

证券研究报告—深度报告

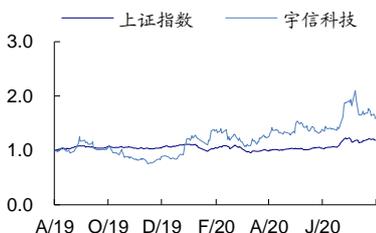
基础化工

化学原料

兴发集团(600141)
买入

合理估值: 19.79-22.93 元 昨收盘: 14.55 元 (首次覆盖)

2021年04月10日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,119/855
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,451/13,813
12个月最高/最低(元)	15.45/8.62

证券分析师: 杨林

 电话: 010-88005379
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

 E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 龚诚

 电话: 010-88005306
 E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 刘子栋

 E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
磷化工龙头拐点已至, 电子化学品业务有望爆发
● 公司是国内磷化工龙头, 精细化工循环经济产业链完整

兴发集团在国内率先建立起“矿电化一体”运行模式, 具备磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的“矿肥化结合”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“磷硅盐协同”经济产业链。目前公司主要产能包括磷矿石 500 万吨/年、黄磷 16 万吨/年、精细磷酸盐 18 万吨/年、磷铵 60 万吨/年、草甘膦 18 万吨/年、甘氨酸 10 万吨/年、有机硅单体 36 万吨/年、湿电子化学品 10 万吨/年。此外公司拥有水电站 32 座, 总装机容量达到 17.85 万千瓦, 提供低成本的电力保障。

● 公司产品景气回暖, 产能投放步入业绩释放期

根据公司业绩预告, 2020 年度预计实现归母净利润 6.05-6.65 亿元, 同比增长 100%-120%, 一方面由于湿法磷酸精制工艺突破推动“肥化”结合效益持续释放; 另一方面有机硅装置技改, 单体产能由 20 万吨/年增加至 36 万吨/年。2021 年二季度, 公司处于试运行中的 40 万吨/年磷铵、40 万吨/年磷酸、120 万吨/年硫酸、40 万吨/年合成氨、1.5 万吨/年电子级氢氟酸产能有望相继投产, 为公司带来业绩增量。

● 公司布局电子化学品, 打造国际一流的电子化学品生产基地

公司现有 10 万吨湿电子化学品, 包括 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级硫酸、3 万吨/年电子级混配液、2 万吨/年电子级 TMAH。兴力电子电子级氢氟酸一期 1.5 万吨产能预计今年二季度投产; 兴福电子定增项目 6 万吨/年芯片用超高纯电子化学品项目、3 万吨/年电子级磷酸技改项目已启动建设。兴福电子“十四五”期间规划为国际一流电子化学品生产基地, 包括湿电子化学品、电子级硅材料、电子级特气、电子级电镀液、电子级研磨液、电子级前驱体等产能合计 55 万吨/年。

● 风险提示

产品价格大幅下跌、安全环保政策风险、新增产能投放进度不及预期。

● 公司是国内磷化工龙头, 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.59、11.07、15.15 亿元, 对应 EPS 分别为 0.64、1.08、1.47 元, 我们认为未来一年公司股价合理估值区间 19.79-22.93 元之间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,855	18,039	20,883	22,189	23,590
(+/-%)	13.3%	1.0%	15.8%	6.3%	6.3%
净利润(百万元)	402	302	659	1107	1515
(+/-%)	25.3%	-24.8%	118.0%	67.9%	36.9%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.29	0.64	1.08	1.47
EBIT Margin	11.8%	7.5%	7.3%	9.9%	11.7%
净资产收益率(ROE)	5.3%	3.7%	7.7%	12.2%	15.4%
市盈率(PE)	26.1	49.1	22.5	13.4	9.8
EV/EBITDA	9.3	14.6	9.9	7.4	6.0
市净率(PB)	1.39	1.82	1.74	1.63	1.51

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

投资摘要

估值与投资建议

公司是国内磷化工龙头，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.59、11.07、15.15 亿元，未来三年归母净利润增速分别为 118.0%、67.9%、36.9%，对应 EPS 分别为 0.64、1.08、1.47 元，参照可比公司新安股份、新洋丰，给予公司 2021 年 20-22 倍 PE，同时参照绝对估值法，我们认为未来一年公司股价合理估值区间 19.79-22.93 元之间，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，公司是国内磷化工行业龙头，率先建立起“矿电化一体”运行模式，具备磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的“矿肥化结合”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“磷硅盐协同”经济产业链。公司拥有采矿权的磷矿资源储量约 4.61 亿吨，产能超过 500 万吨/年；拥有水电站 32 座，总装机容量达到 17.85 万千瓦，提供低成本的电力保障；主要产能包括黄磷 16 万吨/年、精细磷酸盐 18 万吨/年、磷铵 60 万吨/年、草甘膦 18 万吨/年、甘氨酸 10 万吨/年、有机硅单体 36 万吨/年、湿电子化学品 10 万吨/年。

第二，2021 年第二季度，公司处于试运行中的 40 万吨/年磷铵、40 万吨/年磷酸、120 万吨/年硫酸、40 万吨/年合成氨、1.5 万吨/年电子级氢氟酸产能有望相继投产，产能释放为公司带来业绩增量。

与市场的差异之处

公司未来定位电子新材料龙头，“十四五”期间，子公司兴福电子将规划为国际一流的电子化学品生产基地，规划产能 55 万吨/年，产品包括湿电子化学品、电子级硅材料、电子级特气、电子级电镀液、电子级研磨液、电子级前驱体等。公司现有 10 万吨湿电子化学品，包括 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级硫酸、3 万吨/年电子级混配液、2 万吨/年电子级 TMAH。兴力电子电子级氢氟酸一期 1.5 万吨产能预计今年二季度投产；兴福电子定增项目 6 万吨/年芯片用超高纯电子化学品项目、3 万吨/年电子级磷酸技改项目已启动建设。

股价变化的催化因素

第一，新增产能投放带来业绩增量。

第二，电子化学品带动的估值提升。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，产品价格大幅下跌。

第二，安全环保政策风险。

第三，新增产能投放进度不及预期。

内容目录

估值与投资建议	5
绝对估值: 21.19-22.93 元	5
绝对估值的敏感性分析	5
相对法估值: 19.79-21.77 元	5
投资建议	6
公司是磷化工龙头, 精细化工循环经济产业链完整	7
磷矿资源龙头企业, 产业链布局成效显著	9
公司是国内磷化工龙头, 具备矿电化完整产业链	9
公司是国内草甘膦双寡头一极, 具备原材料保障优势	11
草甘膦需求稳定增长, 转基因作物种植面积增加进一步拉动需求	11
成本坚挺供需结构偏紧, 草甘膦价格持续上涨, 整体市场预期较好	12
有机硅龙企扩产行业面临整合, 公司加快布局下游产业链	13
有机硅新增产能集中在我国, 项目大量投产有机硅价格中长期承压	14
近期有机硅产品价格大涨, 行业盈利能力大幅改善	15
积极布局电子化学品, 打造国际一流的电子化学品生产基地	16
盈利预测	17
假设前提	17
未来 3 年盈利预测	18
风险提示	18
附表: 财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 公司 2019 年主营业务结构情况	8
图 2: 公司 2019 年主营业务毛利润	8
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	9
图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速	9
图 5: 磷化工产业链	9
图 6: 全球磷矿石基础储量分布 (亿吨)	10
图 7: 我国磷矿石基础储量分布	10
图 8: 2002 年至今我国磷矿石产量	10
图 9: 2011 年至今湖北磷矿石产量	10
图 10: 草甘膦产业链	11
图 11: 全球转基因作物种植面积	12
图 12: 不同国家转基因作物种植面积占比	12
图 13: 转基因作物种植面积占比	12
图 14: 甘氨酸法草甘膦价格与价差 (元/吨)	13
图 15: 有机硅产业链	14
图 17: 我国有机硅表观消费量及同比 (元/吨)	14
图 18: 2020 年底我国有机硅单体产能分布 (万吨/年)	14
图 16: 有机硅价格与价差 (元/吨)	16
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	5
表 2: 资本成本假设	5
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	5
表 4: 同类公司估值比较	6
表 5: 公司主要产品产能	7
表 6: 公司规划 (在建) 产品产能	7
表 7: 国内草甘膦工艺路线及产能分布	11
表 8: 国内有机硅计划新增产能	14
表 9: 公司业务分拆预测	17
表 10: 未来 3 年盈利预测表	18

我们认为公司股票价值在**19.79-22.93**元之间，相对于公司目前股价有约**37.4%~59.2%**的估值空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

估值与投资建议

绝对估值：21.19-22.93 元

公司是磷化工、有机硅行业龙头，在国内率先建立起“矿电化一体”运行模式，具备磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的“矿肥化结合”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“磷硅盐协同”经济产业链。我们预期公司在2021-2022年收入增速在6%以上，毛利率、费用率整体保持平稳。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	8.37%	13.31%	1.03%	15.77%	6.25%	6.32%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.78%	17.91%	13.56%	13.82%	14.30%	17.93%	15.00%	15.00%	15.00%
管理费用/营业收入	2.49%	1.01%	0.90%	1.20%	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用/销售收入	3.73%	3.59%	3.89%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
营业税及附加/营业收入	1.01%	1.07%	0.83%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	21.69%	15.60%	13.94%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	232.79%	211.18%	329.32%	40.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	15.00%
无风险利率	3.50%	Ka	9.68%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价（元）	14.43	Ke	13.09%
发行在外股数（百万）	1027	E/(D+E)	60.57%
股票市值(E, 百万元)	14825	D/(D+E)	39.43%
债务总额(D, 百万元)	9650	WACC	9.71%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为**21.19-22.93**元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析：

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC 变化					
	12.1%	12.6%	13.09%	13.6%	14.1%	
永 续 增 长 率	3.0%	27.49	25.73	24.16	22.73	21.44
	2.5%	26.64	25.00	23.52	22.17	20.95
	2.0%	25.88	24.33	22.93	21.66	20.50
	1.5%	25.18	23.73	22.40	21.19	20.08
	1.0%	24.55	23.17	21.91	20.76	19.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

相对法估值：19.79-21.77 元

选取与公司相近的从事有机硅、草甘膦业务的 A 股上市公司新安股份、从事磷肥业务的 A 股上市公司新洋丰进行比较，采用 PE 法估值，两家公司 2020、2021 年平均 PE 分别为 18.6x 和 16.5x。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (4月9日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (百万元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
600141	兴发集团	14.55	0.29	0.64	1.08	49.1	22.5	13.4	1.75	16,100
同类公司:										
600596	新安股份	12.82	0.54	0.83	0.95	18.3	15.2	13.6	1.61	10,500
000902	新洋丰	17.18	0.50	0.73	0.89	15.8	21.9	19.4	3.23	22,300
	均值					17.1	18.6	16.5	2.42	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测(可比公司盈利预测选自 Wind 一致性预期)

对标行业平均估值水平,同时我们认为公司电子化学品业务即将放量,给公司带来估值一家,2021年可以给予公司 20-22x 估值,预计 2021 年将实现归母净利润 11.07 亿元,故公司的合理市值为 221.4-243.5 亿元,对应股价在 19.79-21.77 元之间。

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票价值在 19.79-22.93 元之间,相对于公司目前股价有约 37.4%~59.2%的估值空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

公司是磷化工龙头，精细化工循环经济产业链完整

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，具备磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的“矿肥化结合”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“磷硅盐协同”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。

目前公司拥有采矿权的磷矿石储量 4.61 亿吨，产能超过 500 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。主要产能包括黄磷 16 万吨/年、精细磷酸盐 18 万吨/年、磷铵 60 万吨/年、草甘膦 18 万吨/年、甘氨酸 10 万吨/年、有机硅单体 36 万吨/年、湿电子化学品 10 万吨/年

表 5: 公司主要产品产能

公司产品	产能	备注
磷矿石	超过 500 万吨/年	资源储量 4.61 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	包括无机磷酸盐、有机磷酸盐
磷铵	60 万吨/年	一铵 20 万吨，二铵 40 万吨
黄磷	16 万吨/年	
甘氨酸	10 万吨/年	以自用生产草甘膦为主
草甘膦	18 万吨/年	
有机硅单体	36 万吨/年	配套 15 万吨/年 107 胶和 110 胶，2 万吨/年硅油
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	2 万吨/年	
四甲基氢氧化铵 (TMAH)	2 万吨/年	
二甲亚砜 (DMSO)	4 万吨/年	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

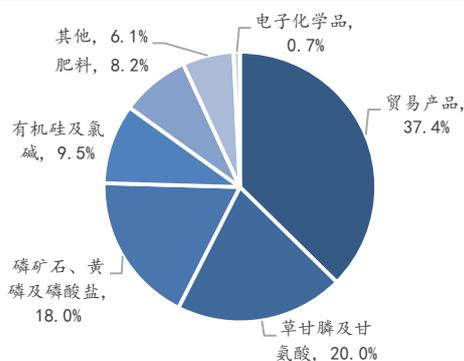
表 6: 公司规划（在建）产品产能

公司产品	产能	预计投产时间	备注
磷铵（磷酸二铵）	40 万吨/年	2021 年二季度	后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目
磷酸盐	40 万吨/年	2021 年二季度	后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目
硫酸	120 万吨/年	2021 年二季度	后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目
合成氨	40 万吨/年	2021 年二季度	联营公司星兴蓝天项目
电子级氢氟酸	3 万吨/年	2021 年二季度、2021 年底分别投产 1.5 万吨	兴力电子 3 万吨/年电子级氢氟酸项目
磷矿石	200 万吨/年	2022 年第三季度	后坪磷矿采矿工程项目
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
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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

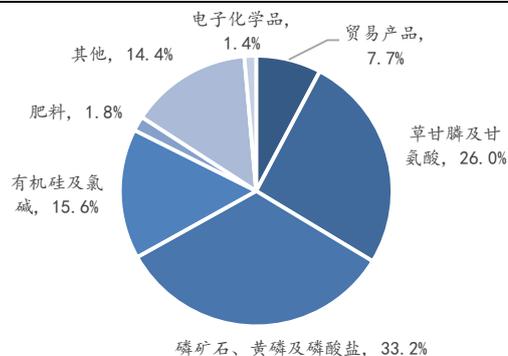
公司主营业务结构：公司收入主要来自贸易产品，2019年占比37.4%，草甘膦及甘氨酸占比20.0%，磷矿石、黄磷及磷酸盐占比18.0%；毛利方面，磷矿石、黄磷及磷酸盐贡献33.2%，草甘膦及甘氨酸贡献26.0%，有机硅及氯碱占比为15.6%，贸易产品毛利率只有2.8%，因此贡献毛利较少。

图 1：公司 2019 年主营业务结构情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2019 年主营业务毛利润

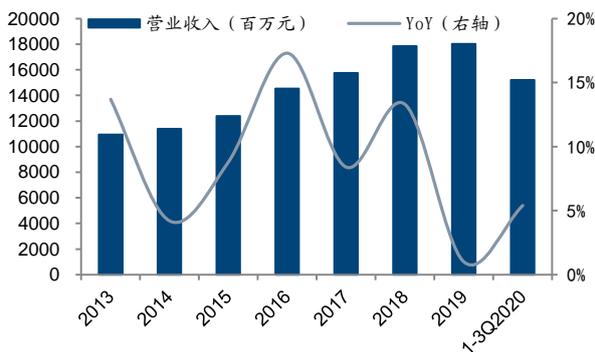


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司收入稳定增长，利润中枢不断提升：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年实现营业收入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，但利润中枢不断提升。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、二甲基亚砷产品涨价、水电自发电量增长的因素影响，公司实现归母净利润3.6亿元，同比增长20.3%。

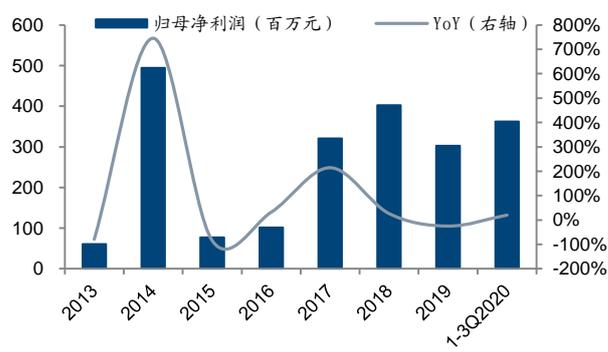
根据公司公告，2020年度预计实现归母净利润6.05-6.65亿元，同比增长100%-120%。2020年业绩预计大幅增加的原因主要系“磷硅协同”、“肥化结合”循环经济产业链进一步完善，成本控制能力增强，同时着力向内挖潜增效所致。一是公司全资子公司宜都兴发化工有限公司成功实现湿法磷酸精制工艺突破，10万吨/年湿法磷酸精制装置开车稳定性增强，精制磷酸产量逐步提升，盈利明显增加，推动“肥化”结合效益持续释放；二是公司全资子公司湖北兴瑞硅材料有限公司有机硅技术改造升级项目于2020年三季度建成投产，有机硅单体产能由20万吨/年增加至36万吨/年，单位生产成本显著下降，有机硅-草甘膦产业协同水平进一步提高。

图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速



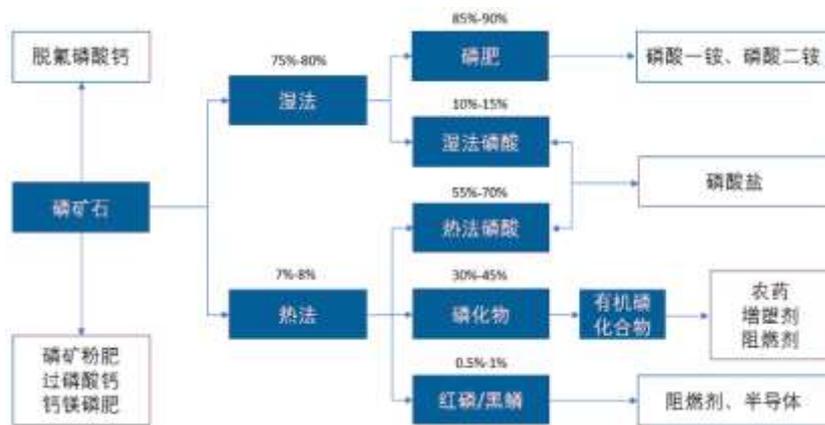
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

磷矿资源龙头企业，产业链布局成效显著

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，主要用于主产磷肥，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%。

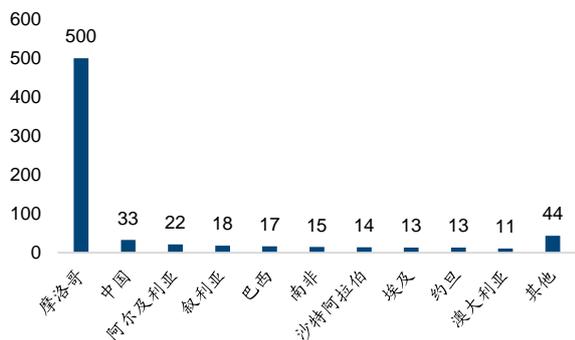
图 5: 磷化工产业链



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

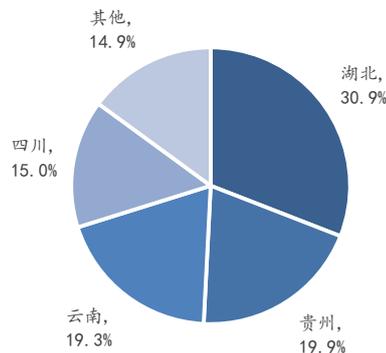
全球磷矿分布不均，我国磷矿“多而不富”。目前全球磷矿石探明储量超过 3000 亿吨，基础储量约 700 亿吨；其中摩洛哥磷矿石基础储量达到 500 亿吨，占据全球磷矿资源的近 80%。我国磷矿资源具有“多而不富”的特点；探明储量约 260 亿吨、基础储量 33 亿吨，全国磷矿平均品位在 18% 左右，可采储量的平均品位也仅有 23%，远低于 30% 的全球平均水平。我国磷矿石基础储量主要分布在湖北、贵州、云南和四川四省，分别占比 30.9%、19.9%、19.3%、15.0%。

图 6：全球磷矿石基础储量分布（亿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：我国磷矿石基础储量分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

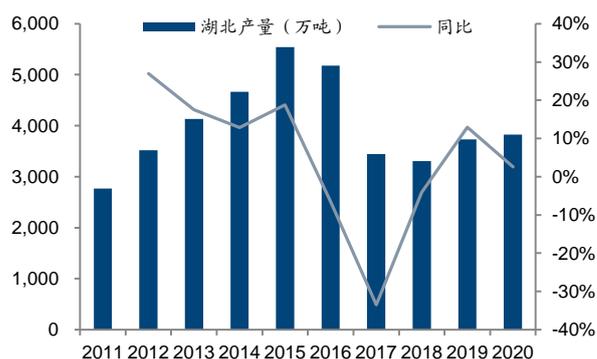
环保制约产量收缩，磷矿战略性地位凸显。随着国内环保政策的不断趋严以及“长江大保护”的实施，近年来国内磷矿石产量大幅下降：2020 年国内磷矿产量 8893 万吨，较 2016 年 1.4 亿吨产量下降 38%，2020 年湖北省产量 3828 万吨，较 2015 年 5500 万吨下降 30%，磷矿供给趋紧，资源战略性优势愈发突出。

图 8：2002 年至今我国磷矿石产量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：2011 年至今湖北磷矿石产量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

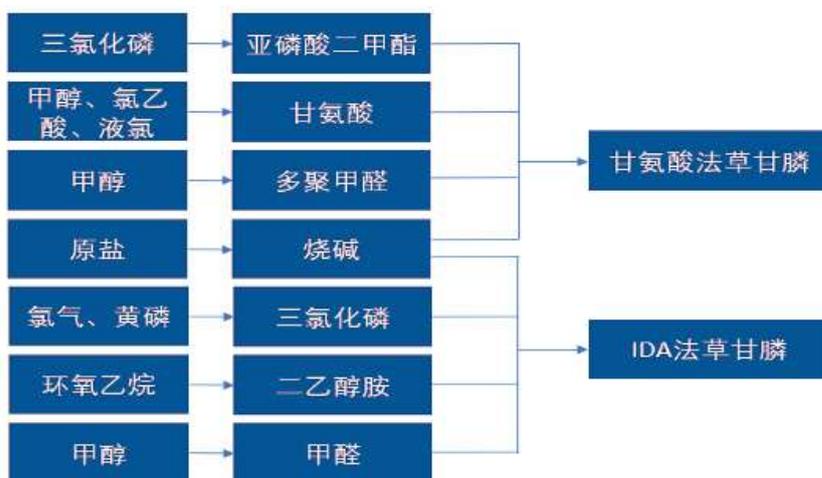
公司资源优势凸显，打造磷化工全产业链。公司拥有采矿权的磷矿石储量 4.61 亿吨，产能超过 500 万吨/年，同时拥有水电站 32 座，总装机容量 17.85 万千瓦，电能自给率 50% 以上，具备从资源端向下延伸的一体化优势，成功打造了“磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥”的磷化工完整产业链。下游产能包括黄磷 16 万吨/年、精细磷酸盐 18 万吨/年、磷铵 60 万吨/年，现已形成食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级产品 14 个系列 195 个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。其中精细磷酸盐包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠等，三聚磷酸钠产能居全国第一，六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/年磷铵项目、120 万吨/年硫酸项目、40 万吨/年合成氨项目，预计 2021 年二季度投产，将进一步降低磷肥成本，增厚公司利润。

公司是国内草甘膦双寡头一极，具备原材料保障优势

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



资料来源：国信证券经济研究所整理

表 7：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
好收成韦恩	江苏	IDA	7
扬农集团	江苏	IDA	3
和邦生物	四川	IDA	5

资料来源：公司公告，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

草甘膦需求稳定增长，转基因作物种植面积增加进一步拉动需求

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

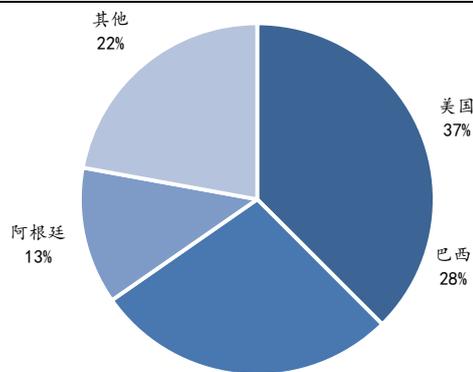
家。随着全球人口和转基因作物种植面积的增加，草甘膦需求未来预计仍将以每年 3%-5% 左右的速度稳定增长。同时，我国在 2019 年年底放开了转基因农户的种子许可，我国未来对转基因作物的种植面积有望增加，拉动对于草甘膦的需求。

图 11: 全球转基因作物种植面积



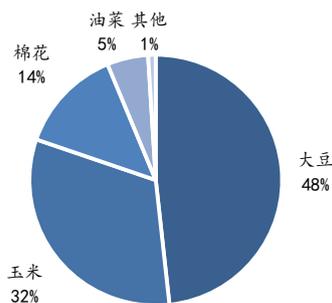
资料来源: 同花顺 iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 12: 不同国家转基因作物种植面积占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 13: 转基因作物种植面积占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 国信证券经济研究所整理

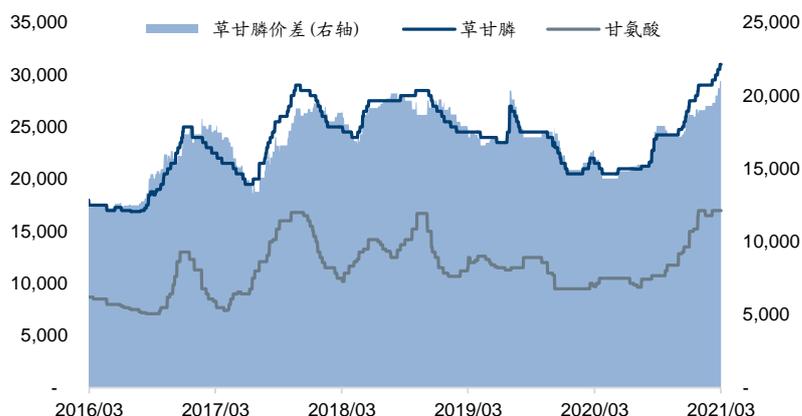
成本坚挺供需结构偏紧，草甘膦价格持续上涨，涨价有望超预期

草甘膦价格具有周期性，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。

草甘膦价格经历了 2019 年市场库存消化后，反弹趋势明显。疫情加剧了全球粮食供给体系的不稳定性和不确定性，粮食安全更受重视，草甘膦的海内外需求增强。年底受河北疫情影响导致草甘膦原材料甘氨酸供应紧张，原材料价格上涨，同时年底开工率不足，受物流运输影响导致下游供应紧张，跨国巨头刚性需求订单逐步落实，市场库存迅速降低，价格大幅上涨。

近期价格持续上调，主要受原料成本增加和供需偏紧的影响。一方面，基础化学品价格维持高位，支撑草甘膦成本；另一方面，生产商订单多安排至 2021 年 5-6 月份，远期价格在 33000-36000 元/吨，供应商开工维持高负荷。

图 14: 甘氨酸法草甘膦价格与价差 (元/吨)



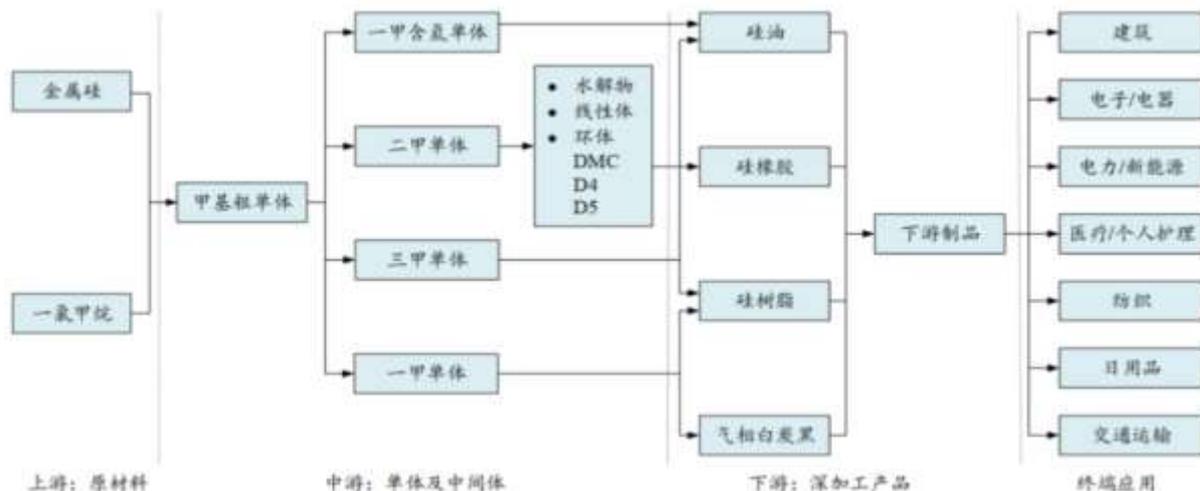
资料来源: Wind, 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

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。内蒙兴发背压式机组项目 2020 年四季度投入运营后彻底解决内蒙兴发用能瓶颈, 大幅提升草甘膦装置开车效率。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; 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。

有机硅龙企扩产行业面临整合, 公司加快布局下游产业链

有机硅是指含有碳硅键、且至少有一个有机基团是直接和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、医疗器械、日化个护等。

图 15: 有机硅产业链



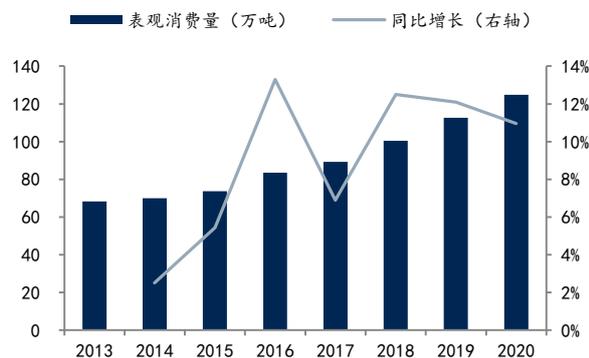
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

有机硅新增产能集中在我国, 项目大量投产有机硅价格中长期承压

国内有机硅扩产规模大, 未来存在供给过剩风险。截至 2020 年底, 我国共有 13 家甲基单体生产企业, 产能约 338 万吨 (折聚硅氧烷产能约 169 万吨/年, 单体与聚硅氧烷比例约为 2:1)。2021-2023 年, 按计划新增产能分别为 30 万吨、45 万吨、30 万吨, 产能增速分别为 17.8%、22.6%、12.3%。从全球范围看年均增速均超过 10%, 高于全球 5%-6% 的消费增速, 我们认为中长期来看, 国内有机硅存在供给过剩风险。

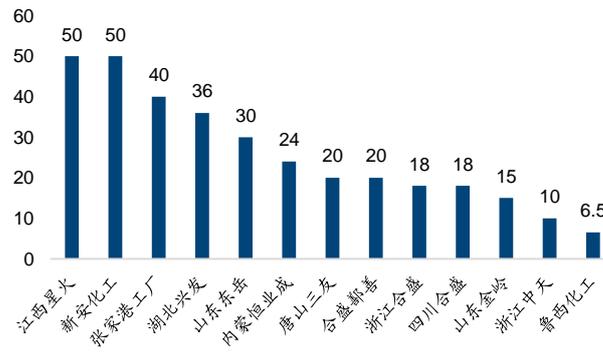
我国是全球有机硅生产和消费大国, 2020 年中国有机硅消费量约 115 万吨。未来随着中国经济转型的逐步推进, 以及“中国制造 2025”“一带一路”国家战略的稳健实施, 有机硅消费量仍将继续增长, 预计 2023 年消费量将达 140 万吨, 2020-2023 年均增长率约 6.7%, 我国仍是全球有机硅需求增长的主要驱动力。

图 16: 我国有机硅表观消费量及同比 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2020 年底我国有机硅单体产能分布 (万吨/年)



资料来源: 各公司官网, 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

表 8: 国内有机硅计划新增产能

企业名称	产能 (万吨/年)	计划投产时间	备注
合盛硅业 (石河子)	40	2021 年上半年	2 月已投产 20 万吨, 6 月计划投产 20 万吨

内蒙古恒星	20	2021年6月	
2021年合计	单体60万吨，折合环体30万吨		
合盛硅业（云南）一期	40	2022年中	
云南能投一期	20	2022年中	
山东东岳	30	2022年中	
2022合计	单体90万吨，折合环体45万吨		
内蒙乌海	40	2023年	
福建源岭	20	2023年	
2023合计	单体60万吨，折合环体30万吨		
鲁西化工	100		规划中
合盛硅业（云南）一期	40		规划中
云南能投一期	20		规划中
合计	单体370万吨，折合环体185万吨		

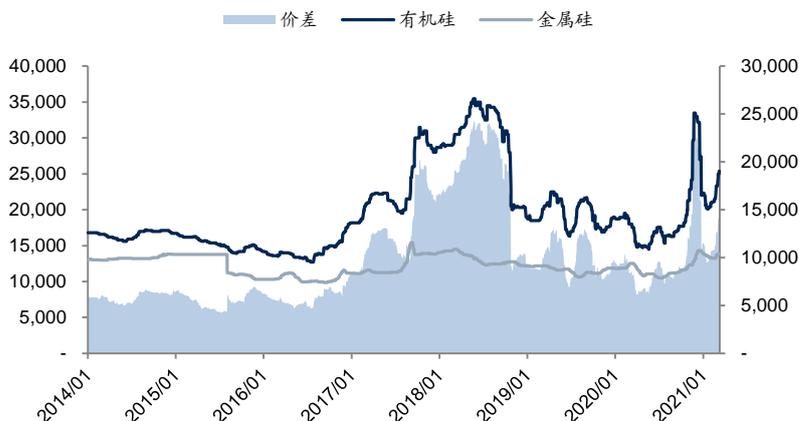
资料来源：各公司官网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

近期有机硅产品价格大涨，行业盈利能力大幅改善

金三银四旺季到来，有机硅DMC及下游产品价格大幅上涨。有机硅价格2021年初受到去年年底价格过快拉升的影响，短期货源供应紧张局面缓解，价格由33000元/吨跌回20500元/吨低位，因此下游在春节前受高位价格回落影响备货较少。春节后受国内部分企业开工低位，以及进入3月份下游厂家复工，房地产、纺织、日用品等行业逐渐回暖，同时海外需求良好，尤其下游室温胶进入传统金三银四的需求旺季，导致有机硅单体厂家接单顺畅。企业库存低位，春季行情复苏备货下导致国内有机硅市场价格大涨。

不可抗力影响供给，下游供给紧张提供涨价空间。目前国内有机硅企业开工负荷偏紧，市场整体开工保持约80%左右负荷。2020年11月国内一套5万吨/年有机硅装置（折环体，下同）由于火灾停车，至今尚未复产，4月份蓝星星火25万吨/年装置预计停车35天进行检修计划，合盛石河子基地2月份投产的10万吨/年装置目前仍在试车爬坡中，因此供应预期短期减少之下市场采购心态积极。目前4月份企业预售订单良好。3月8日，下游一家硅基新材料生产厂家发生意外着火事件，导致其气相白炭黑及硅烷偶联剂装置停车30天，该企业气相白炭黑产能占国内总产能的5%左右，硅烷偶联剂产能占国内总产能的12%左右，此次装置停车或将加剧市场货源的紧张状况，带动有机硅下游的气相白炭黑与硅烷偶联剂价格上涨，我们预计4月份国内有机硅市场继续存上涨可能。

图 18: 有机硅价格与价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

目前公司具备有机硅单体产能 36 万吨/年, 配套 15 万吨/年 107 胶和 110 胶、2 万吨/年硅油等装置。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。

积极布局电子化学品, 打造国际一流的电子化学品生产基地

湿电子化学品是超大规模集成电路、LED 芯片、显示面板、太阳能电池等生产过程中不可缺少的、关键性基础化工材料之一。全球湿电子化学品先进技术主要由欧美、日本、韩国等国家以及中国台湾地区掌握。随着半导体产业向中国转移, 国内半导体产业发展迎来爆发期。2020 年, 全球是电子化学品市场规模预计为 58.50 亿美元, 在总体应用领域中的用量达到 388 万吨, 我国湿电子化学品的市场规模预计超过 185 亿元, 在下游半导体、平板显示及太阳能光伏等三大应用领域中的用量合计约为 155 万吨, 整体用量需求复合增长率将达到 29.8%。

湿电子化学品可以分为通用湿电子化学品和功能湿电子化学品两大类, 通用湿电子化学品主要包括电子级硫酸、电子级磷酸、电子级氢氟酸、电子级双氧水、电子级氨水等, 其中电子级磷酸、电子级硫酸和电子级双氧水的应用量相对较大。而功能湿电子化学品主要是根据下游客户的具体需求, 通过复配技术制成的混合试剂 (比如各类蚀刻液等), 其配方需要定制开发, 技术专有性强, 难替代、附加值高。

公司湿电子化学品产能规模居行业前列, 质量总体处于国内先进水平, 其中电子级磷酸纯度达到 SEMI G2 等级, 关键金属杂质含量小于 10ppb, 生产技术达到世界先进水平; 电子级硫酸纯度达到 SEMI G5 级别, 关键金属杂质含量小于 10ppt。目前兴福电子生产的湿电子化学品已得到了国内外知名半导体及显示面板客户的广泛认可, 主要客户包括中芯国际、华虹宏力、SK 海力士、台积电、格罗方德、联华电子等。

公司现有 10 万吨湿电子化学品，包括 3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级硫酸、3 万吨/年电子级混配液、2 万吨/年电子级 TMAH。兴力电子电子级氢氟酸一期 1.5 万吨产能预计今年二季度投产；兴福电子定增项目 6 万吨/年芯片用超高纯电子化学品项目（1 万吨/年电子级双氧水、2 万吨/年电子级蚀刻液、3 万吨/年电子级硫酸）、3 万吨/年电子级磷酸技改项目已启动建设。

公司未来定位电子新材料龙头，“十四五”期间，子公司兴福电子将规划为国际一流的电子化学品生产基地，规划产能 55 万吨/年，产品包括湿电子化学品、电子级硅材料、电子级特气、电子级电镀液、电子级研磨液、电子级前驱体等。项目建成投产后，将提升公司在电子新材料领域的综合竞争力，为公司带来新的收入和利润增长点。

盈利预测

按假设前提，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 208.83 亿元、221.89 亿元、235.90 亿元，归母净利润 6.59、11.07、15.15 亿元，利润年增速分别为 118.0%、67.9%、36.9%，摊薄 EPS=0.64/1.08/1.47 元。

假设前提

我们的盈利预测主要基于以下假设条件：

假设 1：公司有机硅环体 2020-2022 年销量分别为 7、10、12 万吨；

假设 2：公司磷铵 2020-2022 年销量分别为 62、87、102 万吨；

假设 3：公司 2020-2022 年期间费用率保持不变。

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 9：公司业务分拆预测

	2019	2020E	2021E	2022E
草甘膦及副产品	3,613.66	3,855.00	5,055.00	5,360.00
yoy	7.4%	6.7%	31.1%	6.0%
毛利率	17.6%	20.0%	22.0%	25.0%
有机硅及深加工产品	1,432.87	1,485.00	2,000.00	2,320.00
yoy	-32.3%	3.6%	34.7%	16.0%
毛利率	20.6%	20.0%	22.0%	23.0%
磷铵	1,477.89	1,612.00	2,367.00	2,732.00
yoy	-15.0%	9.1%	46.8%	15.4%
毛利率	2.9%	8.0%	12.0%	14.0%
氯碱	287.00	263.50	279.00	294.50
yoy	5.1%	-8.2%	5.9%	5.6%
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
精细磷酸盐	2,737.89	2,910.00	3,020.00	3,065.00
yoy	2.6%	6.3%	3.8%	1.5%
毛利率	21.8%	22.0%	22.5%	23.0%
磷矿石	510.07	616.00	672.00	825.00
yoy	-30.6%	20.8%	9.1%	22.8%
毛利率	42.1%	55.0%	55.0%	57.0%
贸易	6,748.57	8,500.00	7,000.00	7,000.00
yoy	14.7%	26.0%	-17.6%	0.0%
毛利率	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
其他业务	1,097.22	1,481.25	1,555.31	1,633.07
yoy	1.7%	35.0%	5.0%	5.0%
毛利率	32.1%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

基于此业务拆分，我们对未来三年进行了预测。公司的主营业务由于多因素的驱动正处于快速增长阶段，同时公司创新业务取得初步进展，因此我们假设四

项费用率（包括研发费用）保持在 9%左右，随后缓慢下降。

未来 3 年盈利预测

表 10: 未来 3 年盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18039	20883	22189	23590
营业成本	15593	17997	18572	19361
销售费用	701	814	865	920
管理费用	237	330	324	316
财务费用	625	471	377	293
营业利润	483	1011	1698	2325
利润总额	457	1011	1698	2325
归属于母公司净利润	302	659	1107	1515
EPS	0.29	0.64	1.08	1.47
ROE	4%	8%	12%	15%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

按假设前提，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 208.83 亿元、221.89 亿元、235.90 亿元，归母净利润 6.59、11.07、15.15 亿元，利润年增速分别为 118.0%、67.9%、36.9%，摊薄 EPS=0.64/1.08/1.47 元。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 19.79-22.93 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）、永续增长率的计算的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生变化，公司持续成长性实际较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均静态 PE 做为相对估值的参考，可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

公司主营产品众多，收入存在由于产品价格大幅波动，导致收入增长超预期或低于预期的风险；公司毛利率存在原材料价格大幅波动，导致毛利率超预期或低于预期的风险。

销售费用、管理费用、研发费用投入或存在超预期的风险。

政策风险

安全环保相关政策转向的风险。

经营风险

新增产能投放进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	337	1081	1162	1404	营业收入	1295	1600	2571	3219
应收款项	51	88	141	176	营业成本	1036	1290	2061	2573
存货净额	223	262	422	528	营业税金及附加	16	21	33	42
其他流动资产	23	28	45	56	销售费用	37	45	72	90
流动资产合计	1707	1559	1869	2264	管理费用	23	29	46	57
固定资产	347	412	470	522	财务费用	(3)	(18)	(32)	(34)
无形资产及其他	51	49	47	45	投资收益	(4)	10	0	0
投资性房地产	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	10	0	0	0
长期股权投资	0	10	20	30	其他收入	27	0	0	0
资产总计	2126	2050	2427	2882	营业利润	220	243	391	491
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	13	17	27	34	利润总额	219	243	391	491
其他流动负债	29	36	58	73	所得税费用	4	5	8	10
流动负债合计	43	53	85	107	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	(300)	(300)	(300)	归属于母公司净利润	216	238	383	482
其他长期负债	15	15	15	15					
长期负债合计	15	(285)	(285)	(285)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	58	(232)	(200)	(178)	净利润	216	238	383	482
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	4	1	1	1
股东权益	2068	2282	2627	3060	折旧摊销	28	35	43	50
负债和股东权益总计	2126	2050	2427	2882	公允价值变动损失	(10)	0	0	0
					财务费用	(3)	(18)	(32)	(34)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(69)	(69)	(197)	(130)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(4)	(1)	(1)	(1)
每股收益	1.80	1.98	3.19	4.01	经营活动现金流	164	205	229	401
每股红利	0.13	0.20	0.32	0.40	资本开支	(80)	(100)	(100)	(100)
每股净资产	17.23	19.02	21.89	25.50	其它投资现金流	(1073)	973	0	0
ROIC	21%	20%	29%	31%	投资活动现金流	(1153)	863	(110)	(110)
ROE	10%	10%	15%	16%	权益性融资	1215	0	0	0
毛利率	20%	19%	20%	20%	负债净变化	0	(300)	0	0
EBIT Margin	14%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(15)	(24)	(38)	(48)
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	其它融资现金流	(82)	0	0	0
收入增长	27%	24%	61%	25%	融资活动现金流	1102	(324)	(38)	(48)
净利润增长率	61%	10%	61%	26%	现金净变动	113	744	81	243
资产负债率	3%	-11%	-8%	-6%	货币资金的期初余额	224	337	1081	1162
息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	货币资金的期末余额	337	1081	1162	1404
P/E	34.2	31.0	19.3	15.3	企业自由现金流	59	77	98	267
P/B	3.6	3.2	2.8	2.4	权益自由现金流	(23)	(205)	129	301
EV/EBITDA	35.2	28.6	17.9	14.2					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032