

投资评级 优于大市 首次覆盖

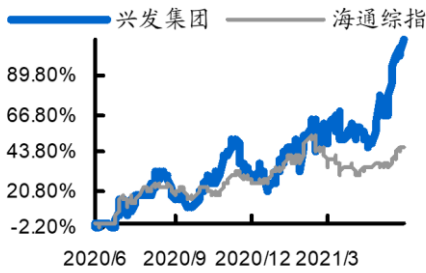
草甘膦、磷肥景气度提升, 公司产能持续扩张

股票数据

06月11日收盘价(元)	19.08
52周股价波动(元)	8.85-19.67
总股本/流通A股(百万股)	1119/938
总市值/流通市值(百万元)	21348/17888

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	28.1	28.1	37.8
相对涨幅(%)	23.3	25.7	34.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 磷化工行业龙头, 产品线布局丰富。** 公司是国内磷化工行业龙头企业, 主要产品包括磷矿石、黄磷及精细磷酸盐、磷肥、草甘膦、有机硅及湿电子化学品等。公司目前拥有磷矿产能 495 万吨, 黄磷产能超过 16 万吨, 精细磷酸盐产能约 18.9 万吨, 磷铵产能 60 万吨, 其中磷酸一铵 20 万吨, 磷酸二铵 40 万吨; 控股子公司泰盛拥有草甘膦产能 18 万吨, 全资子公司湖北兴瑞有机硅单体产能 36 万吨, 控股子公司兴福电子电子级磷酸 3 万吨、电子级硫酸 2 万吨、电子级混配液 3 万吨产能。2020 年公司实现营收 183.17 亿元, 同比增长 1.54%; 实现归母净利润 6.24 亿元, 同比增长 106.29%。
- 坐拥优质磷矿资源, 不断扩大磷矿产能。** 国内磷矿资源储量约 32.4 亿吨, 但分布极不均衡, “云贵川鄂湘” 五省的磷矿石保有储量超过全国总保有储量的 80% 以上。截止 2020 年年报, 公司拥有采矿权的磷矿资源储量约 4.46 亿吨, 产能 495 万吨/年, 公司磷矿资源储量和产能居于行业前列。目前公司后坪磷矿在建产能 200 万吨, 计划于 2022 年下半年建成投产, 我们认为随着产能释放, 将进一步巩固公司在磷化工产业的龙头地位。
- 持续布局磷肥产业, 成本优势有望进一步突出。** 磷肥是磷矿石下游重要产业, 目前国内磷酸一铵、二铵产能超过 4000 万吨, 约占全球一半产能。目前公司在宜都园区新建 300 万吨低品位胶磷矿选矿及深加工项目 (包括 40 万吨磷酸、40 万吨磷铵、120 万吨硫酸等), 同时公司参股子公司星兴蓝天正在建 40 万吨合成氨项目。我们认为随着上述项目陆续投产, 公司磷铵产能将增加至 100 万吨, 规模效益更加突出, 生产成本将进一步降低。
- 草甘膦需求稳健增长, 产业链配套降低生产成本。** 草甘膦是全球使用量最大的除草剂品种, 约占全球除草剂 30% 的市场份额; 2019 年全球产能约 110 万吨, 主要集中在中国。随着转基因作物种植面积的增加, 草甘膦需求有望保持稳健增长。公司受益于产业链一体化优势, 自身配套 10 万吨甘氨酸产能, 同时拥有黄磷、盐酸等原材料供应, 而公司其他产品有机硅又可以消耗草甘膦副产物氯甲烷, 整个循环经济优势能大大降低公司生产和环保成本, 提高草甘膦在行业的竞争力。
- 盈利预测与估值区间。** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.1、1.24、1.31 元/股, 结合可比公司估值, 给予 2021 年 20-22 倍 PE, 对应合理价值区间 22-24.2 元, 首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。** 磷矿石、磷肥、草甘膦格下跌、新项目投产低于预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18039	18317	21710	22200	22715
(+/-)YoY(%)	1.0%	1.5%	18.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	302	624	1231	1384	1468
(+/-)YoY(%)	-24.8%	106.3%	97.4%	12.4%	6.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.56	1.10	1.24	1.31
毛利率(%)	13.6%	16.2%	18.9%	18.8%	18.7%
净资产收益率(%)	3.7%	6.6%	11.5%	11.5%	10.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

公司主要产品为草甘膦、有机硅、肥料等，因此我们的盈利预测如下：

（1）草甘膦行业景气度上升，2021 年价格和毛利率显著提升，2022-2023 年维持稳定；2021-2023 年销量保持稳定。

（2）氯碱和有机硅行业保持稳定，2021-2023 年销量小幅提升，价格保持稳定，毛利率略有提升。

（3）磷肥行业景气度上升，2021 年价格和毛利率显著提升，2022-2023 年维持稳定；2021-2023 年销量保持稳定。

表 1 2021-2023 年兴发集团分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
贸易产品				
销售收入（百万元）	5576	5855	6148	6455
毛利率（%）	2%	3%	3%	3%
销售成本（百万元）	5443	5679	5963	6261
磷矿石、黄磷和下游产品				
销售收入（百万元）	3493	3667	3851	4043
毛利率（%）	26%	27%	27%	27%
销售成本（百万元）	2573	2677	2811	2951
草甘膦及甘氨酸等				
销售收入（百万元）	4387	6800	6800	6800
毛利率（%）	19%	25%	25%	25%
销售成本（百万元）	3554	5100	5100	5100
氯碱及有机硅等				
销售收入（百万元）	2635	2765	2765	2765
毛利率（%）	26%	27%	27%	27%
销售成本（百万元）	1948	2019	2019	2019
肥料				
销售收入（百万元）	1586	1960	1960	1960
毛利率（%）	8%	11%	11%	11%
销售成本（百万元）	1461	1744	1744	1744
电子化学品				
销售收入（百万元）	129	142	157	172
毛利率（%）	31%	32%	32%	32%
销售成本（百万元）	89	97	106	117
其他				
销售收入（百万元）	512	520	520	520
毛利率（%）	46%	46%	46%	46%
销售成本（百万元）	279	281	281	281
合计				
销售收入（百万元）	18317	21710	22200	22715
毛利率（%）	16%	19%	19%	19%
销售成本（百万元）	15347	17597	18024	18474

资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
江山股份	600389.SH	32.47	1.13	1.68	2.04	2.45	29	19	16	13
合盛硅业	603206.SH	65.3	1.5	2.98	3.62	4.42	44	22	18	15
云天化	600096.SH	14.16	0.15	0.81	0.89	1.14	94	17	16	12
平均							56	20	17	13

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	18317	21710	22200	22715
每股收益	0.56	1.10	1.24	1.31	营业成本	15347	17597	18024	18474
每股净资产	8.45	9.55	10.79	12.10	毛利率%	16.2%	18.9%	18.8%	18.7%
每股经营现金流	2.15	1.96	2.64	2.86	营业税金及附加	152	180	184	188
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	739	876	896	916
P/E	34.22	17.34	15.43	14.54	营业费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	2.26	2.00	1.77	1.58	管理费用	298	353	361	369
P/S	1.17	0.98	0.96	0.94	管理费用率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
EV/EBITDA	8.85	10.23	10.11	9.79	EBIT	1408	2261	2282	2304
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	577	525	534	514
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.2%	2.4%	2.4%	2.3%
毛利率	16.2%	18.9%	18.8%	18.7%	资产减值损失	-159	-5	-7	-6
净利润率	3.4%	5.7%	6.2%	6.5%	投资收益	88	105	107	110
净资产收益率	6.6%	11.5%	11.5%	10.8%	营业利润	774	1876	1892	1939
资产回报率	2.1%	3.8%	4.1%	4.2%	营业外收支	-67	0	0	0
投资回报率	5.3%	7.7%	7.4%	7.1%	利润总额	707	1876	1892	1939
盈利增长 (%)					EBITDA	2507	3098	3090	3127
营业收入增长率	1.5%	18.5%	2.3%	2.3%	所得税	105	280	282	289
EBIT 增长率	30.1%	60.6%	0.9%	1.0%	有效所得税率%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
净利润增长率	106.3%	97.4%	12.4%	6.1%	少数股东损益	-23	365	226	182
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	624	1231	1384	1468
资产负债率	63.4%	61.3%	58.1%	55.1%					
流动比率	0.50	0.55	0.57	0.58	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.37	0.38	0.39	0.41	货币资金	2179	2320	2459	2606
现金比率	0.17	0.17	0.18	0.19	应收账款及应收票据	868	1196	1150	1168
经营效率指标					存货	1503	2097	2117	2060
应收账款周转天数	17.30	17.57	18.06	17.64	其它流动资产	1990	2033	2042	2052
存货周转天数	35.74	43.51	42.88	40.71	流动资产合计	6540	7647	7768	7886
总资产周转率	0.62	0.68	0.66	0.65	长期股权投资	1650	1650	1650	1650
固定资产周转率	1.22	1.36	1.31	1.27	固定资产	15064	15934	16905	17826
					在建工程	2719	3098	3322	3623
					无形资产	1942	2113	2206	2327
					非流动资产合计	22920	24347	25631	26975
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	29460	31994	33399	34861
净利润	624	1231	1384	1468	短期借款	6584	7214	6916	6431
少数股东损益	-23	365	226	182	应付票据及应付账款	3269	3430	3561	3729
非现金支出	1286	843	815	829	预收账款	36	415	355	281
非经营收益	606	416	421	398	其它流动负债	3080	2847	2869	3073
营运资金变动	-88	-659	111	326	流动负债合计	12969	13906	13702	13514
经营活动现金流	2405	2197	2957	3203	长期借款	3585	3585	3585	3585
资产	-851	-2265	-2094	-2166	其它长期负债	2111	2111	2111	2111
投资	-231	0	0	0	非流动负债合计	5695	5695	5695	5695
其他	73	105	107	110	负债总计	18664	19601	19397	19209
投资活动现金流	-1010	-2160	-1987	-2057	实收资本	1119	1119	1119	1119
债权募资	12261	630	-297	-485	归属于母公司所有者权益	9459	10691	12074	13542
股权募资	794	0	0	0	少数股东权益	1336	1702	1928	2110
其他	-14046	-525	-534	-514	负债和所有者权益合计	29460	31994	33399	34861
融资活动现金流	-991	104	-831	-999					
现金净流量	381	141	139	147					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 刘海荣 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份,三友化工

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。