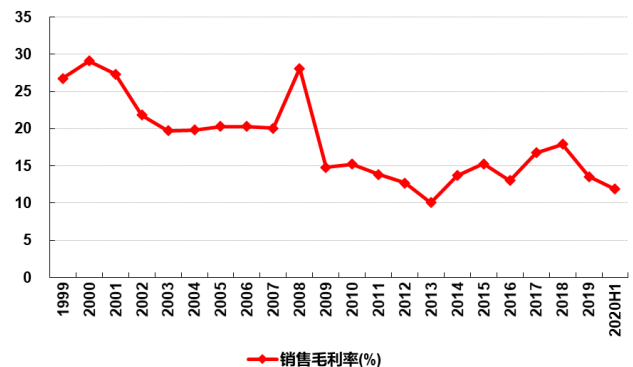
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、兴发集团归母净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、兴发集团毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 随着疫情带来的阴影逐渐消散，有机硅下游市场逐步复苏，后续有机硅市场价格有望恢复至合理水平。2020年上半年，在疫情影响下下游建筑、汽车、橡胶行业市场低迷，有机硅需求下滑，有机硅价格同比下降。2020年上半年，公司有机硅产品量价齐跌，上半年有机硅销量3.04万吨，同比下降12.15%，扣税平均售价同比降低13.63%至1.38万元/吨。公司存有机硅产能增量预期，全资子公司湖北兴瑞的有机硅技术升级改造及配套10万吨/年特种硅橡胶及硅油项目正加速推进，该项目包括5万吨/年110硅胶、3万吨/年107硅橡胶、2万吨/特种硅油。项目完全投产后公司产能将提升至36万吨/年，为公司提供业绩增量。

表 1、兴发集团近年经营数据

	产量/(万吨)					销量/(万吨)					销售均价(扣税)/元/(吨)				
	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020 H1	2020H1 同比	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020 H1	2020H1 同比	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020H1	2020H1 同比
磷矿石	608	462	360	223	28.59%	483.23	282.35	200.06	131.91	26.78%	189	260	255	226	-18.52%
黄磷	10	9	10	5	4.89%	2.89	1.5	0.58	1.65	85.39%	13265	13789	15123	15085	6.37%
工业级三聚磷酸钠	20	19	19	9	-0.74%	18.39	17.67	18.24	8.31	-2.92%	5016	5261	5421	5067	-10.68%
食品级三聚磷酸钠											6220	6466	6714	6903	-3.80%
工业级六偏磷酸钠											6427	6824	6975	7355	4.48%
食品级六偏磷酸钠											6806	7219	7503	7761	2.98%
磷酸一铵	25	23	64	32	-5.43%	24.36	21.6	59.19	34.46	12.76%	1852	2244	2237	1937	-58.87%
磷酸二铵	44	41				45.81	41.24				2142	2652			
有机硅(DMC)	7	10	10	5	-4.97%	4.75	6.91	6.91	3.04	-12.14%	17860	23734	15559	13754	-13.63%
107胶													18787	23321	15967
氯碱(不含液氯)	30	/	/	/	/	13.9	/	/	/	/	3078	/	/	/	/
草甘膦	12	13	16	7	-17.57%	11.05	11.84	13.58	8.17	18.75%	19564	24455	22671	20176	-12.28%
110胶	/	/	/	2	/	/	/	/	1.41	/	/	/	/	14157	/

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **布局上游采矿项目，持续完善公司产业链一体化优势。**2018年以来，公司位于湖北宜昌的磷矿因环保压力限产，公司的磷矿产量降低，下游磷肥生产自用磷矿比例下降。为了保持公司产业链一体化的绝对优势，公司300万吨/年低品位磷矿选矿及深加工项目已经进入试车阶段，并通过技术革新提高公司自产的磷矿在肥料产品中的利用率，截至报告期末，该项目已进入收尾阶段。此外，公司投资新建后坪磷矿200万吨/年采矿工程项目，计划于2021年10月完工。上述项目相继建成后将大幅提升公司的磷矿产能，夯实公司磷化工业务的竞争优势，进一步稳定公司的盈利能力。
- **国内电子化学品行业将迎来高速发展期。**国内半导体进口替代需求空间庞大，根据近日国务院印发的《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，2019年中国芯片的自给率约30%，当局目标是要在2025年达到70%。半导体产业的配套需求推动了电子化学品的需求。公司积极布局电子化学品业务，公司的子公司兴福电子拥有电子级磷酸、电子级硫酸、电子级混配液以及电子级氢氧化铵的产能，以及新启动建设的6万吨/年芯片用超高纯电子化学品、3万吨/年电子级磷酸技术改造项目，公司的联营公司兴力电子投资的3万吨/年电子级氢氟酸项目也在稳步推进中。公司电子化学品业务市场开拓成效显著，将充分受益国内半导体行业的蓬勃发展，在新产能逐步投产后将成为公司新的业绩增长点。
- **维持“谨慎增持”的评级。**兴发集团是磷化工行业及精细化工行业领先企业。公司磷矿资源储量和开采技术水平都处于行业领先水平，随着公司磷矿选矿加工项目及采矿项目逐步建设投产，公司将进一步巩固磷化工产业链一体化优势。随着国内半导体行业高速发展，将带动电子化学品市场空间增长，以及电子级氢氟酸项目、新启动建设芯片用超高纯电子化学品、电子级磷酸技术改造项目带来的产能增量，公司的电子化学品业务有望成为公司新利润增长点。此外，公司的草甘膦、有机硅、黄磷产能构成协同生产，进一步提升公司产品的盈利能力。以最新股本10.31亿股设计，我们调整2020-2021年EPS分别至0.36、0.44元，并引入2022年EPS为0.53元的盈利预测，维持“谨慎增持”评级。
- **风险提示：**产品价格低迷的风险，新建项目投产不及预期的风险，环保政策收紧风险。

附表

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6514	6877	9241	10920
货币资金	1647	2565	4380	5719
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	954	861	960	1062
其他应收款	56	88	107	98
存货	2110	1994	2225	2421
非流动资产	21738	20709	20126	19588
可供出售金融资产	0	71	84	52
长期股权投资	1358	1350	1400	1450
投资性房地产	10	10	10	10
固定资产	13993	14467	14317	13898
在建工程	2652	1326	663	331
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1995	1925	2000	2176
资产总计	28253	27586	29367	30509
流动负债	13013	12800	13597	13651
短期借款	6473	6369	6554	6465
应付票据	235	263	301	304
应付账款	2647	2573	2877	3095
其他	3659	3595	3865	3786
非流动负债	5678	4890	5553	6249
长期借款	3637	3988	4239	4830
其他	2041	902	1314	1419
负债合计	18691	17690	19150	19900
股本	1028	1028	1028	1028
资本公积	5133	5133	5133	5133
未分配利润	1742	2009	2307	2672
少数股东权益	1419	1399	1400	1400
股东权益合计	9562	9897	10216	10609
负债及权益合计	28253	27586	29367	30509

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	393	370	450	550
折旧和摊销	871	944	1005	1043
资产减值准备	95	27	9	4
无形资产摊销	94	92	92	93
公允价值变动损失	0	-1	-1	-1
财务费用	612	842	812	783
投资损失	-89	-45	-50	-50
少数股东损益	90	-20	0	0
营运资金的变动	-987	-350	68	122
经营活动产生现金流量	1036	2055	2455	2148
投资活动产生现金流量	-1230	3	-301	-436
融资活动产生现金流量	-188	-1140	-339	-372
现金净变动	-376	918	1816	1339
现金的期初余额	1563	1647	2565	4380
现金的期末余额	1187	2565	4380	5719

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18039	19031	20268	21910
营业成本	15593	16533	17489	18892
营业税金及附加	150	196	209	226
销售费用	701	716	765	830
管理费用	237	209	368	398
财务费用	625	842	812	783
资产减值损失	-75	-39	-69	-61
公允价值变动	-0	-1	-1	-1
投资收益	89	45	50	50
营业利润	483	530	645	793
营业外收入	17	20	20	20
营业外支出	44	40	45	50
利润总额	457	510	620	743
所得税	64	160	134	163
净利润	393	350	480	580
少数股东损益	90	-20	30	30
归属母公司净利润	302	370	450	550
EPS(元)	0.29	0.36	0.44	0.53

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	1.0%	5.5%	6.5%	8.1%
营业利润增长率	-58.3%	93.3%	-15.6%	22.0%
净利润增长率	-24.8%	22.3%	21.6%	22.2%
盈利能力(%)				
毛利率	13.6%	14.8%	13.9%	14.1%
净利率	1.7%	1.9%	2.2%	2.5%
ROE	3.7%	4.4%	5.1%	6.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	66.2%	64.1%	65.2%	65.2%
流动比率	0.50	0.54	0.68	0.80
速动比率	0.34	0.38	0.51	0.62
营运能力(次)				
资产周转率	66.9%	68.2%	71.2%	73.2%
应收帐款周转率	1874.6%	1901.7%	2006.1%	1958.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.36	0.44	0.53
每股经营现金	1.01	2.00	2.14	2.27
每股净资产	7.92	8.26	8.57	8.96
估值比率(倍)				
PE	40.5	33.1	27.2	22.3
PB	1.5	1.4	1.4	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn