

三季度业绩超预期，多线发展成效显著

投资要点

- 事件:**公司发布2020年三季报，实现营收152.2亿元，同比增长5.4%，实现归母净利润3.6亿元，同比增长20.3%。其中Q3实现营收58.8亿元，同比增长19.0%，环比增长8.2%；实现归母净利润2.2亿元，同比增长26.5%，环比增长95%，业绩超预期。
- 湿法磷酸精制装置负荷提升，磷化工降本增效未来可期。**2020年前三季度，公司磷矿石/精细磷酸盐/磷肥的产量分别为360/15/47万吨，同比+24.9%/-0.2%/-5.1%，销量分别为201/13/52万吨，同比+23.7%/-5.7%/+12.9%。全资子公司宜都兴发化工实现10万吨/年湿法磷酸精制工艺突破，精制磷酸产量提升，公司使用精制酸生产磷酸盐，降低磷酸盐生产成本，同时置换出热法工艺的原材料黄磷，使黄磷外销量增加，前三季度黄磷销量2.1万吨，同比增长108%。同时公司现有二甲基亚砜产能约4万吨/年，其主要用于医药溶剂和反应制剂，受供需格局好转，价格上涨约20%至12000元/吨。此外，公司水电站自发电量增长，降低兴山区域用电成本。
- 草甘膦、有机硅需求回暖，未来有望景气向上。**前三季度公司草甘膦产销分别为11.3万吨(yoy-14.8%)、12.5万吨(yoy+12.1%)，均价为20018.5元/吨(yoy-12.8%)。但三季度以来，由于四川地区汛情严重，乐山福华与四川和邦相继停产，叠加海外需求好转，三季度草甘膦均价22050元/吨(QoQ+6.3%)，目前价格为24250元/吨，均价环比上涨10.0%。内蒙兴发背压式机组项目已投入运营，解决用能瓶颈同时将提升草甘膦装置开工率。我们认为公司价格传导相对滞后，业绩有望于四季度释放。前三季度公司有机硅及107胶产销分别为8.9万吨(yoy+15.9%)、5.7万吨(yoy+7.8%)，均价为14170元/吨(yoy-13.8%)，三季度受下游基建、房地产需求回暖，有机硅产业链量价齐升，三季度有机硅均价16500元/吨(QoQ+10.8%)，目前是下游需求旺季，且公司有机硅产能已由2019年底的20万吨/年提升至36万吨/年，有望量价齐升贡献业绩增量。
- 积极布局电子化学品，在建品线丰富有望释放业绩。**公司现有8万吨电子化学品产能(3万吨磷酸、1万吨硫酸、2万吨TMAH、2万吨混配)，联营公司兴力电子3万吨/年电子级氢氟酸项目(一期1.5万吨产能)持续推进，年底有望投产；同时通过定增在兴福电子新建的6万吨/年芯片用超高纯电子化学品项目、3万吨/年电子级磷酸技术改造项目已启动建设，公司在电子化学品领域持续加码布局。公司具备从资源端向下延伸的一体化优势，300万吨低品位胶磷矿选矿及深加工项目已于9月投产，公司打通湿法磷酸精制路线，新建的40万吨合成氨项目与40万吨磷铵项目，预计2020年底投产，将进一步降低磷肥成本。
- 盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年归母净利润分别为4.7亿元、6.1亿元、7.7亿元，EPS分别为0.46元、0.59元、0.74元，对应PE分别为25X、19X、15X，给予“持有”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、安全环保风险、管理风险、新建项目投产进度不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 18038.71 | 19238.86 | 21322.35 | 22934.58 |
| 增长率 | 1.03% | 6.65% | 10.83% | 7.56% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 302.46 | 470.35 | 613.16 | 765.43 |
| 增长率 | -24.81% | 55.51% | 30.36% | 24.83% |
| 每股收益EPS(元) | 0.29 | 0.46 | 0.59 | 0.74 |
| 净资产收益率ROE | 4.11% | 5.22% | 6.43% | 7.51% |
| PE | 39 | 25 | 19 | 15 |
| PB | 1.44 | 1.38 | 1.30 | 1.21 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-58251919
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 薛聪
执业证号: S1250520070004
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 10.31 |
| 流通A股(亿股) | 7.43 |
| 52周内股价区间(元) | 8.72-11.91 |
| 总市值(亿元) | 117.58 |
| 总资产(亿元) | 292.58 |
| 每股净资产(元) | 8.16 |

相关研究

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1 公司矿电化一体产业布局，即将进入业绩释放期..... | 1 |
| 2 磷矿资源龙头企业，产业链布局成效显著 | 3 |
| 2.1 公司是国内磷化工龙头，具备矿电化完整产业链 | 3 |
| 2.2 公司是国内草甘膦双寡头一极，具备双基地及原材料配套..... | 4 |
| 2.3 有机硅龙头扩产行业面临整合，公司逆势扩张向下游延伸..... | 7 |
| 3 盈利预测与估值..... | 9 |
| 3.1 盈利预测 | 9 |
| 3.2 相对估值 | 10 |
| 4 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1：公司 2019 年主营业务结构情况 | 2 |
| 图 2：公司 2019 年主营业务毛利情况 | 2 |
| 图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速 | 2 |
| 图 4：公司 2013 年以来净利润及增速 | 2 |
| 图 5：磷化工产业链 | 3 |
| 图 6：全球磷矿石基础储量分布（亿吨） | 3 |
| 图 7：我国磷矿石储量分布 | 3 |
| 图 8：2002 年至今我国磷矿石产量 | 4 |
| 图 9：2011 年至今湖北省磷矿石产量 | 4 |
| 图 10：草甘膦产业链 | 5 |
| 图 11：全球转基因作物种植面积 | 6 |
| 图 12：转基因作物种植面积占比 | 6 |
| 图 13：不同国家转基因作物种植面积占比 | 6 |
| 图 14：甘氨酸法草甘膦价格与价差（元/吨） | 7 |
| 图 15：有机硅产业链 | 7 |
| 图 16：我国聚硅氧烷产能产量及开工率 | 8 |
| 图 17：2019 年底我国有机硅单体产能分布（万吨/年） | 8 |
| 图 18：有机硅单体价格与价差（元/吨） | 8 |

表 目 录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1：公司主要产品产能 | 1 |
| 表 2：公司规划（在建）产品产能 | 1 |
| 表 3：国内草甘膦工艺路线及产能分布 | 5 |
| 表 4：有机硅单体新增产能（万吨/年） | 8 |
| 表 5：分业务收入及毛利率 | 9 |
| 表 6：可比公司估值 | 10 |
| 附表：财务预测与估值 | 11 |

1 公司矿电化一体产业布局，即将进入业绩释放期

兴发集团是一家以磷化工产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主业的公司。公司在国内率先建立起“矿电化一体”运行模式，拥有磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的磷化工完整产业链以及甘氨酸-草甘膦-氯甲烷-有机硅-废酸-草甘膦的循环经济产业链。现已形成食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级产品14个系列195个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。

目前公司拥有磷矿石储量4.6亿吨，产能560万吨/年；拥有水电站32座，总装机容量17.85万千瓦，电能自给率50%以上。主要产能包括精细磷酸盐18万吨/年、磷铵60万吨/年、甘氨酸10万吨/年、草甘膦18万吨/年、有机硅单体32万吨/年、氯碱31万吨/年、湿电子级化学品9万吨/年。

表1：公司主要产品产能

| 产品 | 产能 | 备注 |
|---------------|-------------|-------------------|
| 磷矿石 | 560万吨/年 | 储量4.6亿吨 |
| 发电量 | 17.85万千瓦时/年 | 水电站32座 |
| 精细磷酸盐 | 18万吨/年 | 三聚磷酸盐、六偏磷酸盐 |
| 磷铵 | 60万吨/年 | 磷酸一铵20万吨、磷酸二铵40万吨 |
| 黄磷 | 16万吨/年 | |
| 甘氨酸 | 10万吨/年 | |
| 草甘膦 | 18万吨/年 | |
| 有机硅单体 | 32万吨/年 | |
| 氯碱 | 31万吨/年 | |
| 电子级磷酸 | 3万吨/年 | |
| 电子级混配化学品 | 3万吨/年 | |
| 电子级硫酸 | 1万吨/年 | |
| 四甲基氢氧化铵(TMAH) | 2万吨/年 | |

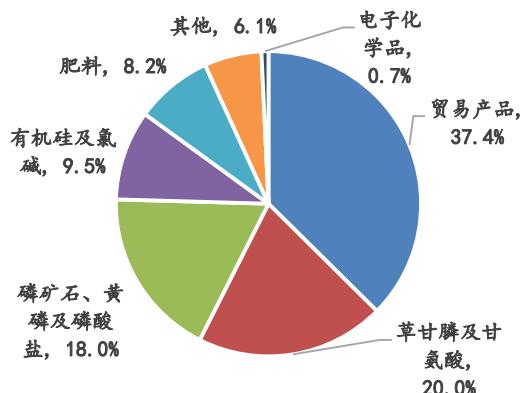
数据来源：公司公告，西南证券整理

表2：公司规划（在建）产品产能

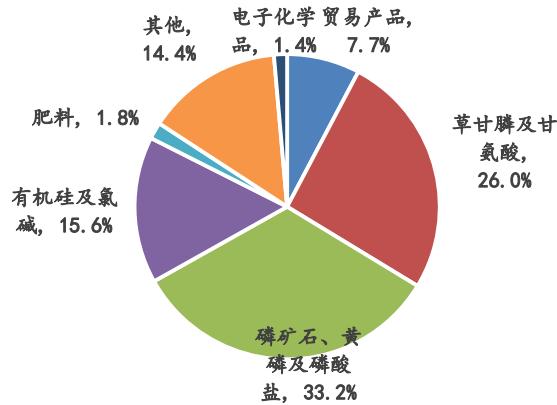
| 产品 | 产能 | 预计投产时间 | 备注 |
|----------|---------|----------|-----------------------|
| 磷矿石 | 200万吨/年 | 2021年底 | 后坪磷矿采矿工程项目 |
| 磷铵 | 40万吨/年 | 2020年三季度 | 后坪磷矿200万吨/年采矿工程项目 |
| 合成氨 | 40万吨/年 | 2020年底 | 联营公司星兴蓝天项目 |
| 电子级氢氟酸 | 1.5万吨/年 | 2020年底 | 兴力电子3万吨/年电子级氢氟酸（一期）项目 |
| 超高纯电子化学品 | 6万吨/年 | 2022年底 | 非公开发行股票募集资金项目 |
| 电子级氢氟酸 | 3万吨/年 | 2022年底 | 非公开发行股票募集资金项目 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自贸易产品，2019年占比37.4%，草甘膦及甘氨酸占比20.0%，磷矿石、黄磷及磷酸盐占比18.0%；毛利方面，磷矿石、黄磷及磷酸盐贡献33.2%毛利，草甘膦及甘氨酸贡献26.0%，有机硅及氯碱占比为15.6%，贸易产品毛利率只有2.8%，因此贡献毛利较少。

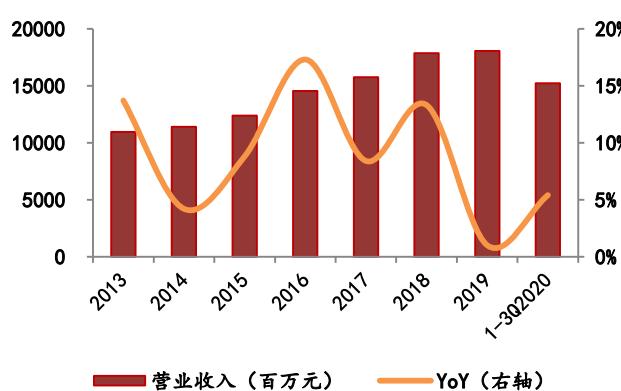
图1：公司2019年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

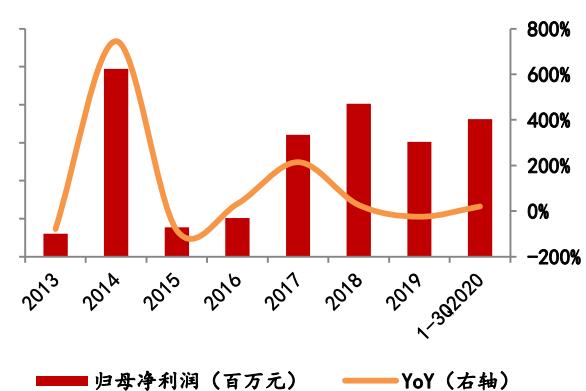
图2：公司2019年主营业务毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入一直保持稳定增长，主要受益于公司产业链布局日益完善，产品的种类逐步增加。2019年实现营收180.4亿元，同比增长1.0%，2020年前三季度，公司营收152.2亿元，同比增长5.4%。公司的归母净利润受产品所在行业景气度影响较大，公司2014年受非经常性投资收益增加导致归母净利润大幅增长；2017-2018年随着化工行业景气上行，公司主营产品有机硅、草甘膦等价格大幅上涨，公司盈利能力显著增强；2019年行业景气度有所回落，公司实现归母净利润3.0亿元，同比下降24.8%；2020年前三季度，受湿法磷酸精制工艺突破产量提升、二甲基亚砜产品涨价、水电自发电量增长的因素影响，公司实现归母净利润，同比增长20.3%。其中公司单三季度实现营收58.8亿元，同比增长19.0%，环比增长8.2%；实现归母净利润2.2亿元，同比增长26.5%，环比增长95%，业绩超市场预期。

图3：公司2013年以来营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图4：公司2013年以来净利润及增速


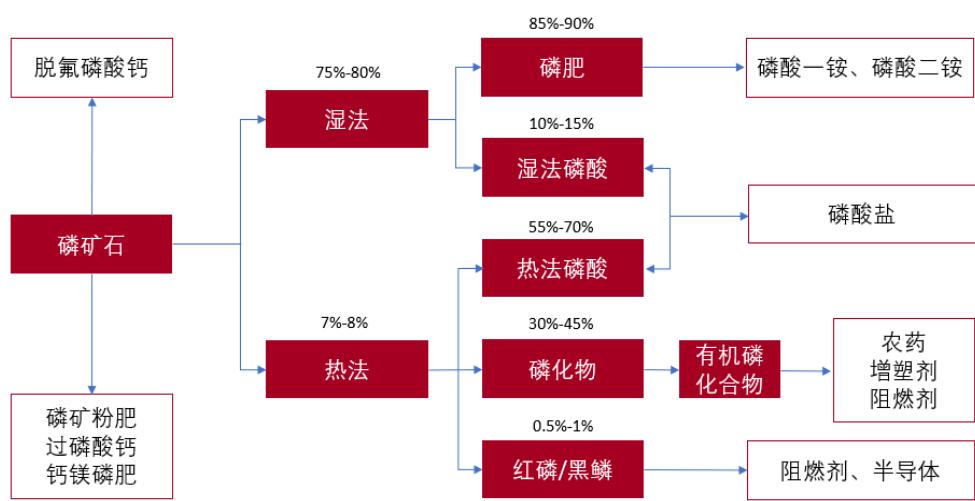
数据来源：Wind，西南证券整理

2 磷矿资源龙头企业，产业链布局成效显著

2.1 公司是国内磷化工龙头，具备矿电化完整产业链

磷矿是世界上最大的非金属开采矿之一，主要用于生产磷肥，部分磷矿用于制取纯磷（黄磷、赤磷）和化工原料，少量用作动物饲料；下游主要消费结构中，磷肥占比 66%、洗涤剂占比 16%、饲料添加剂占比 6%、食品添加剂占比 3%。

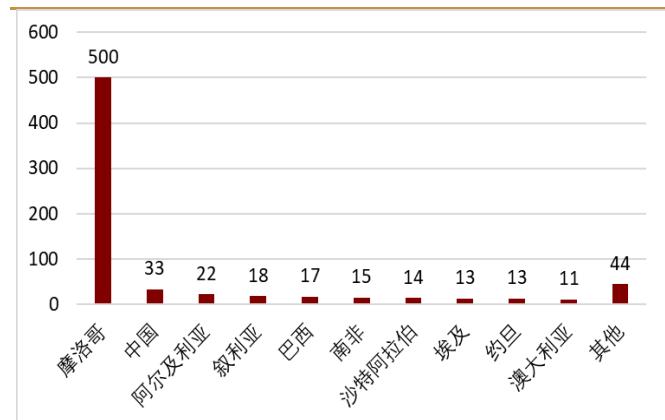
图 5：磷化工产业链



数据来源：西南证券整理

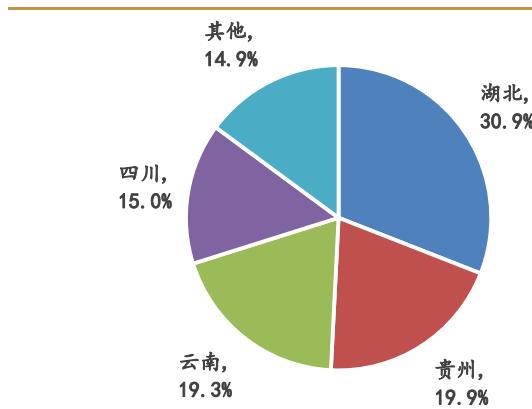
全球磷矿分布不均，我国磷矿“多而不富”。目前全球磷矿石探明储量超过 3000 亿吨，基础储量约 700 亿吨；其中摩洛哥磷矿石基础储量达到 500 亿吨，占据全球磷矿资源的近 80%。我国磷矿资源具有“多而不富”的特点；探明储量约 250 亿吨、基础储量 33 亿吨，全国磷矿平均品位在 18% 左右，可采储量的平均品位也仅有 23%，远低于 30% 的全球平均水平。我国磷矿石基础储量主要分布在贵州、湖北、云南和四川四省，分别占比 30.9%、19.9%、19.3%、15.0%。

图 6：全球磷矿石基础储量分布（亿吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

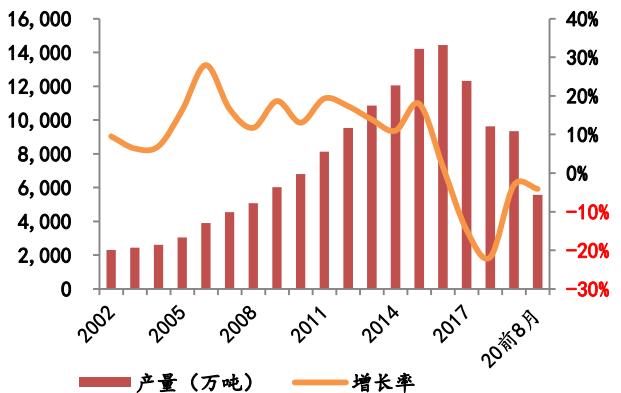
图 7：我国磷矿石储量分布



数据来源：Wind，西南证券整理

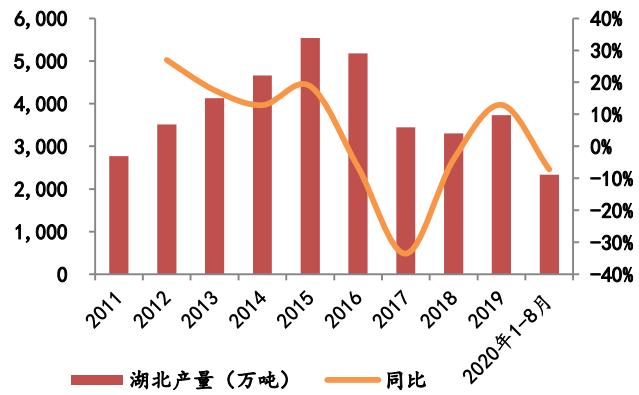
环保制约产量收缩，磷矿战略性地位凸显。随着国内环保政策的不断趋严以及“长江大保护”的实施，近年来国内磷矿石产量大幅下降：2019年国内磷矿产量9300万吨，较2016年1.4亿吨产量下降30%，2019年湖北省产量3700万吨，较2015年5500万吨下降33%，磷矿供给趋紧，资源战略性优势愈发突出。

图8：2002年至今我国磷矿石产量



数据来源：Wind，西南证券整理

图9：2011年至今湖北省磷矿石产量



数据来源：Wind，西南证券整理

公司资源优势凸显，打造磷化工全产业链。公司拥有磷矿石储量4.6亿吨，产能560万吨/年，同时拥有水电站32座，总装机容量17.85万千瓦，电能自给率50%以上，具备从资源端向下延伸的一体化优势，成功打造了“磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥”的磷化工完整产业链。下游产能包括黄磷16万吨/年、精细磷酸盐18万吨/年、磷铵60万吨/年，现已形成食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级产品14个系列195个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。其中精细磷酸盐包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠，其中三聚磷酸钠产能居全国第一，六偏磷酸钠产能居全球第一，公司精细磷酸盐技术和成本优势突出，近三年毛利率维持在20%左右。

新产能持续投放，工艺突破带来降本增效。全资子公司宜都兴发化工已实现10万吨/年湿法磷酸精制工艺突破，精制磷酸产量提升，公司使用精制酸生产磷酸盐，降低磷酸盐生产成本，同时置换出热法工艺的原材料黄磷，使黄磷外销量增加。此外，公司新建40万吨合成氨项目与40万吨磷铵项目，有望于2020年底投产，将进一步降低磷肥成本。

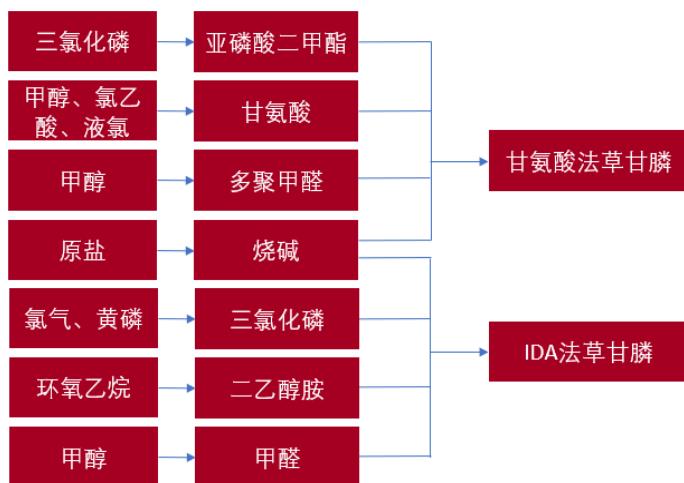
重点发展电子化学品，未来盈利可期。电子化学品具有高附加值和弱周期的特点，公司现有8万吨电子化学品产能（3万吨磷酸、1万吨硫酸、2万吨TMAH、2万吨混配），联营公司兴力电子3万吨/年电子级氢氟酸项目（一期1.5万吨产能）持续推进，2020年底有望投产；同时计划通过定增在子公司兴福电子新建的6万吨/年芯片用超高纯电子化学品项目、3万吨/年电子级磷酸技术改造项目已启动建设，随着公司在电子化学品领域的加码布局，未来盈利可期。

2.2 公司是国内草甘膦双寡头一极，具备双基地及原材料配套

草甘膦是全球使用量最大的除草剂品种，占据全球除草剂30%的市场份额。2019年全球草甘膦产能约为105万吨，生产企业总计10家左右，其中美国孟山都拥有38万吨，剩余产能全部集中在中国，2019年全球草甘膦消费量约80万吨左右，较2018年基本持平。草甘膦合成工艺主要包括甘氨酸法和IDA（亚氨基二乙酸）法，各占全球产能的一半左右，我

国草甘膦产能以甘氨酸法为主，约为 50 万吨/年。短期来看，国内外草甘膦产能稳定，没有新增产能投放。

图 10：草甘膦产业链



数据来源：西南证券整理

表 3：国内草甘膦工艺路线及产能分布

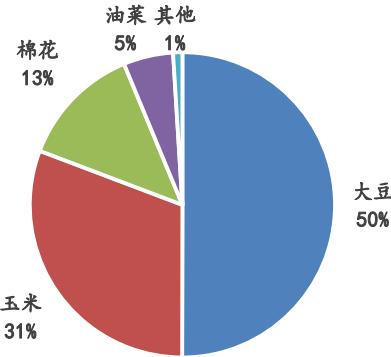
| 企业名称 | 所在地区 | 工艺路线 | 产能（万吨/年） |
|-------|------|---------|----------|
| 安徽广信 | 安徽 | 甘氨酸 | 3 |
| 许昌东方 | 河南 | 甘氨酸 | 3 |
| 兴发集团 | 湖北 | 甘氨酸 | 13 |
| | 内蒙古 | 甘氨酸 | 5 |
| 金帆达 | 浙江 | 甘氨酸 | 2.5 |
| 新安化工 | 浙江 | 甘氨酸 | 8 |
| 福华集团 | 四川 | 甘氨酸 | 12 |
| | 江苏 | 甘氨酸/IDA | 3/4 |
| 好收成伟恩 | 江苏 | IDA | 7 |
| 扬农集团 | 江苏 | IDA | 3 |
| 和邦生物 | 四川 | IDA | 5 |

数据来源：公司公告，卓创资讯，西南证券整理

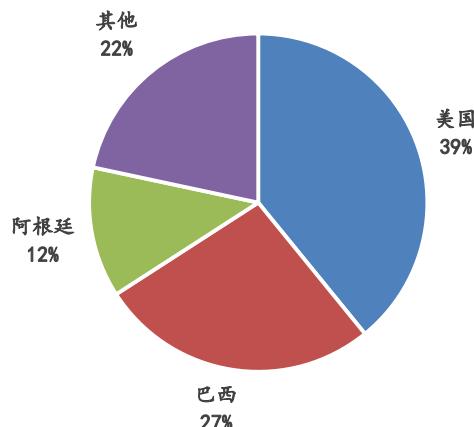
草甘膦主要用于转基因作物如大豆、玉米和棉花等，目前全球转基因作物主要集中在海外，转基因作物种植面积在 2 亿公顷左右。2019 年国内草甘膦产销量在 55 万吨左右，产量 85%以上用于出口，主要出口美国、巴西、阿根廷等国家。随着全球人口和转基因作物种植面积的增加，草甘膦需求未来预计仍将以每年 3%-5% 左右的速度稳定增长。同时，我国在 2019 年年底放开了转基因农户的种子许可，我国未来对转基因作物的种植面积有望增加，拉动对于草甘膦的需求。

图 11：全球转基因作物种植面积


数据来源: Wind, 西南证券整理

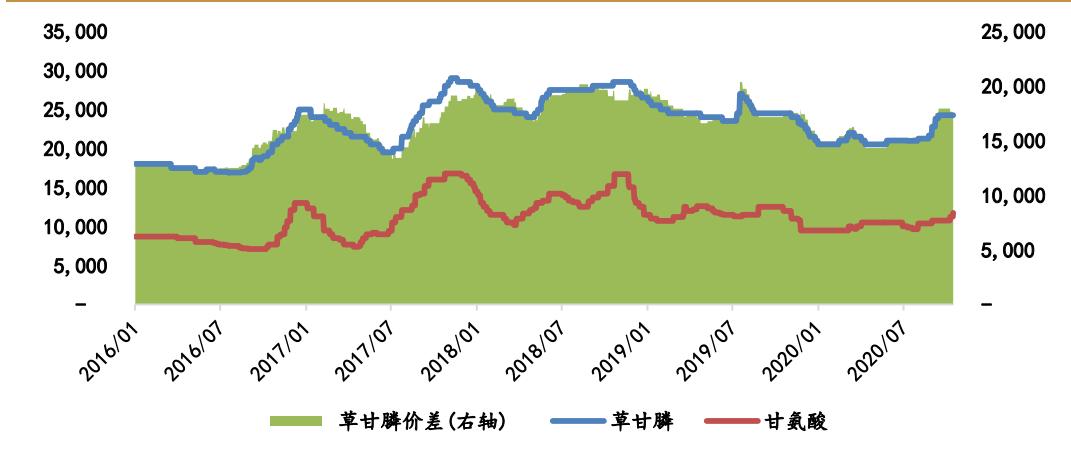
图 12：转基因作物种植面积占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13：不同国家转基因作物种植面积占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

草甘膦价格具有周期性，价格中枢相对平稳。年内来看，草甘膦价格呈现上半年低、下半年高的周期性：一方面由于我国草甘膦以出口为主，巴西、阿根廷对草甘膦需求在每年年初；同时甘氨酸受国内环保因素影响，近年来四季度限产停产较多，价格上涨推动草甘膦涨价。近期草甘膦价格上涨，主要受 8 月下旬四川乐山洪水的影响，阶段性的市场供应减少，价格从 8 月份的 21000 元/吨涨到目前市价 24000-25000 元/吨，11-12 月价格有望继续上涨。同时由于草甘膦的旺季是每年的 1 季度和 4 季度，因此目前 24000-25000 元/吨的价格有望持续到明年一季度。

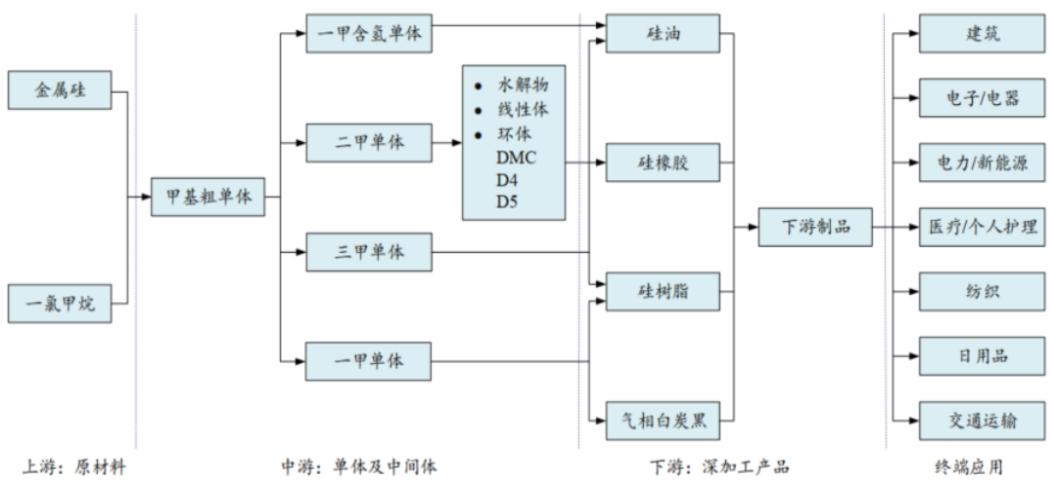
图 14：甘氨酸法草甘膦价格与价差（元/吨）


数据来源：Wind，西南证券整理

公司全资子公司泰盛公司现有 18 万吨/年草甘膦产能，市占率接近 30%，与福华集团形成国内草甘膦的双寡头格局。公司具备原材料保障优势：自身配套 10 万吨/年甘氨酸产能；本部及子公司合计具备 16 万吨/年的黄磷产能；同时园区内有机硅装置副产的盐酸，也是草甘膦原材料之一。与此同时，公司的有机硅装置又可以有效消耗草甘膦副产的氯甲烷，既降低了草甘膦生产的环保风险，又提升了草甘膦综合经济效益。

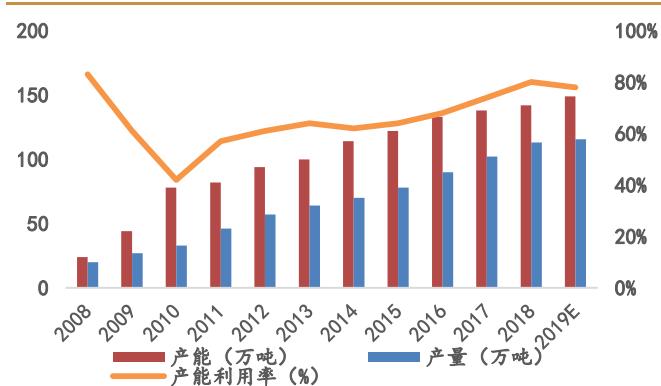
2.3 有机硅龙企扩产行业面临整合，公司逆势扩张向下游延伸

有机硅是指含有碳硅键、且至少有一个有机基团是直接与硅原子相连的一大类化合物，其中以硅氧键为骨架的组成的聚硅氧烷约占总用量的 90%以上，狭义上有机硅材料主要指聚硅氧烷。聚硅氧烷下游制品一般包括硅橡胶、硅油、硅树脂，其中硅橡胶可分为高温胶、室温胶、液体胶。有机硅终端用途十分广泛，如建筑工程、纺织、电子、交通运输、石油化工、航空航天、新能源、医疗机械、日化个护等。

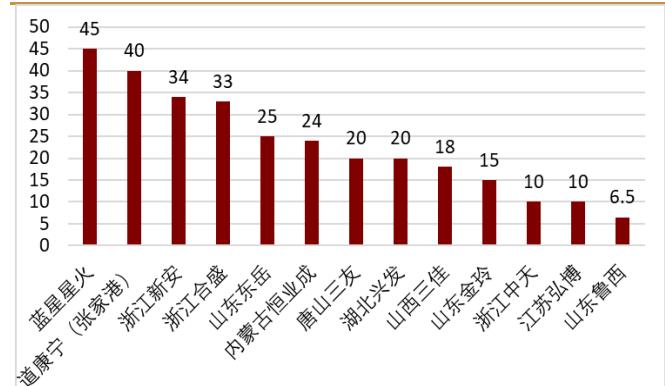
图 15：有机硅产业链


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2019年，全球有机硅单体产能约550万吨，有机硅单体消费量约500万吨，行业供需基本平衡。截至2019年底，我国共有13家甲基单体生产企业，产能约310万吨（折聚硅氧烷产能约150万吨/年，单体与聚硅氧烷比例约为2:1）据不完全统计，2020-2022年国内以龙企为代表，仍将有约215万吨单体（约合100万吨聚硅氧烷）产能释放，到2022年国内聚硅氧烷产能将达到250万吨/年，CAGR为15%，大于SAGSI预计的国内聚硅氧烷年均8.5%增速，我们认为国内有机硅未来3年供给过剩风险仍存，价格承压。

图 16：我国聚硅氧烷产能产量及开工率


数据来源：SAGSI，西南证券整理

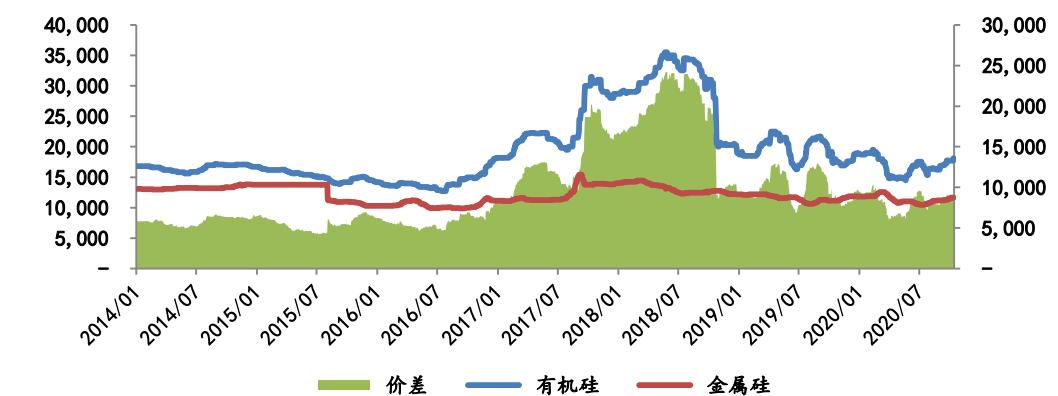
图 17：2019年底我国有机硅单体产能分布 (万吨/年)


数据来源：公司公告，卓创资讯，西南证券整理

表 4：有机硅单体新增产能 (万吨/年)

| 企业名称 | 原产能 | 新增产能 | 新增项目情况 |
|------|-----|------|------------------------|
| 浙江新安 | 34 | 30 | 2020年三季度完成一期15万吨/年单体项目 |
| 合盛硅业 | 33 | 60 | 新疆合盛20万吨、鄯善硅业40万吨 |
| 山东东岳 | 25 | 30 | |
| 兴发集团 | 20 | 20 | 原有产线上技改升级 |
| 江西星火 | 45 | 15 | 计划2021-2022年扩产至60万吨 |
| 云南能投 | 0 | 40 | |
| 福建源岭 | 0 | 20 | |
| 合计 | 157 | 215 | |

数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 18：有机硅单体价格与价差 (元/吨)


数据来源：Wind，西南证券整理

2019年底，公司具备有机硅单体产能20万吨/年，下游配套3万吨/年110胶、3万吨/年107胶、3万吨/年密封胶等装置，2020年上半年通过技改将有机硅单体产能扩大至32万吨/年，预计2020年底将增加至40万吨/年。同时子公司兴瑞公司正在进行10万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目，包括5万吨/年107胶、3万吨/年110胶、2万吨/年硅油，硅橡胶和硅油预计分别于2020年下半年、2021年投产。届时公司将具备40万吨/年有机硅单体、14万吨/年硅橡胶、2万吨/年硅油产能。公司在具备原材料保障下，进一步加快有机硅下游高附加值产品深加工，初步形成门类齐全、品种丰富的有机硅产业群，公司在有机硅行业的市场影响力和竞争力进一步提高。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设1：公司草甘膦2020-2022年销量分别为15、17、17万吨，不含税均价分别为21000、21000、22000元/吨；

假设2：公司有机硅及下游产品2020-2022年销量分别为16、22、28万吨，不含税均价分别为14500、15000、15000元/吨；

假设3：公司磷矿石2020-2022年开采量分别为450、450、550万吨，外销量分别为270、250、250万吨，不含税均价分别为220、240、250元/吨；

假设4：公司费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司2020-2022年分业务收入成本如下表：

表5：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 贸易 | 收入 | 6748.60 | 7000.00 | 7000.00 | 7000.00 |
| | 增速 | 14.7% | 3.7% | 0% | 0% |
| | 毛利率 | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% |
| 草甘膦及副产物 | 收入 | 3613.70 | 3150.00 | 3570.00 | 3740.00 |
| | 增速 | 7.4% | -12.8% | 13.3% | 4.8% |
| | 毛利率 | 17.6% | 15.0% | 15.0% | 16.0% |
| 有机硅及深加工产品 | 收入 | 1719.90 | 2320.00 | 3300.00 | 4200.00 |
| | 增速 | -28.0% | 34.9% | 42.2% | 27.3% |
| | 毛利率 | 22.1% | 20.0% | 22.0% | 23.0% |
| 磷铵 | 收入 | 1477.90 | 1300.00 | 1680.00 | 1980.00 |
| | 增速 | -15.0% | -12.0% | 29.2% | 17.9% |
| | 毛利率 | 2.9% | 6.5% | 7.0% | 8.0% |
| 精细磷酸盐 | 收入 | 2737.90 | 2900.00 | 3000.00 | 3000.00 |
| | 增速 | 7.9% | 5.9% | 3.4% | 0.0% |

| 单位：百万元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 磷矿石 | 毛利率 | 21.8% | 25.0% | 26.0% | 26.0% |
| | 收入 | 510.10 | 594.00 | 600.00 | 625.00 |
| | 增速 | -30.6% | 16.4% | 1.0% | 4.2% |
| 其他业务 | 毛利率 | 42.1% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| | 收入 | 1230.70 | 1974.96 | 2172.46 | 2389.70 |
| | 增速 | 14.1% | 60.5% | 10.0% | 10.0% |
| 合计 | 毛利率 | 36.0% | 10.0% | 15.0% | 15.0% |
| | 收入 | 18038.81 | 19238.86 | 21322.46 | 22934.70 |
| | 增速 | 1.0% | 6.7% | 10.8% | 7.6% |
| | 毛利率 | 13.9% | 12.8% | 14.1% | 14.8% |

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取云天化、新安股份作为可比公司，2020-2022 年两家公司平均 PE 分别为 26 倍、15 倍、12 倍，预计兴发集团 2020-2022 年归母净利润分别为 4.7 亿元、6.1 亿元、7.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元、0.59 元、0.74 元，对应 PE 分别为 25X、19X、15X。公司未来三年进入产能与业绩释放期，同时湿电子化学品已开始给台积电、中芯国际、海力士、华虹宏力等下游客户供货，未来有望持续放量，给予“持有”评级。

表 6: 可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价(元) | EPS(元) | | | | PE(倍) | | | |
|--------|-------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
| | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E |
| 600096 | 云天化* | 4.94 | 0.11 | 0.13 | 0.29 | 0.39 | 50 | 37 | 17 | 13 |
| 600596 | 新安股份* | 8.74 | 0.54 | 0.64 | 0.78 | 0.87 | 18 | 14 | 11 | 10 |
| 平均值 | | | | | | | 34 | 26 | 15 | 12 |

数据来源: Wind, 西南证券整理 (标*为 Wind 一致性预期)

4 风险提示

原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、安全环保风险、管理风险、新建项目投产进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 18038.71 | 19238.86 | 21322.35 | 22934.58 | 净利润 | 392.91 | 522.61 | 681.29 | 850.48 |
| 营业成本 | 15593.04 | 16772.68 | 18311.39 | 19533.60 | 折旧与摊销 | 964.81 | 1129.42 | 1129.42 | 1129.42 |
| 营业税金及附加 | 150.28 | 180.78 | 197.25 | 252.28 | 财务费用 | 624.69 | 622.77 | 678.32 | 671.09 |
| 销售费用 | 701.45 | 663.74 | 799.59 | 894.45 | 资产减值损失 | -75.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 237.23 | 314.97 | 469.09 | 527.50 | 经营营运资本变动 | -973.98 | 566.17 | 6.36 | -13.02 |
| 财务费用 | 624.69 | 622.77 | 678.32 | 671.09 | 其他 | 102.75 | -33.46 | -62.98 | -11.60 |
| 资产减值损失 | -75.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 1035.78 | 2807.50 | 2432.40 | 2626.36 |
| 投资收益 | 89.09 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 资本支出 | -1281.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -0.23 | -0.85 | -0.87 | -0.76 | 其他 | 51.62 | 29.15 | 29.13 | 29.24 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1229.71 | 29.15 | 29.13 | 29.24 |
| 营业利润 | 483.24 | 713.07 | 895.83 | 1084.92 | 短期借款 | -346.11 | 68.26 | -1480.80 | -1700.66 |
| 其他非经营损益 | -26.71 | -98.23 | -94.32 | -84.36 | 长期借款 | 1170.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 456.53 | 614.84 | 801.52 | 1000.56 | 股权融资 | 1580.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 63.62 | 92.23 | 120.23 | 150.08 | 支付股利 | -200.19 | -60.49 | -94.07 | -122.63 |
| 净利润 | 392.91 | 522.61 | 681.29 | 850.48 | 其他 | -2392.30 | -2567.17 | -678.32 | -671.09 |
| 少数股东损益 | 90.45 | 52.26 | 68.13 | 85.05 | 筹资活动现金流净额 | -188.16 | -2559.40 | -2253.19 | -2494.38 |
| 归属母公司股东净利润 | 302.46 | 470.35 | 613.16 | 765.43 | 现金流量净额 | -376.44 | 277.25 | 208.35 | 161.22 |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1646.63 | 1923.89 | 2132.23 | 2293.46 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1258.58 | 1240.97 | 1406.51 | 1508.52 | 销售收入增长率 | 1.03% | 6.65% | 10.83% | 7.56% |
| 存货 | 2109.59 | 2276.54 | 2522.52 | 2673.38 | 营业利润增长率 | -58.32% | 47.56% | 25.63% | 21.11% |
| 其他流动资产 | 1499.58 | 1114.36 | 1235.04 | 1328.43 | 净利润增长率 | -50.57% | 33.01% | 30.36% | 24.83% |
| 长期股权投资 | 1357.50 | 1357.50 | 1357.50 | 1357.50 | EBITDA 增长率 | -22.77% | 18.94% | 9.67% | 6.73% |
| 投资性房地产 | 9.61 | 9.61 | 9.61 | 9.61 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 16626.88 | 15771.18 | 14915.48 | 14059.79 | 毛利率 | 13.56% | 12.82% | 14.12% | 14.83% |
| 无形资产和开发支出 | 2980.77 | 2731.53 | 2482.28 | 2233.03 | 三费率 | 8.67% | 8.32% | 9.13% | 9.13% |
| 其他非流动资产 | 763.64 | 739.16 | 714.69 | 690.21 | 净利润率 | 2.18% | 2.72% | 3.20% | 3.71% |
| 资产总计 | 28252.79 | 27164.74 | 26775.88 | 26153.94 | ROE | 4.11% | 5.22% | 6.43% | 7.51% |
| 短期借款 | 6472.73 | 6540.99 | 5060.19 | 3359.53 | ROA | 1.39% | 1.92% | 2.54% | 3.25% |
| 应付和预收款项 | 3568.00 | 3815.06 | 4216.54 | 4485.40 | ROIC | 4.91% | 5.67% | 7.11% | 8.34% |
| 长期借款 | 3636.79 | 3636.79 | 3636.79 | 3636.79 | EBITDA/销售收入 | 11.49% | 12.81% | 12.68% | 12.58% |
| 其他负债 | 5013.24 | 3166.25 | 3269.49 | 3351.50 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 18690.76 | 17159.09 | 16183.01 | 14833.22 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.69 | 0.79 | 0.87 |
| 股本 | 1028.23 | 1031.39 | 1031.39 | 1031.39 | 固定资产周转率 | 1.32 | 1.42 | 1.68 | 1.93 |
| 资本公积 | 5132.83 | 5132.83 | 5132.83 | 5132.83 | 应收账款周转率 | 20.72 | 20.57 | 21.79 | 21.17 |
| 留存收益 | 2051.56 | 2461.42 | 2980.51 | 3623.30 | 存货周转率 | 7.78 | 7.52 | 7.57 | 7.49 |
| 归属母公司股东权益 | 8142.76 | 8534.13 | 9053.22 | 9696.01 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 74.81% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 1419.27 | 1471.53 | 1539.66 | 1624.71 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 9562.02 | 10005.65 | 10592.87 | 11320.72 | 资产负债率 | 66.16% | 63.17% | 60.44% | 56.72% |
| 负债和股东权益合计 | 28252.79 | 27164.74 | 26775.88 | 26153.94 | 带息债务/总负债 | 59.01% | 64.67% | 59.42% | 53.37% |
| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 流动比率 | 0.50 | 0.57 | 0.69 | 0.85 |
| EBITDA | 2072.74 | 2465.25 | 2703.57 | 2885.42 | 速动比率 | 0.34 | 0.37 | 0.45 | 0.56 |
| PE | 38.87 | 25.00 | 19.18 | 15.36 | 股利支付率 | 66.19% | 12.86% | 15.34% | 16.02% |
| PB | 1.44 | 1.38 | 1.30 | 1.21 | 每股指标 | | | | |
| PS | 0.65 | 0.61 | 0.55 | 0.51 | 每股收益 | 0.29 | 0.46 | 0.59 | 0.74 |
| EV/EBITDA | 10.85 | 8.25 | 6.90 | 5.82 | 每股净资产 | 7.89 | 8.27 | 8.78 | 9.40 |
| 股息率 | 1.70% | 0.51% | 0.80% | 1.04% | 每股经营现金 | 1.00 | 2.72 | 2.36 | 2.55 |
| | | | | | 每股股利 | 0.19 | 0.06 | 0.09 | 0.12 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌嵒 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |