

兴发集团

2014年业绩因非经常性原因大幅增长，维持中性评级

业绩回顾

业绩因非经常性原因大幅高于预期

兴发集团 2014 年实现营业收入 114 亿元，同比增长 4%。实现净利润 4.9 亿元，同比增长 745%，合每股收益 0.93 元，主要是由于公司完成发行购买资产后，公司全资子公司宜昌楚磷化工持有湖北泰盛 24% 股权，控股子公司湖北兴瑞化工持有金信化工 50% 股权，按公允价值计量与账面价值之间的差额约 4.12 亿元计入当期投资收益，导致 2014 年归属于上市公司股东的净利润同比大幅上升。另外，2014 年下半年磷铵价格回升，由于开工率提升产量增加，子公司宜都兴发化工有限公司磷铵项目较同期减亏较为明显。2014 年公司拟每 10 股派发现金红利 2 元。

发展趋势

磷肥供需增需继续上扬，关税调整利好国内磷肥价格。国内磷肥新增产能有限，国外方面俄罗斯、突尼斯和美国磷肥生产商因政治动荡、环保压力等问题部分 DAP 产能关闭。而去年以来巴西磷肥进口需求增加，拉动磷肥价格触底回升。随着 2015 年磷肥出口政策继续放松，关税降低为全年 100 元/吨，将进一步支撑磷肥价格。目前磷肥出口价格高于国内价，带动国内磷肥价格上涨。以当前中国港口磷铵 FOB 价格 470 美元/吨计算（汇率假设 6.16），扣除关税后价格约为 2790 元，而目前的国内价格仅为 2650 元，向国外价格靠拢仍有上升空间。

项目建设稳步进行，为公司注入新增量。公司十万吨有机硅单体将于 5 月投产，6 万吨草甘膦 9 月投产，4 万吨甘氨酸 10 月投产，另拟投资新建 1 万吨电子级硫酸项目打开国内外半导体市场。我们预计随着新项目的建成将给公司带来新的业绩增量。

盈利预测调整

由于并表内容增加，新产能释放和磷化工景气度回升，上调 15 年 EPS 到 0.56 元，上调幅度 261%，预测 16 年 EPS 0.75 元。

估值与建议

维持中性评级，目前股价对应 2014/15 年 PE 分别为 30x 和 22x。由于业绩提升，上调目标价到 18.5 元，上调幅度 48%，对应 2015/16 年 33/25x P/E。

风险

硫化工情况低迷；草甘膦市场波动；市场估值中枢下行风险。

高崢

分析师

zheng.gao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511010038

SFC CE Ref: AZD599

唐卓菁

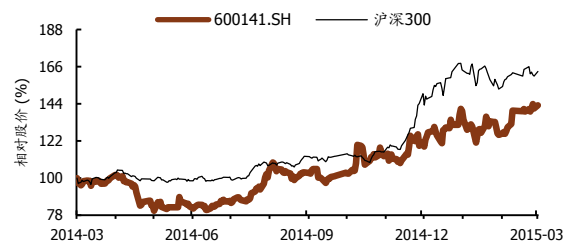
联系人

zhuojing.tang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080114090027

维持中性

股票代码	600141.SH
最新收盘价	人民币 16.58
目标价	人民币 18.50
52 周最高价/最低价	人民币 17.00~9.20
总市值(亿)	人民币 88
30 日日均成交额(百万)	人民币 201.19
发行股数(百万)	531
其中: 自由流通股(%)	45
30 日日均成交量(百万股)	12.56
主营行业	化工



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	10,934	11,392	14,104	15,435
增速	13.8%	4.2%	23.8%	9.4%
净利润	58	494	296	396
增速	-80.1%	745.2%	-40.1%	33.7%
每股净利润	0.11	0.93	0.56	0.75
每股净资产	6.36	9.24	9.60	10.25
每股股利	0.10	0.20	0.10	0.13
每股经营现金流	0.43	1.25	2.35	2.96
市盈率	150.5	17.8	29.7	22.2
市净率	2.6	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.8	11.4
股息收益率	0.6%	1.2%	0.6%	0.8%
平均总资产收益率	0.4%	2.8%	1.4%	1.8%
平均净资产收益率	1.7%	11.9%	5.9%	7.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	10,934	11,392	14,104	15,435	营业收入	13.8%	4.2%	23.8%	9.4%
营业成本	9,836	9,834	12,173	13,304	营业利润	-118.2%	N.M.	698.0%	33.4%
营业税金及附加	112	139	169	185	EBITDA	-17.7%	52.4%	21.7%	12.0%
营业费用	279	410	508	540	净利润	-80.1%	745.2%	-40.1%	33.7%
管理费用	227	312	381	386	盈利能力				
财务费用	506	627	506	530	毛利率	10.0%	13.7%	13.7%	13.8%
其他	-32	-25	0	0	营业利润率	-0.5%	0.4%	2.6%	3.2%
营业利润	-58	46	367	489	EBITDA 利润率	7.4%	10.8%	10.6%	10.9%
营业外收支	192	540	90	105	净利润率	0.5%	4.3%	2.1%	2.6%
利润总额	134	586	457	593	偿债能力				
所得税	56	47	105	136	流动比率	0.52	0.44	0.49	0.55
净利润	78	539	352	457	速动比率	0.37	0.32	0.37	0.43
少数股东损益	20	45	56	61	现金比率	0.12	0.14	0.18	0.25
归属母公司净利润	58	494	296	396	资产负债率	71.6%	68.7%	70.3%	70.7%
EBITDA	808	1,232	1,500	1,679	净债务资本比率	101.3%	107.6%	110.8%	102.9%
资产负债表					回报率分析				
货币资金	783	1,289	1,919	2,968	总资产收益率	0.4%	2.8%	1.4%	1.8%
应收账款及票据	1,287	1,192	1,476	1,615	净资产收益率	1.7%	11.9%	5.9%	7.5%
预付款项	199	162	201	220	每股指标				
存货	925	1,081	1,338	1,463	每股净利润 (元)	0.11	0.93	0.56	0.75
其他流动资产	186	369	369	369	每股净资产 (元)	6.36	9.24	9.60	10.25
流动资产合计	3,380	4,093	5,304	6,634	每股股利 (元)	0.10	0.20	0.10	0.13
固定资产及在建工程	9,329	11,936	12,394	12,817	每股经营现金流 (元)	0.43	1.25	2.35	2.96
无形资产及其他长期资产	1,463	2,925	2,865	2,808	估值分析				
非流动资产合计	11,665	15,568	15,967	16,332	市盈率	150.5	17.8	29.7	22.2
资产合计	15,046	19,662	21,271	22,966	市净率	2.6	1.8	1.7	1.6
短期借款	3,411	4,973	5,973	6,973	EV/EBITDA	21.3	15.2	12.8	11.4
应付账款及票据	1,291	2,127	2,631	2,876	股息收益率	0.6%	1.2%	0.6%	0.8%
其他流动负债	1,852	2,221	2,193	2,240					
流动负债合计	6,554	9,322	10,797	12,088					
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	14,944	16,235					
股东权益合计	3,378	4,906	5,096	5,440					
少数股东权益	895	1,175	1,231	1,292					
负债及股东权益合计	15,046	19,598	21,271	22,966					
现金流量表									
净利润	78	539	352	457					
折旧和摊销	328	534	626	660					
营运资本变动	99	795	-102	9					
其他	37	4	-93	0					
经营活动现金流	227	665	1,248	1,572					
投资活动现金流入	231	399	70	84					
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	-955	-941					
股权融资	6	8	0	0					
银行借款	6,470	5,000	5,000	5,000					
其他	-6,563	-4,659	-4,663	-4,582					
筹资活动现金流	-87	349	337	418					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-1,076	189	630	1,048					

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的开发、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。



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	12,260	14,104	15.0%	15,435	15,435	0.0%
主营业务成本	11,133	12,173	9.3%	13,304	13,304	0.0%
主营业务利润	1,127	1,931	71.4%	2,131	2,131	0.0%
营业费用	340	508	49.5%	540	540	0.0%
管理费用	245	381	55.3%	386	386	0.0%
财务费用	507	506	-0.1%	530	530	0.0%
营业利润	116	437	275.4%	573	573	0.0%
净利润	67	296	340.6%	396	396	0.0%
每股盈利(元)	0.15	0.56	261.4%	0.75	0.75	0.0%

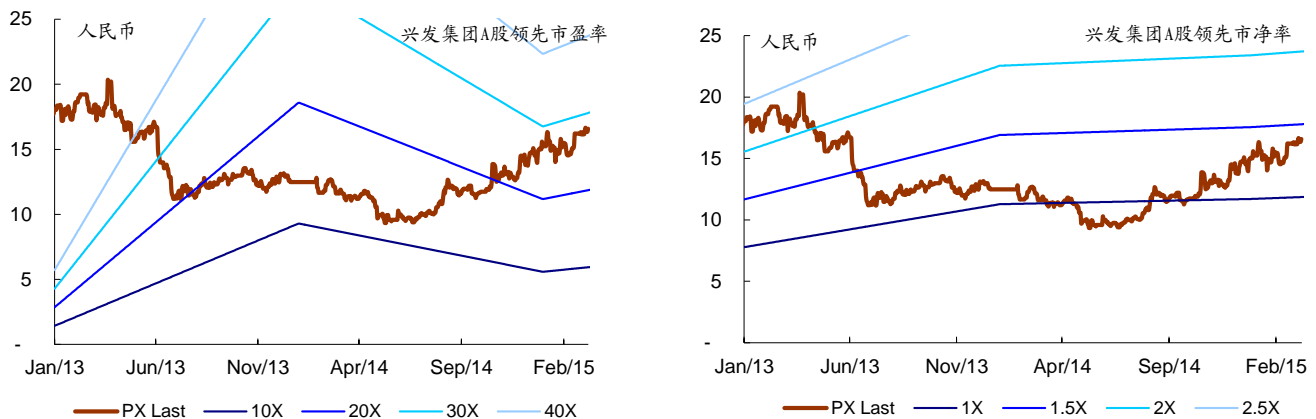
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：可比公司估值表

公司名称	代码	货币	股价	市盈率			市净率			ROA%		
				2015/3/9	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E
国内化肥/农药公司												
盐湖股份	000792	CNY	27.15	41.0	33.2	23.6	2.6	2.4	2.2	4.3	2.3	3.0
华鲁恒升	600426	CNY	11.02	21.5	15.7	14.1	1.8	6.9	7.6	7.1	6.5	7.4
冠农股份	600251	CNY	19.94	24.3	21.0	18.1	5.2	4.2	4.9	12.4	11.9	12.2
新安股份	600596	CNY	11.76	18.3	15.9	12.9	1.8	6.8	7.2	8.1	4.5	5.0
红太阳	000525	CNY	17.31	23.6	15.2	11.3	2.6	7.4	8.4	6.8	5.3	6.1
扬农化工	600486	CNY	33.62	15.3	19.8	16.2	2.5	10.3	12.1	12.6	10.7	11.0
长青股份	002391	CNY	18.43	19.8	23.6	19.0	2.0	6.7	7.5	10.1	0.0	0.0
平均				23.4	20.6	16.5	2.7	6.4	7.1	8.8	5.9	6.4
中间值				21.5	19.8	16.2	2.5	6.8	7.5	8.1	5.3	6.1

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：P/E 和 P/B 区间



资料来源：Wind，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：分析员估测未来 6~12 个月内绝对收益在 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”。

行业评级标准：分析员估测未来 6~12 个月会跑赢大盘 10% 以上的行业为“超配”、表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间的行业为“标配”、会跑输大盘 10% 以上的行业为“低配”。

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。

V140905
编辑：龙莹



北京

中国国际金融有限公司
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

Singapore

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

上海

中国国际金融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

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

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

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

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

