



兴发集团

中报业绩超预期，磷肥景气度上行

业绩回顾

业绩超预期

兴发集团 2015 年上半年实现营业收入 66.69 亿元，同比增长 17.56%。实现净利润 5,136 万元，同比增长 45.12%，每股收益 0.10 元，超出我们预期。

发展趋势

关税调整利好，磷肥行业景气度上行。随着 2015 年磷肥出口政策继续放松，关税降低为全年 100 元/吨，进一步支撑磷肥价格。今年 1~6 月份二铵出口总量达 282 万吨，同比增长 122%。印度磷肥补贴好转导致磷肥需求提高，我们预计今年全年中国的磷肥出口量将会超预期。目前磷肥出口价格高于国内价，带动国内磷肥价格上涨。以当前中国港口二铵 FOB 价格 470 美元/吨计算（汇率假设 6.2），扣除关税后价格约为 2,810 元，而目前的国内价格仅为 2,650 元，向国外价格靠拢仍有上升空间。另外，出口大增也导致社会各环节库存处于低位，随着秋耕备肥临近需求增多，下游补库存也将推动磷肥进一步上行。

深耕磷化工，龙头地位不变。公司磷矿储量丰富，品位较高，同时公司通过技术改造不断降低成本。作为行业龙头，若磷化工行业持续改善，我们认为公司将首当其冲获益于行业的回暖。

盈利预测调整

由于草甘膦疲软和财务费用增加，下调 15 年 EPS 到 0.29 元，下调幅度 48%，下调 16 年 EPS 到 0.36 元，下调幅度 52%。

估值与建议

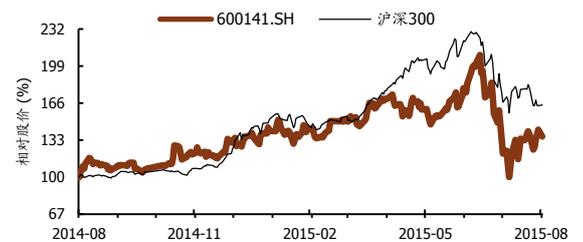
维持中性评级，目前股价对应 2015/16 年 P/E 分别为 51x 和 41x。由于下调盈利预测，下调目标价到 17 元，下调幅度 9%，对应 2016 年 47x P/E。

风险

化肥鼓励政策发生变化；印度磷肥招标压价；草甘膦市场波动；市场估值中枢下行风险。

维持中性

股票代码	600141.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 14.71
目标价	人民币 17.00
52 周最高价/最低价	人民币 23.33~10.11
总市值(亿)	人民币 78
30 日日均成交额(百万)	人民币 292.26
发行股数(百万)	530
其中：自由流通股(%)	50
30 日日均成交量(百万股)	21.43
主营业务	化工



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	10,934	11,392	14,099	15,372
增速	13.8%	4.2%	23.8%	9.0%
归属母公司净利润	58	494	153	189
增速	-80.1%	745.2%	-69.0%	23.4%
每股净利润	0.11	0.93	0.29	0.36
每股净资产	6.37	9.26	9.35	9.65
每股股利	0.08	0.20	0.05	0.06
每股经营现金流	0.43	1.25	2.36	2.93
市盈率	133.3	15.8	50.8	41.1
市净率	2.3	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	20.1	14.4	12.7	11.6
股息收益率	0.6%	1.4%	0.3%	0.4%
平均总资产收益率	0.4%	2.8%	0.7%	0.8%
平均净资产收益率	1.7%	11.9%	3.1%	3.8%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

高崢

分析员
 zheng.gao@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080511010038
 SFC CE Ref: AZD599

唐卓菁

联系人
 zhuojing.tang@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080114090027
 SFC CE Ref: BFK685



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	10,934	11,392	14,099	15,372
营业成本	9,836	9,834	12,253	13,349
营业税金及附加	112	139	169	184
营业费用	279	410	493	523
管理费用	227	312	367	384
财务费用	506	627	587	647
其他	-32	-25	0	0
营业利润	-58	46	229	284
营业外收支	192	540	62	62
利润总额	134	586	291	346
所得税	56	47	67	80
少数股东损益	20	45	70	77
归属母公司净利润	58	494	153	189
EBITDA	808	1,232	1,443	1,591
资产负债表				
货币资金	783	1,289	2,299	4,183
应收账款及票据	1,287	1,192	1,475	1,609
预付款项	199	162	202	220
存货	925	1,081	1,347	1,468
其他流动资产	186	369	369	369
流动资产合计	3,380	4,093	5,693	7,848
固定资产及在建工程	9,329	11,936	12,394	12,817
无形资产及其他长期资产	1,463	2,925	2,865	2,808
非流动资产合计	11,665	15,568	15,967	16,332
资产合计	15,046	19,662	21,660	24,181
短期借款	3,411	4,973	6,473	8,473
应付账款及票据	1,291	2,127	2,649	2,885
其他流动负债	1,852	2,221	2,193	2,237
流动负债合计	6,554	9,322	11,314	13,596
应付长期债券	794	1,592	1,592	1,592
非流动负债合计	4,219	4,195	4,147	4,147
负债合计	10,773	13,517	15,461	17,743
股东权益合计	3,378	4,906	4,953	5,116
少数股东权益	895	1,175	1,245	1,322
负债及股东权益合计	15,046	19,598	21,660	24,181
现金流量表				
净利润	78	539	224	266
折旧和摊销	328	534	626	660
营运资本变动	99	795	-95	10
其他	37	4	-93	0
经营活动现金流	227	665	1,249	1,553
投资活动现金流入	231	399	30	30
投资活动现金流出	-1,447	-1,222	-1,025	-1,025
投资活动现金流	-1,216	-824	-995	-995
股权融资	6	8	0	0
银行借款	6,470	8,655	1,500	2,000
其他	-6,563	-8,315	-743	-674
筹资活动现金流	-87	349	757	1,326
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	-1,076	189	1,010	1,884

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

兴发集团是一家以磷化工系列产品和精细化工产品开发、生产和销售为主业的公司，总部位于湖北省宜昌市。主要业务包括三聚磷酸钠和六偏磷酸钠等磷酸盐产品的生产和销售。公司是中国最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业，与世界500强企业宝洁、汉高、联合利华等国际化工巨头建立了战略合作关系。

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.8%	4.2%	23.8%	9.0%
营业利润	-118.2%	N.M.	397.8%	24.0%
EBITDA	-17.7%	52.4%	17.1%	10.3%
净利润	-80.1%	745.2%	-69.0%	23.4%
盈利能力				
毛利率	10.0%	13.7%	13.1%	13.2%
营业利润率	-0.5%	0.4%	1.6%	1.8%
EBITDA 利润率	7.4%	10.8%	10.2%	10.4%
净利润率	0.5%	4.3%	1.1%	1.2%
偿债能力				
流动比率	0.52	0.44	0.50	0.58
速动比率	0.37	0.32	0.38	0.47
现金比率	0.12	0.14	0.20	0.31
资产负债率	71.6%	68.7%	71.4%	73.4%
净债务资本比率	101.3%	107.6%	116.4%	115.0%
回报率分析				
总资产收益率	0.4%	2.8%	0.7%	0.8%
净资产收益率	1.7%	11.9%	3.1%	3.8%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.11	0.93	0.29	0.36
每股净资产 (元)	6.37	9.26	9.35	9.65
每股股利 (元)	0.10	0.20	0.05	0.06
每股经营现金流 (元)	0.43	1.25	2.36	2.93
估值分析				
市盈率	133.3	15.8	50.8	41.1
市净率	2.3	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	20.1	14.4	12.7	11.6
股息收益率	0.6%	1.4%	0.3%	0.4%



图表 1: 盈利预测调整

(人民币百万元)	2015E			2016E		
	调整前	调整后	变化(%)	调整前	调整后	变化(%)
主营业务收入	14,104	14,099	0%	15,435	15,372	0%
主营业务成本	12,173	12,253	1%	13,304	13,349	0%
主营业务利润	1,931	1,845	-4%	2,131	2,023	-5%
营业费用	508	493	-3%	540	523	-3%
管理费用	381	367	-4%	386	384	0%
财务费用	506	587	16%	530	647	22%
营业利润	437	259	-41%	573	314	-45%
净利润	296	153	-48%	396	189	-52%
每股盈利(元)	0.56	0.29	-48%	0.75	0.36	-52%

资料来源: 中金公司研究部

图表 2: 业绩回顾对比

	2014 1H	2014 2H	2015 1H	HoH	YoY	2015E	1H as % of FY
主营业务收入	5,673	5,719	6,669	16.6%	17.6%	14,099	47.3%
毛利	559	860	805	-6.3%	44.0%	1,676	48.0%
营业利润	-26	72	65	-8.9%	n.m.	229	28.5%
净利润	35	459	52	-88.7%	47.1%	153	33.9%
EPS(全面摊薄)	0.07	0.86	0.10	-88.7%	47.1%	0.29	33.9%
毛利率	10.8%	16.5%	13.2%	-19.9%	22.2%	13.1%	
营业利润率	-0.5%	1.3%	1.0%	-21.9%	n.m.	1.6%	
净利率	0.6%	8.0%	0.8%	-90.3%	25.1%	1.1%	

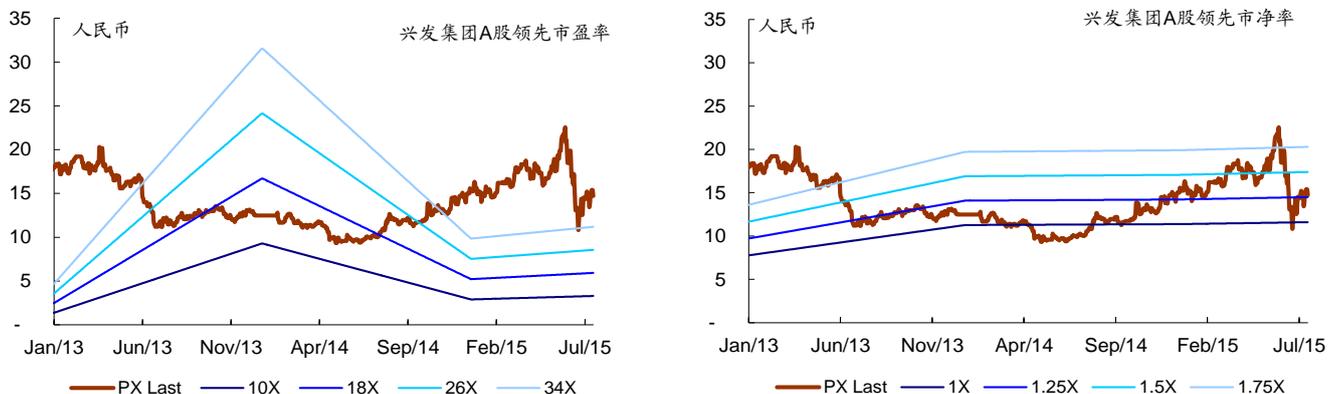
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

公司名称	代码	股价	市盈率(x)				市净率(x)			净资产收益率(%)		
			2015-8-3	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A/E	2015E
盐湖股份	000792	21.18	26	22	15	1.9	1.8	1.6	4	2	2	
华鲁恒升	600426	14.52	17	17	15	2.1	1.9	1.7	7	6	8	
冠农股份	600251	12.34	30	27	25	2.6	2.4	2.3	12	12	12	
新安股份	600596	10.05	144	25	21	1.6	1.5	1.4	8	5	5	
红太阳	000525	16.65	19	29	28	2.2	2.0	1.8	7	0	3	
扬农化工	600486	26.25	15	13	10	2.5	2.1	1.8	13	0	11	
长青股份	002391	16.70	23	17	15	2.3	2.1	1.9	10	0	11	
平均			39	21	18	2.2	2.0	1.8	9	4	7	
中间值			23	22	15	2.2	2.0	1.8	8	2	8	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、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，中金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。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

