

2023年03月23日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

35

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/3/23)	30.10
上证指数(2023/3/23)	3286.65
股价 12 个月高/低	47.51/27.83
总发行股数(百万)	1111.67
A 股数(百万)	1105.42
A 市值(亿元)	332.73
主要股东	宜昌兴发集团 有限责任公司 (19.38%)
每股净值(元)	18.14
股价/账面净值	1.66
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.0 -1.3 -11.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.11. 01	29.12	买进
2022.12. 30	29.00	买进

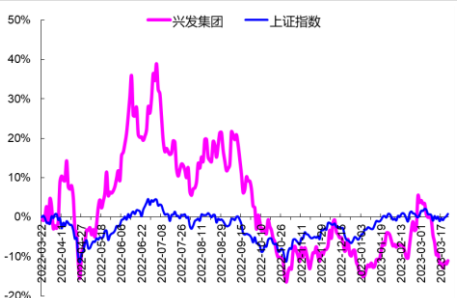
产品组合

草甘膦	37.9%
有机硅系列产品	18.1%
肥料	15.1%
特种化学品	14.6%
贸易产品	14.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.9%
一般法人	41.1%

股价相对大盘走势



兴发集团 (600141.SH)

Buy 买进

业绩符合预期，新材料业务打开成长空间

事件：公司发布 2022 年年报，全年实现营收 303.11 亿元，yoy+26.81%，实现归母净利润 58.52 亿元，yoy+36.67%，处于预告中值，符合预期。Q4 来看，公司单季度实现营收 54.54 亿元，yoy-23.57%，qoq-27.83%，实现归母净利润 9.40 亿元，yoy-46.07%，qoq-27.90%。公司利润分配方案为 10 派 10.00 元(含税)。

公司同时公告，拟分拆子公司兴福电子至科创板上市，拟公开发行股份不超过 1.00 亿股，扣除发行费用后的募集资金净额将用于募投项目，包括 3 万吨/年电子级磷酸、4 万吨/年超高纯电子级化学品、2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气及电子化学品研发中心。

结论与建议：2022 年受益于磷化工产业链的高景气行情，公司业绩同比增长。公司作为国内磷化工龙头企业，以精细化工为核心，持续提高能源、资源自给率，磷、硅、硫、氟化工融合发展，形成一体化产业格局。兴福电子分拆上市有利于强化兴福电子在电子化学品领域的竞争地位和竞争优势，提升兴福电子在核心及前沿技术、产品的研发投入，保持业务创新活力，提升市场开拓能力，促进其健康、可持续发展。公司“磷硅盐协同”、“矿肥化结合”产业链优势明显，在建项目丰富，长期成长动力充足充，维持“买进”评级。

■ **主营产品价格上涨，全年利润同比增长：**2022 年受益于磷化工产业链的高度景气，公司业绩实现同比增长。公司磷化工相关产品销售均价同比大幅增加，2022 年公司草甘膦系列产品销售均价为 5.59 万元/吨

(yoy+49.65%)，黄磷销售均价为 29303 元/吨 (yoy+21.36%)，磷矿石销售均价为 579 元/吨 (yoy+104.53%)，食品添加剂(精细磷酸盐)销售均价为 12893 元/吨 (yoy+38.22%)，肥料销售均价为 3409 元/吨 (yoy+28.77%)。有机硅版块景气较弱，2022 年公司有机硅系列产品销售均价为 1.86 万元/吨 (yoy-13.02%)。公司精细化学品方面加速成长，多个项目投产，新疆兴发二甲基亚砷二期 2 万吨/年、兴福电子电子级硫酸 4 万吨/年、电子级双氧水 1 万吨/年相继投运，公司产品产销量同比增加。

■ **价格上涨增厚公司毛利率，期间费用控制合理：**公司产品价格大幅上涨，增厚公司利润，2022 年公司毛利率同比增加 7.27pct 达 36.39%。公司期间费用维持合理水平，公司持续加大研发力度，研发费用率同比增加 0.67pct 达 3.84%，销售费用率同比下降 0.03pct 达 1.12%，管理费用率同比下降 0.24pct 达 1.20%，财务费用率同比下降 1.51pct 达 1.02%。

■ **Q4 产品价格回落，业绩环比下滑：**公司 Q4 业绩环比下滑，主要是下游需求不振，草甘膦和有机硅版块量价齐跌。据公司公告，Q4 公司草甘膦系列产品销售均价为 3.29 万元/吨 (qoq-38.58%)，销量为 1.96 万吨 (qoq-44.32%)；有机硅系列产品销售均价为 1.36 万元/吨 (qoq-12.66%)，销量为 4.54 万吨 (qoq-16.39%)。据百川资讯，2023 年 Q1 草甘膦均价为 4.35 万元 (yoy-40.60%，qoq-15.90%)，有机硅均价 1.71 万元/吨 (yoy-48.20%，qoq-2.67%)。目前来看，草甘膦和 DMC 价格仍处弱势，静待价格触底回升。

■ **兴福上市强化竞争优势，新材料产能陆续落地：**公司积极推动旗下电子化学品平台兴福电子上市，进一步明晰兴福电子的业务框架，实现对公司电子化学品业务板块的重新估值。兴福电子目前拥有 3 万吨/年电子级磷酸、6 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水、3 万吨/年功能湿电子化学品、3000 吨/年电子级清洗剂产能，产能规模居行业前列，产品质量总体处于国际先进水平，产品已实现中芯国际、华虹集团、SK 海力士、长江存储等多家国内外知名半导体客户的批量供应。兴福电子

上市后有利于提升品牌知名度及社会影响力，强化兴福电子在电子化学品领域的竞争地位和竞争优势。此外上市募集资金将用于在上海建设3万吨/年电子级磷酸、4万吨/年超高纯电子级化学品、2万吨/年电子级氨水联产1万吨/年电子级氨气及电子化学品研发中心，能更快的满足长三角地区客户需求，降低运输成本。公司新晋产能有序投放，2022年底后坪磷矿成功取得200万吨/年安全生产许可证，步入产能投放期，后续有望进一步降低公司磷化工产业链了成本。新材料项目方面，兴友科技10万吨磷酸铁、宜都兴发10万吨湿法磷酸精制技术改造升级项目预计将于2023年中投产；湖北兴瑞5万吨光伏胶和3万吨液体胶项目、兴福电子3万吨电子级磷酸技术改造、2万吨电子级双氧水、2万吨电子级蚀刻液、3000吨电子级清洗剂等项目稳步推进。公司新材料、新能源产业布局逐步打开，项目投产后将成为公司新的利润增长点。

- **盈利预测：**考虑到草甘膦和有机硅价格仍在探底，我们下修2023/2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现净利润44.48/47.65/52.57亿元，yoy-24%/+7%/+10%，（前值63.02/68.64亿元，yoy+6%/+9%），折合EPS分别为4.00/4.29/4.73元，目前A股股价对应的PE分别为8/7/6倍，估值偏低，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止12月31日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,282	5,852	4,448	4,765	5,257
同比增减	%	592.47%	36.67%	-23.98%	7.13%	10.32%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.85	5.26	4.00	4.29	4.73
同比增减	%	597.25%	36.68%	-23.98%	7.13%	10.32%
A 股市盈率(P/E)	X	7.82	5.72	7.52	7.02	6.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	1.0	0.8	0.8	1.0
股息率 (Yield)	%	1.66%	3.32%	2.66%	2.66%	3.32%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23902	30311	29580	31615	35482
经营成本	15898	19516	21007	22431	25172
研发费用	862	1232	1203	1285	1442
营业税金及附加	206	256	250	267	300
销售费用	265	341	333	356	399
管理费用	376	482	494	686	732
财务费用	567	314	307	328	368
资产减值损失	-152	-220	-209	-198	-188
投资收益	311	316	253	203	162
营业利润	5935	8213	6537	6809	7625
营业外收入	43	58	61	64	67
营业外支出	554	400	554	400	554
利润总额	5423	7871	5983	6409	7071
所得税	690	1074	817	875	965
少数股东损益	452	945	718	769	849
归属于母公司股东权益	4282	5852	4448	4765	5257

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3198	4719	7233	9873	12640
应收账款	931	929	1021	1123	1235
存货	2394	2521	2773	3050	3356
流动资产合计	8697	9272	13171	16393	19801
长期股权投资	1955	1937	2034	2135	2242
固定资产	16989	23341	23808	24284	25984
在建工程	2939	2466	2342	2225	2114
非流动资产合计	25783	32341	32989	33733	35829
资产总计	34481	41612	46160	50126	55630
流动负债合计	13412	10654	13432	12614	12794
非流动负债合计	5477	9623	6717	6493	6292
负债合计	18890	20277	20149	19107	19086
少数股东权益	1555	1036	1263	1506	1774
股东权益合计	15591	21335	26011	31019	36544
负债及股东权益合计	34481	41612	46160	50126	55630

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	5345	6884	7985	8384	8803
投资活动产生的现金流量净额	-1433	-2132	-2175	-2218	-2263
筹资活动产生的现金流量净额	-2567	-3080	-3296	-3526	-3773
现金及现金等价物净增加额	1329	1694	2514	2639	2767

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。