

兴发集团 (600141.SH)

磷肥行业景气上行, 公司业绩持续向好

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

18.27-18.5

分析师

联系人

笃慧

辛彩妮

S0740510120023

021-20315133

021-20315115

duhui@r.qlzq.com.cn

xincn@r.qlzq.com.cn

2015年5月11日

基本状况

总股本(百万股)	530.73
流通股本(百万股)	406.88
市价(元)	16.82
市值(百万元)	8926.95
流通市值(百万元)	6844

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,934.	11,391.	13,578.	15,322.	16,143.
营业收入增速	13.76%	4.18%	19.19%	12.85%	5.36%
净利润增长率	-79.37%	713.5%	-43.29%	38.13%	26.41%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.93	0.53	0.73	0.92
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	89.43	16.36	34.25	24.80	19.62
PEG	—	0.02	—	0.65	0.74
每股净资产(元)	7.76	9.24	9.57	10.30	11.22
每股现金流量	0.53	1.25	2.38	2.83	3.28
净资产收益率	1.80%	10.08%	5.52%	7.08%	8.22%
市净率	1.61	1.65	1.89	1.76	1.61
总股本(百万股)	435.39	530.73	530.73	530.73	530.73

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心观点:** 1) 15 年磷肥行业持续景气, 出口市场需求强劲, 磷肥产品价格有望保持高位坚挺, 公司磷肥业务满产满销, 成本控制趋向合理, 预计全年毛利贡献将提升 10 个百分点左右; 2) 公司具有“矿电磷一体化”的循环经济产业结构, 资源和成本优势打造公司的核心竞争力; 3) 15 年公司草甘膦、甘氨酸等新项目预计投产, 为公司带来增量收入; 4) 公司积极布局电子化学品市场, 分享电子信息产业向中国转移的“大蛋糕” 5) 公司 PB 仅为 1.73 倍, 低于磷肥行业的 PB 均值 3.3 倍, 具有估值修复空间; 且在所有的磷肥企业中, 从年初至今公司股价涨幅仅 5.71%, 远低于行业内平均涨幅 45.29%, 未来有一定的补涨需求。
- 15 年磷肥全球产能下降, 旺季关税降幅超 70%、海外需求强劲, 磷肥出口市场繁荣, 在中性预计下, 出口总量将增长 21.9%, 磷肥价格维持高位, 预计全年二铵平均价格将比 14 年高 150 元/吨左右。** 公司磷肥业务满产满销, 成本控制趋向合理, 一季度营收增长 20.7%, 净利润增长 49.5%, 主要来源于磷肥业务盈利能力的大幅提升, 预计 15 年该板块对公司业绩的贡献将至少提升 10 个百分点。
- 磷矿石资源稀缺, 公司未来磷矿石有望实现量价齐升。** 磷矿石的价格走势主要取决于磷肥市场的需求, 并具有一定的滞后性, 14 年下半年起磷肥行业回暖、需求增长, 我们认为中长期磷矿石价格具有提价预期。15 年公司与吉星化工签订投资协议框架, 意向收购吉星化工实现外延式发展, 加速推进跨区域磷矿资源的整合, 磷矿石储量和产量有望继续提高。具有“矿电磷一体化”的循环经济产业布局, 成本和资源优势是公司的核心竞争力: 1) 丰富的磷矿和水电资源使公司黄磷生产成本比原料外购企业低 18.8%; 2) 公司草甘膦具有循环经济一体化优势, 充分实现了副产品及废液的回收再利用, 成本比同行业平均水平至少低 1000 元/吨。

- **与台湾三福化工合作，积极布局电子化学品领域，提供新的利润增长点。**公司现具有 1 万吨/年的电子级磷酸产能，15 年新投建 1 万吨电子级硫酸。依托台湾三福化工的生产技术和客户资源，公司率先切入电子化学品领域，积极开发客户，预计未来将充分享受电子信息产业向中国转移带来的发展机遇。
- **草甘膦行业低迷，金帆达业绩承诺使公司免受行业低迷拖累。**15 年草甘膦供大于求现象严重，环保政策的执行力度将是草甘膦行业未来走出低谷的关键点。公司草甘膦是通过收购泰盛化学股权取得，金帆达对 14~16 年的业绩承诺保证公司利益免受行业低迷的拖累。
- **盈利预测:**预计公司 2015~2017 年的营业收入分别为 135.8 亿元、153.2 亿元、161.4 亿元，同比增长 19.2%、12.8%、5.4%；归属上市公司股东净利润分别为 2.80 亿元、3.87 亿元、4.89 亿元，同比增长-43.3%、38.1%、26.4%（由于 14 年公司净利润大部分来自于投资收益，15 年投资收益较少，所以净利润出现较大幅度下滑）。
- **投资建议:**我们预计 2015~2017 年公司的 EPS 分别为 0.53 元、0.73 元和 0.92 元。目前公司 PB 为 1.73x，低于磷肥行业的 PB 均值 3.3x，存在一定的估值修复空间；从年初至今公司股价涨幅仅 5.71%，远低于行业内平均涨幅 45.29%，未来有一定的补涨需求。公司作为国内磷化工行业龙头，“矿电磷一体化”成本优势突出，并加速向高端精细化工领域发展，行业地位和综合竞争力不断提升，相对估值给予公司 15 年 35 倍 PE，目标价 18.5 元；按 DCF 估值目标价 18.27 元。首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 18.27-18.5 元。
- **风险提示:**磷肥出口不达预期，价格下滑；磷矿石下游需求不足；电子化学品市场拓展进展缓慢；环保执行力不足，草甘膦中小产能退出不达预期。

内容目录

15 年磷肥出口增速有望超 20%，价格高位维稳	- 5 -
2015 年全球磷肥产能下滑，需求保持 1.9%的年均增速，国际竞争减小 ...	- 5 -
关税窗口期取消，旺季下调超 70%，出口议价能力大幅提升	- 6 -
海外需求持续增长，中性预测下 15 年磷肥出口量将增长 21.9%	- 7 -
出口行情刺激 15 年二铵平均价格比 14 年高 150 元/吨左右	- 10 -
受益行业景气，15 年磷肥业务将成公司一大亮点	- 11 -
以磷资源为基础，全力打造磷化工全产业链龙头	- 11 -
公司营业收入逐年增长，传统业务盈利稳定	- 12 -
“矿电磷一体化”的循环经济模式创造公司成本优势	- 13 -
公司磷矿石储量丰富，未来看好磷矿石量价齐升	- 13 -
外延式发展，公司存在进一步整合磷矿资源的预期	- 14 -
“矿电磷一体化”的循环经济产业结构，打造公司最大竞争优势	- 15 -
积极布局电子化学产品，提供新的利润增长点	- 16 -
与台湾三福化工合作，布局电子化学品市场	- 16 -
新投建电子级硫酸，进一步丰富电子级产品	- 17 -
草甘膦行情低迷持续，金帆达业绩承诺保证公司利益	- 17 -
草甘膦价格处于低谷，行业低迷将持续，未来走势看环保	- 17 -
草甘膦行情低迷，金帆达业绩承诺使公司免受行业低迷拖累	- 18 -
盈利预测、估值和投资建议	- 18 -
盈利预测假设	- 19 -
盈利预测及估值	- 19 -
相对估值	- 19 -
绝对估值	- 20 -
投资建议	- 20 -
风险提示	- 20 -
磷肥出口市场不达预期，产品价格下滑	- 20 -
磷矿石供给过剩严重，价格下滑	- 21 -
电子化学品市场开拓困难，进展缓慢	- 21 -
环保政策执行力度不足，中小企业草甘膦产能退出缓慢	- 21 -

图表目录

图表 1: 2013 年全球主要国家磷肥消费和出口情况	- 5 -
图表 2: 2015 年全球磷肥无实际新增产能（万吨）	- 5 -
图表 3: 国内磷肥关税变化情况	- 6 -
图表 4: 各国 DAP 产品的完全成本对比	- 7 -
图表 5: 二铵离岸价格和运费（美元/吨）比较	- 7 -
图表 6: 印度磷肥进口需求量变化	- 7 -
图表 7: 14 年底印度 DAP 库存处于历史最低位	- 7 -

图表 8: 2013 年印度国内磷肥进口格局	- 8 -
图表 9: 磷肥主要出口国家 FOB 报价及到印度运费	- 8 -
图表 10: 14 年巴西 MAP/TSP/DAP 进口量创新高	- 9 -
图表 11: 中国磷肥在巴西的市场占比不断提高	- 9 -
图表 12: 磷酸一铵的离岸价格及出口到巴西的运费 (美元/吨)	- 9 -
图表 13: 2015 年磷酸一铵和磷酸二铵出口量预测 (万吨)	- 10 -
图表 14: 磷酸一铵价格走势	- 11 -
图表 15: 磷酸二铵价格走势	- 11 -
图表 16: 兴发集团磷化工产业链简图	- 12 -
图表 17: 公司营业收入逐年增长	- 12 -
图表 18: 14 年, 公司归属母公司净利润大增 714%	- 12 -
图表 19: 磷矿石、黄磷相关产品贡献公司毛利 64%	- 13 -
图表 20: 14 年公司主要产品毛利率均有所改善	- 13 -
图表 21: 2014 年国内磷矿石下游应用领域分布	- 13 -
图表 22: 磷矿石价格显著滞后于磷肥价格	- 13 -
图表 23: 14 年下半年开始国际磷矿石价格开始上涨	- 14 -
图表 24: 公司磷矿石储量及产能分布	- 14 -
图表 25: 公司生产 1 吨黄磷成本比原料外购企业低 18.5%	- 15 -
图表 26: 公司草甘膦循环经济一体化产业链	- 16 -
图表 27: 公司草甘膦生产成本显著低于行业均值	- 16 -
图表 28: 电子化学品分门类产值增长情况	- 17 -
图表 29: 草甘膦价格持续下滑	- 18 -
图表 30: 可比公司估值对比	- 20 -
图表 31: 绝对估值	- 20 -
图表 32: 兴发集团分产品盈利预测	- 22 -
图表 33: 兴发集团财务报表摘要	- 23 -

15 年磷肥出口增速有望超 20%，价格高位维稳

- 磷肥是以磷为主要养分的肥料，主要包括磷酸一铵 MAP 和磷酸二铵 DAP。2014 年下半年开始，国内磷肥价格走出 3 年低谷，触底反弹，驱动此轮磷肥行情回暖的主要因素是巴西、印度等海外磷肥消费国的进口需求上涨，磷肥出口量大幅提高。根据统计局数据，2014 年国内磷酸一铵和磷酸二铵的出口总量达到 711 万吨，同比增长 57%，创历史新高，带动磷肥价格上涨，最高涨幅超过 20%。
- 展望 2015 年，我们预计磷肥出口量有望再创新高，促使产品价格高位维稳，驱动力主要来自：1) 2015 年全球无实际新增产能释放，且部分出口企业的产能出现下滑，国际竞争压力降低；2) 化肥关税政策调整，旺季关税下降超 70%，国内磷肥议价能力进一步增强；3) 出口市场印度、巴西等需求依然强劲。

2015 年全球磷肥产能下滑，需求保持 1.9% 的年均增速，国际竞争减小

- 全球磷肥需求保持 1.9% 的年均增速，印度、巴西的进口量占磷肥国际贸易的一半以上。14 年全球磷肥消费约 5700 万吨，比 13 年增长 1.4%，根据国际化肥咨询公司 Integer 的预测，2013~2017 年全球磷肥消费量保持 1.9% 的年均增速。受磷矿资源稀缺的影响，全球约 40% 的消费量是通过国际贸易实现的，巴西、印度作为主要的磷肥消费国，本国供给有限，主要依靠进口，进口量约占国际贸易总量的一半以上。
- 2015 年全球磷肥无实际新增产能投放，总产能出现下滑，国际竞争减小。中、美、北非和俄罗斯等国家是全球磷肥的主要生产国和出口国，14 年这些地区的实物产能 7504 万吨，占全球总产能的 90% 左右。根据各国磷肥项目建设规划，15 年只有摩洛哥的 45 万吨/年项目投产，且美国由于产业结构调整以及磷矿资源限制开采等因素，15 年产能比 14 年年初减少 126.5 万吨，降幅 6% 左右，北非的突尼斯受工人罢工影响，400 万吨/年的产能现处于停产状态，全球总产能下滑，国际竞争力减小。（备注：详细产能分析参见我们 2015 年 3 月 12 日磷肥投资策略报告《2015 年磷肥出口有望再创新高，短期看好春耕行情》）

图表 1: 2013 年全球主要国家磷肥消费和出口情况



来源：CRU, Katana, PotashCorp, 齐鲁证券研究所

图表 2: 2015 年全球磷肥无实际新增产能 (万吨)

地区/国家	公司	已有产能	2015年投产产能	2016年投产产能
摩洛哥	OCP	700	45	90
突尼斯	GTC	400	-	-
沙特	Ma'aden	300	-	300
约旦	JMPC	200	-	-
俄罗斯	PhosAgro	204	-	-
中国	-	3800	-	-
北美	-	1900	-126.5	-
合计		7504	-81.5	390

来源：齐鲁证券研究所

- 综上，我们认为 2015 年全球磷肥实际产能下滑，主要出口国中的美国、北非地区供给均出现减少，来自国际磷肥企业的竞争压力减小。同时，磷肥需求受益于农业的发展继续稳步增长，磷肥行业的供需格局得到改善，中国磷肥在国际贸易中具有出口报价低的优势，所以在竞争减小的背景下，我们看好 15 年中国磷肥出口面临的上行机会。

关税窗口期取消，旺季下调超 70%，出口议价能力大幅提升

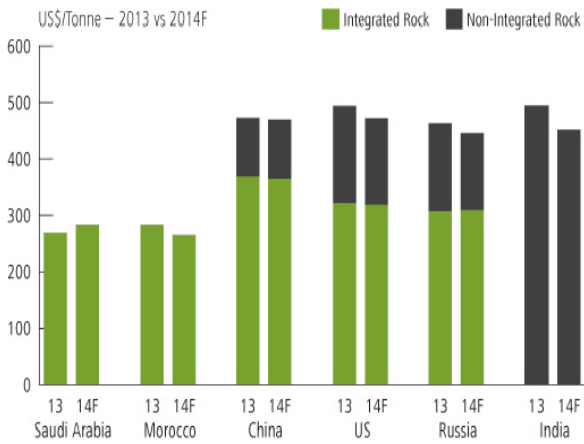
- 长期以来中国实行季节差异的磷肥出口政策，旺季执行较高关税来抑制出口。从 2015 年起，磷肥出口关税取消淡旺季差异，磷酸一铵 (MAP)、磷酸二铵 (DAP) 全年的出口关税统一调整为 100 元/吨。按照 MAP (55% 粉状)、DAP (64% 颗粒) 的出厂价格为 2000 元/吨、2900 元/吨计算，2015 年旺季 MAP 和 DAP 的出口关税将比 2014 年分别降低 71%、79%。

图表 3: 国内磷肥关税变化情况

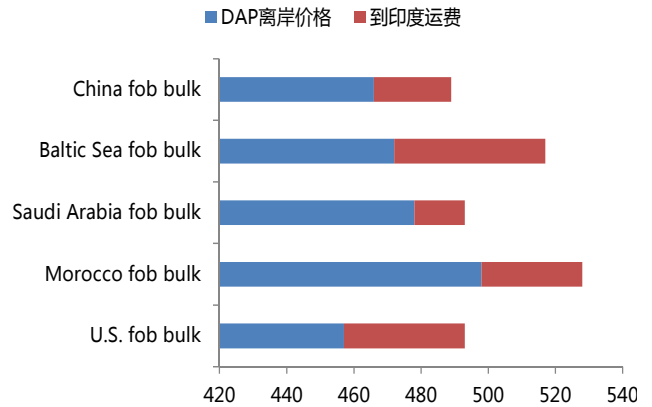
		DAP			MAP			
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	
出厂价 (元/吨)		2900			2000			
旺季	时间	1月1日~5月15日&10月16日~12月31日			1月1日~5月15日&10月16日~12月31日			
	关税	税率为75%	15%税率+50元/吨	100元/吨	税率为75%	15%税率+50元/吨	100元/吨	
应缴关税 (元/吨)		2175	485	100	1500	350	100	
淡季	时间	5月16日~10月15日			5月16日~10月15日			
	基准价 (元/吨)	3500			3200			
	关税 (出口价格小于基准价)	5%	50元/吨	100元/吨	5%	50元/吨	100元/吨	
	关税 (出口价格大于基准价)	(1.05-基准价格/出口价格)*100%		50元/吨	100元/吨	(1.05-基准价格/出口价格)*100%		50元/吨
应缴关税 (元/吨)		145	50	100	100	50	100	

来源：齐鲁证券研究所

- 中国磷肥产品成本显著高于沙特和摩洛哥，关税降低，出口议价能力提升。我国的磷矿资源储量仅次于摩洛哥和西撒哈拉地区，总量可以满足国内需求，但由于品味不高，致使中国的磷肥企业生产成本处于顶层，比沙特等具有磷矿资源、硫资源和石油资源的中东国家成本高近 100 美元/吨。尽管成本处于劣势，但中国的磷肥出口报价最低，离岸价格 462~470 美元/吨，比沙特地区还低 10 美元/吨左右，低价策略导致国内磷肥出口的利润空间缩小，价格弹性低。关税政策调整，二铵旺季出口关税降低超 300 元/吨，中国的磷肥产品在国际市场的议价空间增强，竞争力显著提升。
- 2015 年 1~3 月国内磷肥出口量 158 万吨，同比增长 51%，关税政策取消后的作用已经显现，对后市的影响预计将持续。中国的磷肥主要出口印度、东南亚等亚洲市场，这些市场一般在 3 月份之后才陆续启动，所以随着这些国家消费旺季的到来，预计关税政策的调整将会刺激后市磷肥出口量出现更大幅度的提升。

图表 4: 各国 DAP 产品的完全成本对比


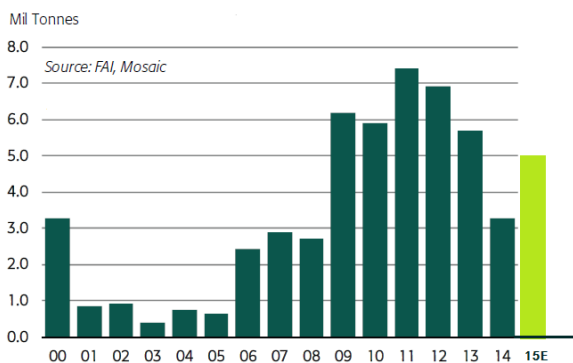
来源: CRU, PotashCorp, 齐鲁证券研究所

图表 5: 二铵离岸价格和运费 (美元/吨) 比较


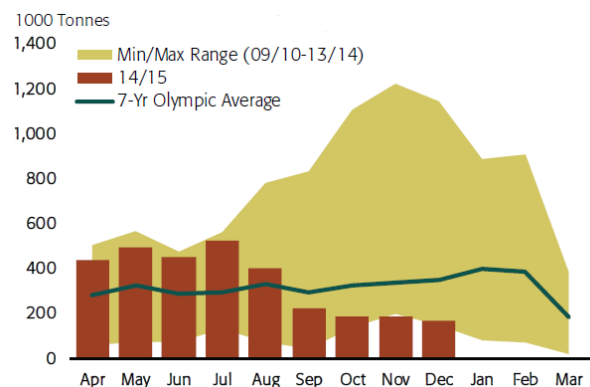
来源: 百川资讯, 齐鲁证券研究所

海外需求持续增长, 中性预测下 15 年磷肥出口量将增长 21.9%

- **2015 年海外磷肥需求继续强势增长, 中国磷肥出口量有望再创新高。** 印度、巴西等农业大国是全球磷肥的主要进口国, 经济和农业发展的需求促使这些国家的磷肥消费量逐年增长, 磷肥出口环境向好, 出口量有望再创新高。
- **15 年印度磷肥需求重启, 中国作为印度主要的磷肥供给国将充分受益其需求增长带来的增量空间。**
 - 近几年受印度化肥补贴下滑、卢比贬值以及沙特磷肥产能释放等因素影响, 印度的磷肥进口量出现大幅下滑, 14 年印度共进口 DAP 362.1 万吨, 降幅超过 30%。但根据印度化肥协会预测, 2015 年印度二铵进口需求约 500 万吨, 同比增长 38%; 一铵进口需求量约 400 万吨, 印度磷肥进口需求将重新启动。**印度磷肥市场重启、需求强劲的动力来源:** 1) 15 年印度新的化肥补贴政策增加了对磷肥的补贴, 从 14 年度的 3.33 亿美元涨到 3.62 亿美元, 涨幅 8.7%, 这是近 4 年来的首次提高补贴; 2) 2014 年 12 月份印度国内 DAP 的库存仅为 16.8 万吨, 比 13 年同期的 66 万吨低 75%, 处于历史最低位, 具有较强的补库需求。

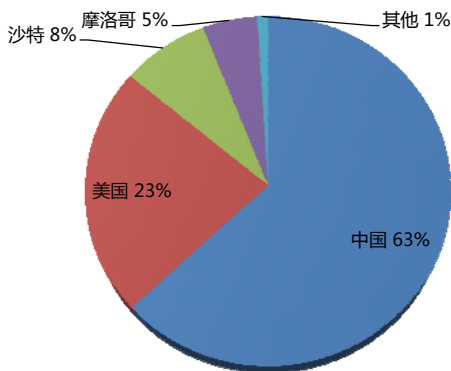
图表 6: 印度磷肥进口需求量变化


来源: FAI, Mosaic, 齐鲁证券研究所

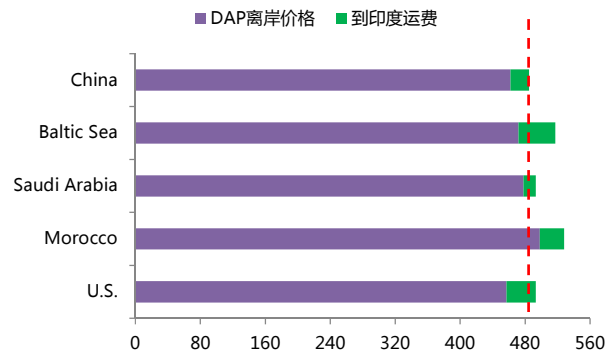
图表 7: 14 年底印度 DAP 库存处于历史最低位


来源: IFA, Mosaic, 齐鲁证券研究所

- **中国将充分受益印度磷肥需求增长带来的增量空间。**中国、美国、沙特是印度主要的磷肥供应国，13年三国磷肥在印度进口市场的份额分别为63%、23%和8%。14年受沙特磷肥产能的释放以及印度进口量的减少，印度仅从中国进口156.27万吨DAP，占印度进口总量的43%，份额下降20%，但我们认为**2015年该份额将至少与14年持平，而且大概率会提升，主要是因为：**1) 美国磷肥产能不断退出，出口量逐年下滑，14年前10个月磷铵出口总量190万吨，同比下滑9%，15年有100多万吨的产能退出，而且美国出口印度的海运费用36美元/吨远高于中国和沙特等亚洲国家，在总产能降低的情况下，美国的出口预计将更多的集中于拉美等市场，所以预计全年对印度的出口量将继续下滑；2) **产能瓶颈和价格制约了沙特在印度市场的份额扩张。**沙特凭借成本和运费低的优势成为中国在印度市场最大的竞争对手，目前沙特Ma'aden公司正在争取印度2015-16年度70万吨二铵的长约合同，但15年沙特国内磷肥的总产能仅300万吨，出口印度的到岸价格比中国高10美元/吨左右，产能瓶颈和价格制约了沙特在印度市场的份额扩张；3) **中国作为印度磷肥传统的出口国，具有价格优势和市场基础，将充分受益印度新增需求带来的增量空间。**中国出口印度的磷肥报价最低，且具有广泛的市场基础，15年一季度中国依旧是印度主要的磷肥进口国，据统计3~4月印度磷酸二铵计划到货量为48.3万吨，其中44万吨货源来自中国，所以我们有理由判断15年中国磷肥的市场份额将大概率超过14年的43%。

图表 8: 2013 年印度国内磷肥进口格局


来源: Fertecon, 齐鲁证券研究所

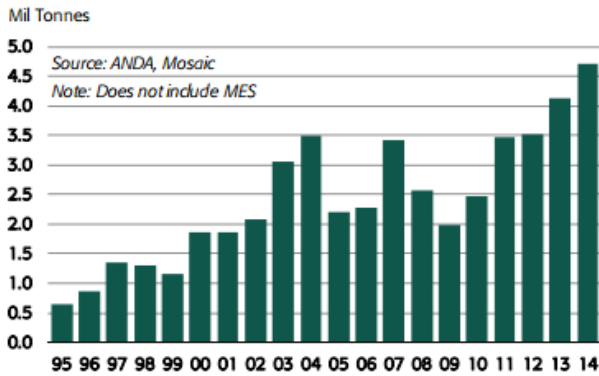
图表 9: 磷肥主要出口国家 FOB 报价及到印度运费


来源: 百川资讯, 齐鲁证券研究所

- **巴西农业范围持续扩大，磷肥需求继续增长，对中国的进口量有继续增长的空间。**
- 巴西对农业的重视和农业范围的持续扩大，加速了对磷肥的需求量，根据 Fertecon 数据显示，2014 年巴西全年进口磷肥 471.9 万吨，比 2013 年增长 14%，中国磷肥在巴西进口市场的比例由 13 年的 7% 提升到 14 年的 15%。根据巴西地理和统计局预测，2015 年巴西粮食产量可达 1.98 亿吨，同比增长 2.5%，将创历史新高，其中对磷肥需求较大的大豆涨幅约 9%，所以我们预计 2015 年巴西磷肥

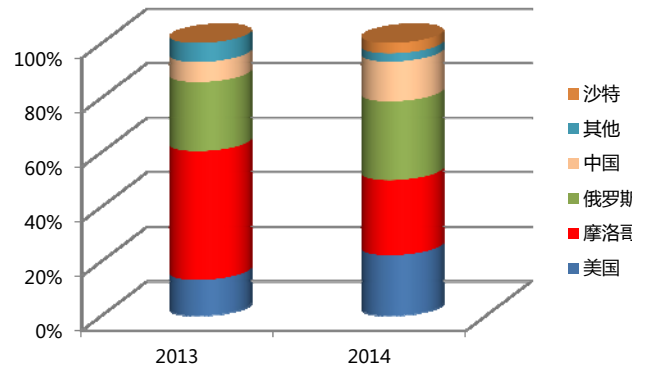
的进口需求量将会继续攀升。

图表 10: 14 年巴西 MAP/TSP/DAP 进口量创新高



来源: ANDA, Mosaic, 齐鲁证券研究所

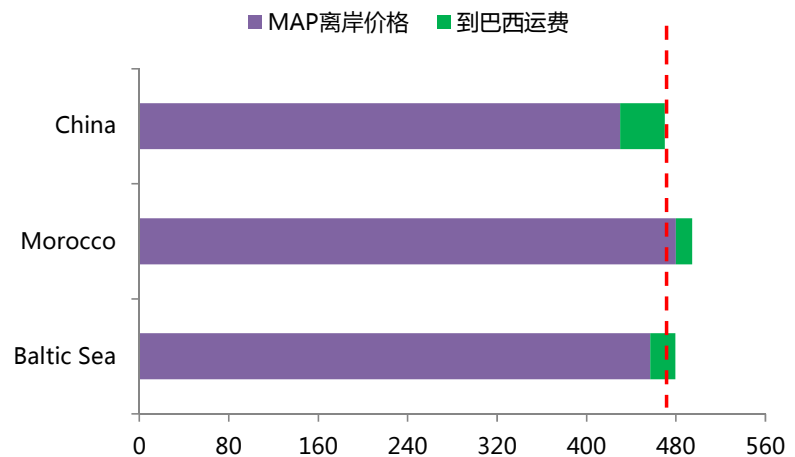
图表 11: 中国磷肥在巴西的市场占比不断提高



来源: ANDA, Mosaic, 齐鲁证券研究所

- 中国凭借价格优势将有可能继续维持其在巴西的市场份额。得益于国内出口政策的宽松，中国磷肥在巴西进口市场的份额由 2013 年的 7% 提高至 15%。在巴西市场，中国一铵相对于其他出口国具有报价低的优势，15 年 1~2 月巴西一铵进口量达到 25.1 万吨，创 2004 年以来新高，其中 4.1 万吨来自中国，占比 16.3%。而且国内交易价格远低于一铵的离岸价格，对国内生产企业来讲出口的吸引力更强，所以国内企业也在积极的争取更多的出口订单，我们预计 2015 年中国一铵将能够维持其 14 年的市场份额。

图表 12: 磷酸一铵的离岸价格及出口到巴西的运费 (美元/吨)



来源: 百川资讯, 齐鲁证券研究所

- 东南亚、巴基斯坦等新兴市场不断开拓。2014 年中国磷肥出口格局改变印度一支独大的局面，出口超过 40 个国家，新兴市场的开拓成为亮点。新兴市场正处于经济和农业迅速发展的阶段，化肥缺口依然很大，巴基斯坦、马来西亚、孟加拉国、菲律宾等部分国家均采用 100% 补贴农民

的形式鼓励农民多用肥。根据金银岛估计，巴基斯坦 2015-16 肥年总进口量将在 90 万吨，与 2014-15 年进口量大致持平。孟加拉国也同时证实在第二、三季度将采购 40 万吨二铵，所以我们认为在国家“走出去”发展战略的带动下，预计 2015 年对东南亚等新兴市场的出口量将稳步增加。（备注：中国主要出口市场的详细分析参见我们 2015 年 3 月 12 日磷肥投资策略报告《2015 年磷肥出口有望再创新高，短期看好春耕行情》）

- 综合考虑关税政策以及进口国的供需情况，我们对 15 年磷肥的出口量做悲观、中性和乐观预测，认为 2015 年国内磷肥出口量有望再创新高。在中性预估下，2015 年国内磷肥的出口总量可以达到 866 万吨，同比增长 21.9%。假设 2015 年的表观消费量与 14 年一致，那么 15 年一铵和二铵的产能利用率分别为 80.7%、84%，比 14 年提高 1.9% 和 6.2%，行业景气向上趋势确定，特别是磷酸二铵产品弹性更大。（备注：具体测算假设的详细分析参见我们 2015 年 3 月 12 日磷肥投资策略报告《2015 年磷肥出口有望再创新高，短期看好春耕行情》）

图表 13: 2015 年磷酸一铵和磷酸二铵出口量预测 (万吨)

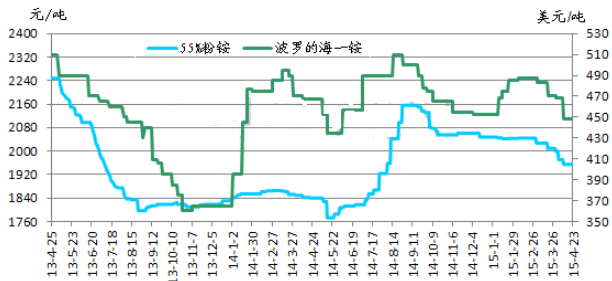
	DAP						2015E		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	乐观	保守	悲观
产能	1313	1576	1830	1850	1950	1950	1950	1950	1950
产量	1044	1171	1289	1460	1544	1516	1785	1638	1550
表观消费量	880	814	897	1083	1184	1051	1051	1051	1051
出口量	207	399	402	393	382	488	756.8	610.2	521.7
yoy	153.8%	92.4%	0.7%	-2.1%	-2.9%	27.8%	55.1%	25%	7%
产能利用率	79.5%	74.3%	70.4%	78.9%	79.2%	77.8%	91.5%	84.0%	79.5%
	MAP						2015E		
产能			1490	1650	1750	1750	1750	1750	1750
产量	835	1134	1279	1328	1168	1378	1490	1412	1367
表观消费量	786	1043	1193	1269	1097	1156	1156	1156	1156
出口量	49.63	93.50	86.48	59.48	70.92	222.54	333.81	255.92	211.41
yoy	-51.2%	88.4%	-7.5%	-31.2%	19.2%	213.8%	50.0%	15%	-5%
产能利用率			85.8%	80.5%	66.7%	78.8%	85.1%	80.7%	66.0%
出口量合计	257	492	488	453	453	711	1091	866	733
yoy	40.2%	91.6%	-0.8%	-7.2%	0.0%	56.9%	53.5%	21.9%	3.2%

来源：齐鲁证券研究所

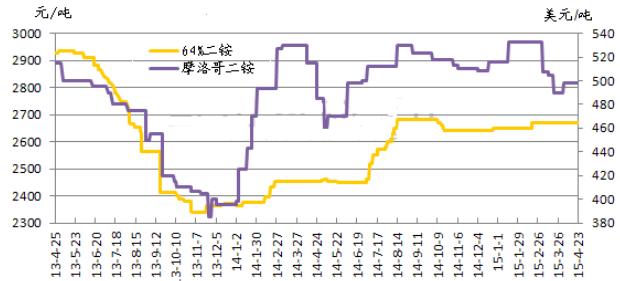
出口行情刺激 15 年二铵平均价格比 14 年高 150 元/吨左右

- 15 年磷肥价格有望高位维稳。磷肥价格从 2014 年下半年开始出现反弹，全年 64% 二铵出厂均价 2537.5 元/吨，比 13 年降低 2.23%。我们认为 15 年磷肥出口有望延续 14 年景气回暖的行情，出口总量可能再创新高，从而对价格形成强烈支撑。根据市场反馈，目前国内春耕备肥已经结束，但磷肥价格依旧高位坚挺，一季度 64% 二铵的出厂均价为 2662 元/吨，比去年同期高 262 元/吨（去年同期 2400 元/吨），一铵价格尽管目前出现了小幅下滑，但一季度平均出厂价依旧比去年同期高 118 元/吨（一季度 55% 一铵平均出厂价 2018 元/吨）。目前大型磷肥企业的出口签单充

足，部分企业船期已经排到 5 月份，出口市场繁荣对价格高位维稳形成强烈支撑。综合考虑季节性因素、成本支撑作用及历史价格波动规律，我们预计 2015 年一铵和二铵的均价将呈现上升的趋势，二铵的出厂均价预计在 2700 元/吨左右。

图表 14: 磷酸一铵价格走势


来源：百川资讯，齐鲁证券研究所

图表 15: 磷酸二铵价格走势


来源：百川资讯，齐鲁证券研究所

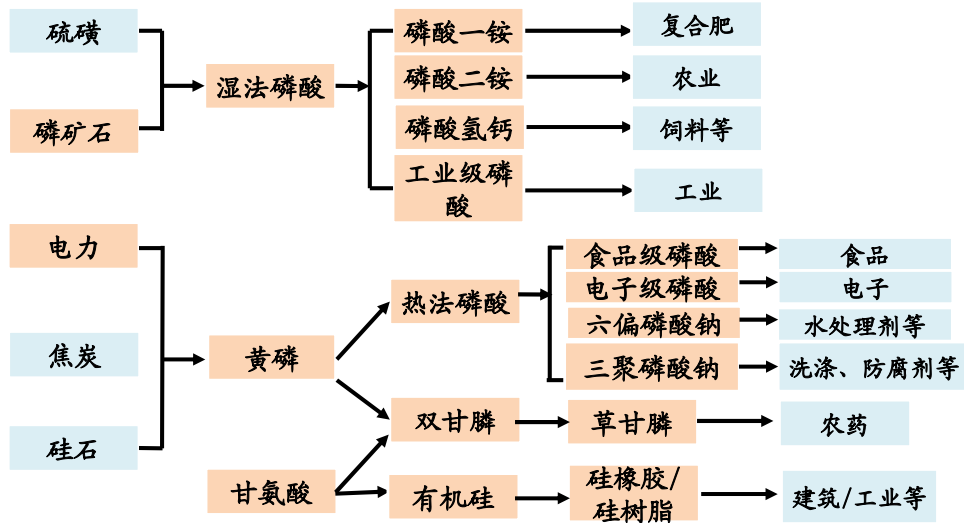
受益行业景气，15 年磷肥业务将成公司一大亮点

- 公司磷肥满负荷生产，磷肥业务对公司盈利影响作用大。**公司 60 万吨磷肥项目（磷酸二铵 40 万吨，磷酸一铵 20 万吨）于 2013 年 5 月达产。尽管公司是磷肥行业的新进者，但公司自有品牌“富磷”、“葛洲坝”、“兴发”，市场认可度高，在东三省市场具有较高的品牌效应。2014 年，公司磷酸一铵和磷酸二铵的产量分别为 14.41 万吨和 37.11 万吨，销量为 14.11 万吨和 44.56 万吨，产销率超过 100%，毛利贡献占公司的 6%。**按照公司磷肥销量 60 万吨计算，磷肥价格每上涨 100 元/吨，可以增厚公司 EPS 0.1 元**，而公司 14 年扣非后的每股收益仅 0.08 元，所以磷肥价格后市的高位坚挺将大幅提振公司业绩。
- 磷肥业务预计将成为公司 15 年业绩的一大亮点。**15 年公司一季度实现营业总收入 28.55 亿元，同比增长 20.7%，归属上市公司股东净利润 2218.57 万元，同比增长 49.5%，业绩增长的主要动力是磷肥行业景气回升，公司磷肥成本控制合理，价格和产销量均实现增长，使公司的综合毛利率由 13.7%提升到 14.9%。春耕备肥已结束，公司目前主要执行出口订单，待发量 2 万吨多，后续订单还在商谈中，预估该板块全年对毛利的贡献占比将比 14 年至少 10 个百分点左右。

以磷资源为基础，全力打造磷化工全产业链龙头

- 兴发集团是国内磷化工行业的龙头企业，具有完善的磷化工产业链。**公司依托丰富的磷矿石资源储量，不断布局延伸下游相关产业，经营产品包括上游磷矿石，中游黄磷、磷酸，下游磷酸盐、磷肥、草甘膦、电子级磷酸等。公司现具有磷矿石设计产能 530 万吨/年，磷酸盐产能 40 万吨/年，磷肥产能 60 万吨/年，草甘膦产能 7 万吨/年等，15 年还将有 6 万吨/年草甘膦、4 万吨/年甘氨酸和 10 万吨/年有机硅投产，产业布局不断完善，努力打造具有循环经济一体化特点的磷化工全产业链龙头。

图表 16: 兴发集团磷化工产业链简图



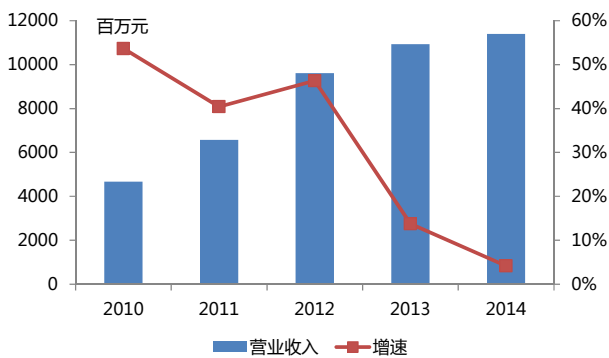
注：红色背底标注为公司已经量产产品

来源：齐鲁证券研究所；

公司营业收入逐年增长，传统业务盈利稳定

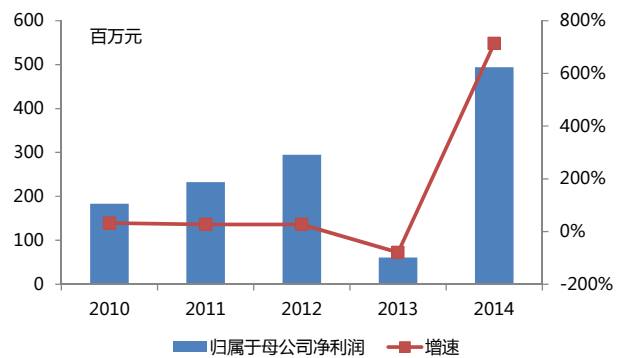
- 公司营业收入逐年增长，14 年投资收益是业绩亮点。过去几年，受益于公司产品规模的不断扩大，公司主营业务收入持续增长，2014 年营业收入 114 亿元，同比增长 4.2%。2014 年公司净利润 4.94 亿元，同比增长 714%，这主要是公司在增发收购湖北泰盛 51% 股权时，对原持有的湖北泰盛 24% 股权及湖北兴瑞对金信公司 50% 股权按公允价值确认投资收益，共增加其他投资收益 4.38 亿元。

图表 17: 公司营业收入逐年增长



来源：WIND，齐鲁证券研究所

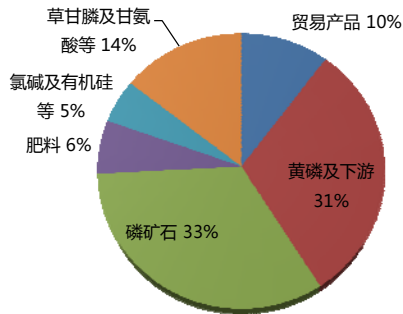
图表 18: 14 年，公司归属母公司净利润大增 714%



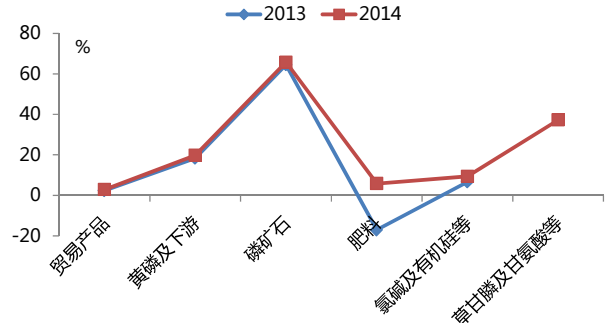
来源：WIND，齐鲁证券研究所

- 磷矿石、黄磷及其下游是公司稳定的盈利来源，14 年肥料业务扭亏为盈。磷矿石是公司稳定持续的盈利来源，毛利率一直稳定在 65% 左右，2014 年为公司贡献 33% 的毛利。黄磷及其下游主要包括工业级和食品级六偏磷酸钠、三聚磷酸钠，盈利能力比较稳健，毛利率保持在 20% 左右。2014 年磷肥海外需求复苏，加上公司磷肥项目自 13 年投产后，设备运行和

成本控制达到理想水平，该项目实现扭亏为盈，毛利率达 5.8%（2013 年为-17.1%），为公司贡献 9202 万元毛利，占比 6%。

图表 19: 磷矿石、黄磷相关产品贡献公司毛利 64%


来源: WIND, 齐鲁证券研究所

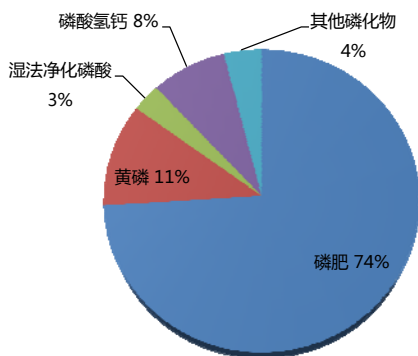
图表 20: 14 年公司主要产品毛利率均有所改善


来源: WIND, 齐鲁证券研究所

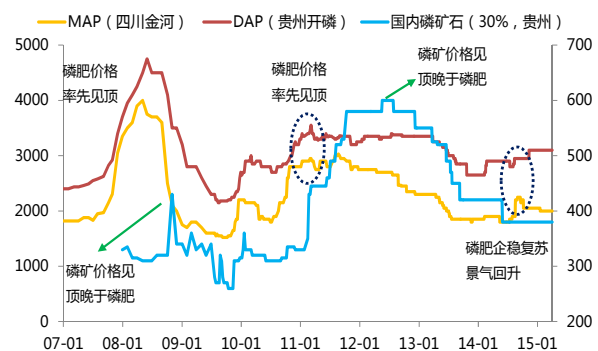
“矿电磷一体化”的循环经济模式创造公司成本优势

公司磷矿石储量丰富，未来看好磷矿石量价齐升

- 磷肥市场需求量是磷矿石市场行情的晴雨表，但滞后于磷肥行情。由于磷矿石 70%以上都是用于生产磷肥，磷肥对磷矿石价格的承受能力决定磷矿石价格的上涨空间，因此磷肥行业的景气度很大程度上决定了磷矿石行业走势，但分析历史数据发现磷矿石的价格走势明显滞后于磷肥。2007 年以后磷矿石的两次主要趋势均是磷肥价格先于磷矿石变动并达到峰值。2008 年、2011 年磷肥价格见顶，磷矿石价格分别于 6 个月、14 个月后果见顶。本轮磷肥行业景气回升，磷肥价格上涨，但磷矿石价格平稳，预计未来磷矿石价格将可能出现触底反弹。

图表 21: 2014 年国内磷矿石下游应用领域分布


来源: 卓创资讯, 齐鲁证券研究所

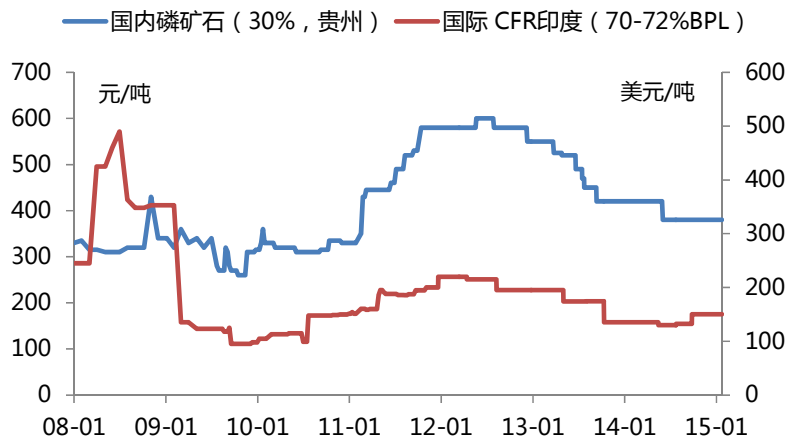
图表 22: 磷矿石价格显著滞后于磷肥价格


来源: 百川资讯, 齐鲁证券研究所

- 磷矿石价格中长期看涨，公司具有规模和产量优势。除磷肥行业景气回

暖对磷矿石价格的促进作用外,国内磷矿石价格上涨的其他动力还有:1)国内外磷肥价差的存在;2)磷矿石品味不断降低,开采成本上升;3)磷矿属于不可再生资源,国内磷矿石可开采年限不足50年,资源稀缺性凸显。国际磷矿石价格从14年下半年开始受磷肥需求回升的影响开始出现上涨,目前国际磷矿石(P₂O₅ 33%)的价格150美元/吨,而国内同等品味的磷矿石价格仅500元/吨左右,是国际磷矿石价格的一半左右,巨大价差可能推动国内磷矿石价格出现上涨态势。另外,磷矿石品味降低程度比较严重,30%以上的高品位矿逐渐枯竭,中低品位的资源储量也日益稀缺。开采边际成本不断提高及各省对磷矿石开采管理更加严格也将促进磷矿石资源价格的长期看涨。

图表 23: 14 年下半年开始国际磷矿石价格开始上涨



来源: 百川资讯, 齐鲁证券研究所

外延式发展, 公司存在进一步整合磷矿资源的预期

- **公司磷矿石资源储量丰富, 未来储量有望翻番。**目前公司的磷矿石储量为 1.94 亿吨, 另外瓦屋四矿段处于探转采阶段、后坪矿山还处于探矿阶段, 两个矿区规模较大, 未来公司磷矿石储量有望翻番。2014 年公司磷矿石产量 608 万吨, 占湖北省磷矿总产量的 20% 左右。瓦屋地区磷矿石已经处于开采审批阶段, 同时考虑 15 年磷肥需求向好, 预计公司未来几年磷矿石产量将会有显著提高。

图表 24: 公司磷矿石储量及产能分布

矿区	储量 (万吨)	产能 (万吨)	备注
兴山县	5567	175	
武山	1767	50	
枫叶化工	5924	205	
保康	6155	100	
合计	19413	530	
后坪			探矿阶段
瓦屋四矿段			探转采阶段

来源: 齐鲁证券研究所

- **与吉星化工签署投资框架协议, 外延式发展, 推动公司磷化工产业跨区**

域整合。公司 2015 年公告与远安县人民政府、宜昌吉星投资有限责任公司、湖北宜都新森源投资有限公司签署了投资框架协议书，意在收购湖北吉星化工集团有限责任公司股权。吉星化工具有年产黄磷 25000 吨、阻燃剂 8000 吨等的生产规模，同时持有湖北宜安联合实业有限责任公司（其拥有湖北省远安县杨柳磷矿区麻坪矿段探矿权）26%的股权，收购完成后，公司及吉星化工将参与远安县内磷矿资源整合，合法取得黄柏池、梁坪等磷矿的探矿权和开矿权，推动公司磷化工产业跨区域重组整合，争取远安县内优势磷矿资源，做大做强公司磷化工产业，进一步巩固公司在磷化工行业的主导地位。

- **靠近磷肥生产企业，磷矿石销售有稳定优质的客户。**湖北地区也是国内主要的磷肥生产地区之一，由于磷肥的生产需要两种不同品质（所含杂质不同）的磷矿进行 1:1 配矿生产，所以具有磷矿资源的磷肥企业一般也需要外购磷矿石。公司是湖北地区最早从事磷矿石开采的企业，开采经验丰富，磷矿石供应稳定，新洋丰、湖北宜化、湖北祥云等大型磷复肥企业均采购公司的磷矿石，客户资源稳定，具有较强的竞争优势。目前公司的磷矿石开采成本 75 元/吨，毛利率高达 65%以上，是公司稳定的盈利收入来源。

“矿电磷一体化”的循环经济产业结构，打造公司最大竞争优势

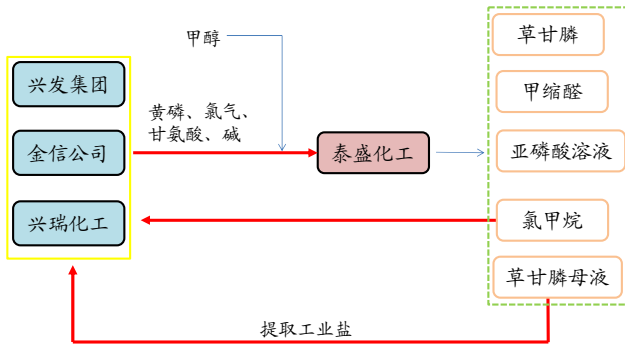
- **“磷电矿一体化”的循环经济模式是公司恒久发展的最大竞争优势。**公司地处磷矿和水电资源丰富的湖北宜昌，丰富的磷资源储量和水电资源为公司下游磷酸盐等产品的生产提供原材料，公司的黄磷生产成本远低于同行业平均值；同时公司不断完善磷化工产业链，实现循环经济一体化发展，草甘膦的生产成本也处于行业最低水平，资源和循环经济打造公司最大的成本优势。
- **丰富的磷矿和水电资源使公司黄磷生产成本比原料依靠外购的企业低 18.5%。**黄磷属于资源型、高能耗产品，电力和磷矿石是构成黄磷的最主要的生产成本，占 70%以上，平均每生产一吨黄磷，需要焦炭 2 吨、磷矿石 10 吨，耗电 14000 度，公司具有 10.25 万吨/年的黄磷产能。公司磷矿石储量丰富并靠近长江，自建 15 万千瓦的水电装机容量，年发电量 4~5 亿千瓦时，可以满足公司 60%的用电需求，每度电的成本约为 0.25 元左右，公司生产一吨黄磷的成本不到 10000 元，比磷矿石和电力资源依靠外购的企业成本低 18.8%。

图表 25：公司生产 1 吨黄磷成本比原料外购企业低 18.5%

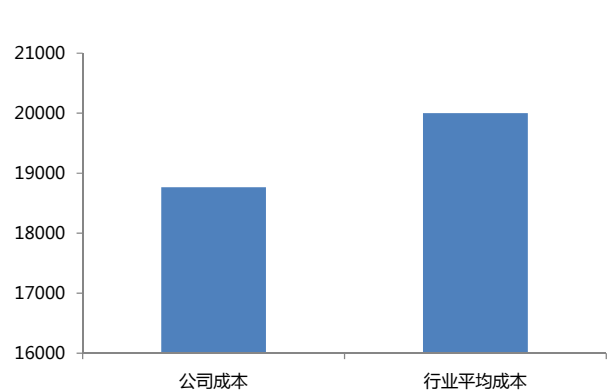
	磷矿石	焦炭	电力	其他	总计
单耗	10吨	2吨	17000千瓦时		
原料外购企业					
单价	200元/吨	880元/吨	0.4947元/千瓦时		
成本（元）	2000	1760	7421	800	11981
兴发集团					
单价	75元/吨	880元/吨	0.25元/千瓦时		
原料外购比例	40%	100%	40%		
成本（元）	1250	1760	5914	800	9724

来源：齐鲁证券研究所

- **草甘膦具有循环经济一体化优势,成本比同行业平均至少低 1000 元/吨。**
 - **循环生产是草甘膦行业实现成本控制的关键。**公司在 2014 年收购泰盛化工之后,成为国内少数实现循环经济一体化的草甘膦生产企业。公司采用甘氨酸法生产草甘膦,该方法在产出草甘膦的同时会产生大量副产物,主要包括氯甲烷、甲缩醛等,副产物的利用增值是目前甘氨酸路线草甘膦原药在生产成本方面竞争力的主要体现。泰盛化工利用公司及子公司金信公司、兴瑞化工等生产的黄磷、甘氨酸、氯气和碱作为生产草甘膦的主要原材料,同时把生产的氯甲烷等输送给兴瑞化工作为生产有机硅的原材料,实现生产的循环,提高产物利用率,降低综合成本。
 - **草甘膦废液回收利用降低环保处理成本。**每吨草甘膦生产过程中会产生 4.5~5 吨的母液,其中含有大量的磷元素、高浓度重金属等有毒物质,其环保处理是草甘膦行业面临的难题。泰盛化工产生的母液由湖北悦瑞进行预处理,之后从中提取工业盐作为兴瑞化工生产碱产品的原料,不但实现了草甘膦母液的环保处理,而且通过资源回收产生效益,降低环保处理成本。
 - **公司每吨草甘膦副产品的回收价值在 2500 元左右,通过循环经济和废液回收利用,公司 14 年草甘膦不含税成本为 18763 万元/吨。**目前 A 股上市的大部分草甘膦企业大都无法完全实现副产品和废液的完全回收利用,全行业的平均生产成本在 2 万元/吨左右,公司的成本优势使其在目前行业低迷状态下仍能保持盈利。

图表 26: 公司草甘膦循环经济一体化产业链


来源: 齐鲁证券研究所

图表 27: 公司草甘膦生产成本显著低于行业均值


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

积极布局电子化学产品, 提供新的利润增长点

与台湾三福化工合作, 布局电子化学品市场

- 公司作为国内最大的磷酸盐生产企业, 在传统的三聚磷酸钠等基础产品下游逐渐饱和、毛利逐渐降低的背景下, 积极开拓下游高端精细化工产品, 提升产品附加值。公司与台湾三福化工合资组建湖北兴福电子材料有限公司, 投资建设 1 万吨/年电子级磷酸联产 2 万吨/年食品级磷酸项

目，并于 2010 年年底投产。2015 年 3 月 8 日公司投资新建 1 万吨/年电子级硫酸项目的议案。

- **国内电子级化学品起步较晚，未来将保持 10%以上的增速。**中国电子化学品起步较晚，主要依靠进口。随着下游电子相关行业向中国的转移和进口替代进程的加快，电子化学品近几年快速兴起，成为化工行业中发展最快、最具活力的行业之一，预计未来几年市场容量年均增速超过 10%。全球电子化学品市场规模约 600 亿美元，2012 年中国的市场规模已经达到 1280 亿元，且仍处于高速增长中。公司依托台湾三福化工（台湾第二大电子生产企业）的生产技术和客户资源，作为国内率先生产研究电子级磷酸的企业之一，最有可能分享电子信息产业向中国转移带来的发展机遇。

图表 28：电子化学品分门别类产值增长情况

	集成电路用化学品	平板显示器用化学品	印制电路板用化学品	新能源电池用化学品	其他领域用电子化学品	合计
2005年规模（亿元）	132.8	37.7	156.2	66.7	13.5	406.9
2012年规模（亿元）	286.6	149.5	248.9	555.1	40	1280.1
占行业比重（%）	13.3	25.5	18	80	20	
2005~2012年年均增长率（%）	11.6	21.8	6.9	35.4	16.8	17.8

来源：《电子化学市场趋势与潜力》，齐鲁证券研究所

- **液晶面板用电子级磷酸稳定产出，芯片用电子级磷酸处于市场开拓阶段。**液晶面板用电子级磷酸的纯度要求相对低，公司已具有稳定的产品供应，14 年产量 16300 吨。芯片用电子级磷酸纯度和技术壁垒高，核心技术掌握在德国、日本、台湾等少数企业手中，全球每年的需求量约 9 万吨，公司 14 年产量 900 吨，主要出于开发客户阶段。由于该产品在整个集成电路成品中所占的成本不高，但却直接影响下游产品的质量 and 稳定性，所以新产品需要通过严格的认证才能进入下游客户供货体系，客户粘性较高。目前公司主要利用台湾三福化工在该领域的行业地位及产品认可度，积极开发潜在客户，已经获得马来西亚厂商的认可，国内市场还在进一步开发中。

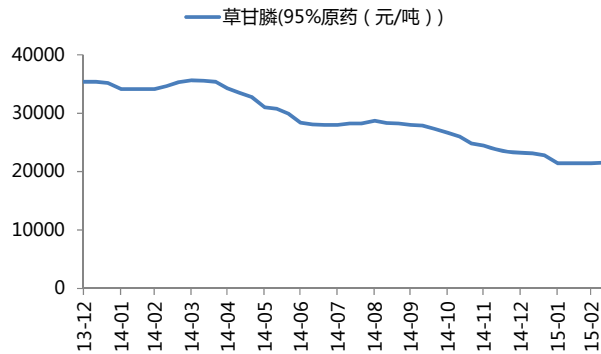
新投建电子级硫酸，进一步丰富电子级产品

- 电子级硫酸是半导体晶圆制造过程中使用量最大的化学品，主要用于硅晶片的清洗、光刻、腐蚀，印刷电路板的腐蚀和电镀清洗，全球能大规模生产电子级硫酸的公司仅有少数几家。近两年国内电子产品市场成长快速，大部分半导体晶圆代工厂都超负荷生产，国内电子级硫酸年需求量呈上涨趋势。但由于国内电子级硫酸生产尚处于起步阶段，国产电子级硫酸产品市场开拓预计短期内存在一定压力。而公司的电子级磷酸已成功进入国内外市场，为电子级硫酸的销售奠定了一定的客户基础。

草甘膦行情低迷持续，金帆达业绩承诺保证公司利益

草甘膦价格处于低谷，行业低迷将持续，未来走势看环保

- **草甘膦价格处于低谷，未来走势看环保。**全球草甘膦原药折合使用量仅 50 万~55 万吨，未来需求将继续维持 10%左右的增速，但全球总产能超过 100 万吨，供过于求，2015 年和邦股份和兴发集团共 10 万吨草甘膦将投产，产能过剩格局将更加严峻。目前草甘膦价格在 2.1 万元/吨处震荡运行，相比去年同期的 3.3 万元/吨同比大幅下滑，价格在成本线附近。草甘膦生产产生大量的废水，按照排放标准，1 吨草甘膦用在废水处理上的投入要达到 2000~4000 元，缺乏规模优势和技术优势的中小企业难以生存。草甘膦行业供过于求的局面短时间内难以缓解，但若环保政策能够严格执行（环保部门规定 2015 年底之前，基本完成对草甘膦行业的全面环保核查），产能过剩矛盾将得到一定缓解，有助于扭转行业低迷状态。公司作为首批通过环保核查的四家草甘膦企业之一（另外三家新安股份、江山化工、扬农化工），将充分受益环保从严对草甘膦行业的政策影响。

图表 29：草甘膦价格持续下滑


来源：百川资讯，齐鲁证券研究所

草甘膦行情低迷，金帆达业绩承诺使公司免受行业低迷拖累

- 2014 年 7 月，公司向浙江金帆达生化股份有限公司发行 9534 万股公司股份，收购湖北泰盛化工 51%的股权。收购之后，公司的持股比例由 24%上升为 75%。根据前两年公司草甘膦的实际销售价格价值评估 2014~2016 年的草甘膦含税单价分别为 2.72、2.8、2.9 万元/吨，金帆达承诺泰盛化工 2014~2016 年经审计的扣除非经常性损益后的净利润额 2.66 亿元、2.76 亿元、2.73 亿元，未实现部分将对上市公司进行股权补偿。目前草甘膦价格 2.1 万元/吨，远低于业绩承诺价格。
- **新投产能可能对市场形成负面影响，金帆达业绩承诺保证公司利益。**2015 年 9 月份，公司预计将有 6 万吨草甘膦投产，由于公司的草甘膦成本处于行业较低水平，新增产能可能会对产能过剩的市场形成进一步的冲击，草甘膦行情具有继续下行的风险，但金帆达的业绩承诺保证公司利益，使公司免受行业低迷的拖累。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测假设

- **磷矿石预测假设：**考虑磷肥出口市场将保持 20% 以上的增速，公司瓦屋矿区产能未来有望释放，假设公司 2015~2017 年磷矿石的销量增速分别为 20%、15%、10%，对应磷矿石销量为 532、612、673 万吨；公司磷矿石毛利率近两年稳定在 65% 左右，考虑磷矿价格上涨预期及稀缺性的不断体现，假设 2015~2017 年磷矿石的毛利率为 67%。
- **磷铵预测假设：**公司磷肥产品自 2013 年投产以来，不断改进工艺降低成本，2014 年实现扭亏为盈，全年销量 57.68 万吨（总产能 60 万吨）。公司产能较小且市场认可度高，所以我们假设公司磷肥生产继续保持超负荷生产状态，15~17 年二铵的销量为 50、50、48 万吨，一铵的销量为 16、16、15 万吨；目前春耕备肥结束，但磷铵价格依旧高位坚挺，出口市场也大幅向好，公司成本继续降低，所以我们认为 15 年磷肥价格将高位维稳，所以预计 2015~2017 年公司磷肥的毛利率将提高到 17.3%、16.6%、14.9%。
- **草甘膦预测假设：**公司 6 万吨草甘膦项目预计 15 年 9 月份投产，我们假设投产后前三年公司的草甘膦的产能利用率分别为 30%、60%、80%，则 15~17 年公司的草甘膦销量为 6.45、9.6、10.8 万吨；尽管 14 年公司毛利率达到 37.5%，但目前草甘膦行业价格处于低谷，大部分企业处于盈亏边缘，预计未来价格继续下滑的可能性不大，考虑新增产能以及环保从严等因素的影响，我们假设 2015 年~2017 年公司草甘膦的毛利率为 11%、13%、16%。

盈利预测及估值

- 预计公司 2015~2017 年的营业收入分别为 135.8 亿元、153.2 亿元、161.4 亿元，同比增长 19.2%、12.8%、5.4%；归属上市公司股东净利润分别为 2.80 亿元、3.87 亿元、4.89 亿元，同比增长-43.3%、38.1%、26.4%（由于 14 年公司净利润大部分来自于投资收益，15 年投资收益较少，所以净利润出现下滑）。

相对估值

- 公司所处磷肥行业，国内上市的企业主要有云天化、新洋丰、司尔特、湖北宜化、六国化工，过去几年行业处于低谷，14 年下半年开始回暖，部分企业扭亏或盈利得到改善。目前公司市值不到 100 亿元，PB 仅为 1.73 倍，低于磷肥行业的 PB 均值 3.3 倍，也低于化工板块的 4.3 倍，存在一定的估值修复空间，且在所有的磷肥企业中，从年初至今公司股价涨幅仅 5.71%，远低于行业内平均涨幅 45.29%，未来有一定的补涨需求。我们预计公司 15~17 年 EPS 分别为 0.53 元、0.73 元和 0.92 元。当前股价对应的 15 年市盈率是 31 倍，考虑公司业绩上涨的持续性，以及公司的行业地位、资源品属性及未来发展战略，给予公司 35 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 18.5 元。

图表 30: 可比公司估值对比

	代码 公司简称	600141 兴发集团	600096 云天化	000902 新洋丰	002538 司尔特	000422 湖北宜化	600470 六国化工	行业均值
收盘价(元)	2015/5/10	16.11	14.04	26.30	12.49	8.56	10.90	-
市值(亿元)		85.50	158.52	158.27	73.94	76.86	56.85	-
EPS	2014	1.04	-2.29	1.09	0.49	0.04	-0.40	-
	2015E	0.53	0.14	1.18	0.49	0.23	NA	-
	2016E	0.73	0.53	1.47	0.64	0.36	NA	-
	2017E	0.92	1.18	1.70	0.78	0.00	NA	-
PE	2014	15	-6	24	25	245	-27	52
	2015E	31	99	22	25	38	NA	46
	2016E	22	26	18	19	24	NA	22
	2017E	17	12	15	16	NA	NA	14
PB		1.73	2.85	5.44	4.13	1.25	2.84	3.30
年初至今涨幅 (%)		5.71	16.13	67.09	64.56	14.29	64.40	45.29
ROE(%)	2014	10.08	-46.72	20.89	8.15	0.51	-10.27	-5.49
ROIC(%)	2014	7.29	-0.38	19.98	6.15	4.05	-3.33	5.29

来源: WIND, 齐鲁证券研究所

绝对估值

- 基本假设: 无风险利率 3.5%, 风险溢价 5.5%; 行业 Beta 为 0.72; 永续增长率为 5%。DCF 绝对估值的结果为每股价值为 18.27 元。

图表 31: 绝对估值

II、DCF估值 (FCFF, WACC)

每股价值	18.27	TV增长率	5.0%
隐含P/E	34.59	WACC	7.48%
企业值	20,888.63	债务	10,017.18
		投资	1,593.86
股票价值	9,696.64	少数股东权益	1,174.81

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源: 齐鲁证券研究所

投资建议

- 结合绝对估值和相对估值结果, 给予公司目标价 18.27-18.5 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

磷肥出口市场不达预期, 产品价格下滑

- 由于中国的磷肥产品生产成本处于全球最顶端，如果沙特、北非等出口贸易国家采取降价打压政策，中国的磷肥出口将会受到重挫，可能造成出口量减少的结果。
- 2015 年磷肥原材料价格相对疲软，对磷肥价格的支撑作用有限，如果需求市场不理想，则磷肥价格可能出现下滑的风险。

磷矿石供给过剩严重，价格下滑

- 磷肥行业需求回暖，对磷矿石的需求上升，部分磷矿石生产企业可能会加大对磷矿石的开采力度，从而造成行业整体产能过剩严重，恶性竞争加剧，价格出现下滑风险。

电子化学品市场开拓困难，进展缓慢

- 由于电子化学品生产企业对原材料的要求较高，大部分需要通过认证才能进入其供应链体系，目前国内企业主要依靠进口原材料。公司作为国内较早从事电子级磷酸和电子级硫酸研究、生产的企业，在市场开拓方面存在技术研发、认证、质量稳定等一系列考验，客户开发过程存在不确定性。

环保政策执行力度不足，中小企业草甘膦产能退出缓慢

- 草甘膦行业是污染较重的行业，环保的执行力度直接决定了行业的供需格局。按照环保部门的规定 2015 年底之前，基本完成对草甘膦行业的全面环保核查，如果政策执行力度不足，行业产能持续增长，恶性竞争将可能使行业继续低迷。

图表 32：兴发集团分产品盈利预测

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
磷矿石							
销售收入	550.89	823.48	754.32	737.79	957.60	1,162.80	1,278.70
增长率 (YOY)	54.25%	49.48%	-8.40%	-2.19%	29.79%	21.43%	9.97%
毛利率	80.94%	80.41%	64.52%	65.84%	67.00%	67.00%	67.00%
销售成本	105.00	161.32	267.63	252.03	316.01	383.72	421.97
增长率 (YOY)	11.36%	53.64%	65.90%	-5.83%	25.39%	21.43%	9.97%
毛利	445.89	662.16	486.69	485.76	641.59	779.08	856.73
增长率 (YOY)	69.63%	48.50%	-26.50%	-0.19%	32.08%	21.43%	9.97%
占总销售额比重	8.44%	8.64%	7.05%	6.57%	7.21%	7.71%	8.02%
占主营业务利润比重	50.15%	55.71%	47.52%	33.13%	33.74%	35.18%	35.46%
黄磷及下游产品							
销售收入	1,466.62	1,520.76	1,545.60	2,282.40	2,800.00	3,000.00	3,200.00
增长率 (YOY)	1.81%	3.69%	1.63%	47.67%	22.68%	7.14%	6.67%
毛利率	18.02%	18.51%	18.34%	19.75%	18.00%	16.00%	15.00%
销售成本	1,202.34	1,239.27	1,262.14	1,831.63	2,296.00	2,520.00	2,720.00
增长率 (YOY)	10.00%	3.07%	1.85%	45.12%	25.35%	9.76%	7.94%
毛利	264.28	281.49	283.46	450.77	504.00	480.00	480.00
增长率 (YOY)	-23.94%	6.51%	0.70%	59.02%	11.81%	-4.76%	0.00%
占总销售额比重	22.48%	15.95%	14.45%	20.31%	21.09%	19.90%	20.07%
占主营业务利润比重	29.73%	23.68%	27.68%	30.74%	26.50%	21.68%	19.87%
肥料							
销售收入	29.01	62.93	451.05	1,578.01	1,836.00	1,803.00	1,668.00
增长率 (YOY)	-15.05%	116.93%	616.75%	249.85%	16.35%	-1.80%	-7.49%
毛利率	16.27%	17.68%	-17.10%	5.83%	17.25%	16.45%	14.75%
销售成本	24.29	51.80	528.17	1,486.01	1,519.20	1,506.35	1,421.94
增长率 (YOY)	-28.21%	113.27%	919.55%	181.35%	2.23%	-0.85%	-5.60%
毛利	4.72	11.13	-77.12	92.00	316.80	296.65	246.06
增长率 (YOY)	1402.30%	135.72%	-793.15%	-219.29%	244.36%	-6.36%	-17.05%
占总销售额比重	0.44%	0.66%	4.22%	14.04%	13.83%	11.96%	10.46%
占主营业务利润比重	0.53%	0.94%	-7.53%	6.27%	16.66%	13.40%	10.18%
草甘膦及甘氨酸等							
销售收入	—	—	—	568.61	1,290.00	2,064.00	2,430.00
增长率 (YOY)	—	—	—	—	126.87%	60.00%	17.73%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	37.27%	11.00%	13.00%	16.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	356.69	1,148.10	1,795.68	2,041.20
增长率 (YOY)	—	—	—	—	221.88%	56.40%	13.67%
毛利	0.00	0.00	0.00	211.92	141.90	268.32	388.80
增长率 (YOY)	—	—	—	—	-33.04%	89.09%	44.90%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.06%	9.72%	13.69%	15.24%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	14.45%	7.46%	12.12%	16.09%
贸易产品							
销售收入	4,113.16	6,256.63	6,852.86	5,265.95	5,265.95	5,265.95	5,265.95
增长率 (YOY)	56.37%	52.11%	9.53%	-23.16%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	2.95%	2.37%	2.33%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
销售成本	3,991.82	6,108.35	6,693.19	5,115.34	5,115.34	5,115.34	5,115.34
增长率 (YOY)	55.75%	53.02%	9.57%	-23.57%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	121.34	148.28	159.67	150.61	150.61	150.61	150.61
增长率 (YOY)	80.19%	22.21%	7.68%	-5.68%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	63.03%	65.63%	64.07%	46.86%	39.66%	34.94%	33.03%
占主营业务利润比重	13.65%	12.47%	15.59%	10.27%	7.92%	6.80%	6.23%
其他							
销售收入	365.75	869.32	1,092.10	804.63	1,128.63	1,776.63	2,100.63
销售成本	312.91	783.70	920.62	729.40	981.91	1,536.78	1,806.54
毛利	52.84	85.62	171.48	75.23	146.72	239.85	294.09
销售收入小计	6525.43	9533.12	10695.93	11237.39	13278.18	15072.38	15943.28
销售成本小计	5636.36	8344.44	9671.75	9771.10	11376.56	12857.88	13527.00
毛利	889.07	1188.68	1024.18	1466.29	1901.62	2214.50	2416.28
平均毛利率	13.62%	12.47%	9.58%	13.05%	14.32%	14.69%	15.16%

来源：齐鲁证券研究所

图表 33: 兴发集团财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售净收入	9,612	10,934	11,392	13,578	15,322	16,143
增长率	46.34%	13.8%	4.2%	19.2%	12.8%	5.4%
销售成本	-8,092	-9,456	-9,300	-10,971	-12,356	-12,884
%收入	84.2%	86.5%	81.6%	80.8%	80.6%	79.8%
毛利	1,521	1,479	2,092	2,608	2,966	3,259
%收入	15.8%	13.5%	18.4%	19.2%	19.4%	20.2%
销售及行政费用	-503	-618	-860	-1,135	-1,250	-1,317
%收入	5.2%	5.7%	7.6%	8.4%	8.2%	8.2%
EBITDA	1,017	861	1,232	1,473	1,716	1,943
%收入	10.6%	7.9%	10.8%	10.8%	11.2%	12.0%
折旧与摊销	-301	-381	-534	-606	-651	-706
%收入	3.1%	3.5%	4.7%	4.5%	4.3%	4.4%
EBIT	716	480	698	867	1,065	1,237
%收入	7.5%	4.4%	6.1%	6.4%	7.7%	7.7%
利息费用	-364	-504	-627	-498	-534	-552
投资收益	76	155	520	50	50	50
税前经营收益	428	131	591	419	581	735
%收入	4.5%	1.2%	5.2%	3.1%	3.8%	4.6%
其他非经营收益	-36	6	-5	13	15	18
税前利润	392	136	586	431	596	753
%收入	4.1%	1.2%	5.1%	3.2%	3.9%	4.7%
所得税	-72	-56	-47	-95	-131	-166
所得税率	18.4%	40.9%	8.0%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	25	20	45	56	77	98
归属于普通股股东净利润	295	61	494	280	387	489
净利率	3.1%	0.6%	4.3%	2.1%	2.5%	3.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,724	783	1,289	2,037	2,298	2,421
应收款项	909	1,287	1,192	1,487	1,692	1,781
存货	885	925	1,081	1,112	1,266	1,328
其他流动资产	393	385	531	483	503	515
流动资产合计	3,912	3,380	4,093	5,119	5,760	6,045
%总资产	28.3%	22.5%	20.8%	24.4%	25.9%	26.2%
长期投资	413	498	305	305	305	305
固定资产	7,775	9,329	11,936	12,170	12,762	13,301
无形资产	1,444	1,463	2,925	2,957	2,985	3,012
非流动资产合计	9,911	11,665	15,568	15,834	16,454	17,020
%总资产	71.7%	77.5%	79.2%	75.6%	74.1%	73.8%
资产总计	13,824	15,046	19,662	20,953	22,214	23,065
短期借款	3,228	4,660	6,608	7,070	7,248	7,057
应付款项	1,138	1,726	2,485	2,665	2,965	3,114
其他流动负债	413	168	229	348	266	272
流动负债	4,779	6,554	9,322	10,082	10,479	10,442
长期贷款	3,197	2,845	1,817	1,817	1,817	1,817
其他长期负债	1,301	1,374	2,442	2,742	3,142	3,442
负债	9,277	10,773	13,581	14,642	15,438	15,702
普通股股东权益	3,426	3,378	4,906	5,080	5,467	5,957
少数股东权益	1,121	895	1,175	1,231	1,308	1,406
负债股东权益合计	13,824	15,046	19,662	20,953	22,214	23,065

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.677	0.140	0.931	0.528	0.730	0.922
每股净资产(元)	7.868	7.758	9.244	9.572	10.302	11.224
每股经营现金净流(元)	0.955	0.526	1.253	2.380	2.827	3.283
每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.60%	1.80%	10.08%	5.52%	7.08%	8.22%
总资产收益率	2.13%	0.40%	2.51%	1.34%	1.74%	2.12%
投入资本收益率	6.07%	2.51%	4.41%	4.56%	5.33%	5.97%
增长率						
主营业务收入增长率	46.34%	13.76%	4.18%	19.19%	12.85%	5.36%
EBIT增长率	41.19%	-33.00%	45.43%	24.24%	22.81%	16.15%
净利润增长率	26.72%	-79.37%	713.54%	-43.29%	38.13%	26.41%
总资产增长率	67.58%	8.84%	30.68%	6.57%	6.02%	3.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	17.3	18.4	17.1	17.6	17.5
存货周转天数	31.5	33.6	37.2	35.1	35.5	35.7
应付账款周转天数	24.6	31.3	48.0	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	174.6	209.6	277.3	266.1	241.5	238.2
偿债能力						
净负债/股东权益	120.81%	175.91%	143.54%	138.52%	133.69%	122.84%
EBIT利息保障倍数	2.8	1.7	2.0	3.1	3.4	3.7

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	308	78	539	336	465	587
少数股东损益	25	20	45	56	77	98
非现金支出	333	413	559	613	657	708
非经营收益	269	336	74	404	439	457
营运资金变动	-495	-598	-507	-90	-60	-10
经营活动现金净流	441	249	710	1,319	1,578	1,840
资本开支	2,877	1,278	1,069	852	1,252	1,252
投资	-399	-87	-82	0	0	0
其他	-15	147	327	50	50	50
投资活动现金净流	-3,290	-1,218	-824	-802	-1,202	-1,202
股权募资	1,599	6	8	0	0	0
债权募资	2,669	576	1,219	762	578	109
其他	-106	-669	-879	-475	-615	-527
筹资活动现金净流	4,162	-87	348	287	-37	-418
现金净流量	1,313	-1,056	234	804	339	221

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。