

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

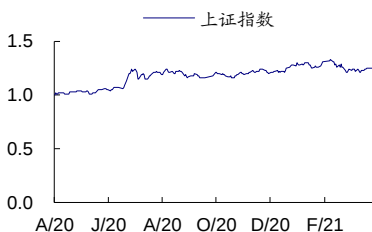
兴发集团(600141)
买入

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 29 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)	15,139/11,569
上证综指/深圳成指	3,457/14,398
12 个月最高/最低(元)	15.45/8.62

相关研究报告:

《兴发集团-600141-深度报告: 磷化工龙头拐点已至, 电子化学品业务有望爆发》——2021-04-11
 《兴发集团-600141-2012 年半年报点评: 内生性因素助推股价》——2012-08-08

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码: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

电话:

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: 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码: S0980519040001

证券分析师: 刘子栋

电话:

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: 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。

财报点评

业绩高速增长, 磷化工龙头再腾飞

● 2020 年归母利润创历史新高, 21Q1 业绩爆发增长

公司 2020 年营收 183.17 亿元 (YoY+1.54%), 归母净利润 6.24 亿元 (YoY+106.29%), 扣非后归母净利润 6.32 亿元 (YoY+113.88%), 归母利润为历史最好水平, 业绩符合预期。公司 21Q1 营收 44.67 亿元 (YoY+14.33%, QoQ+44.22%), 归母净利润 3.55 亿元 (YoY+1363.57%, QoQ+35.55%), 扣非后归母净利润 3.51 亿元 (YoY+2602.57%, QoQ+26.43%), 21Q1 归母利润略超预期, 为单季历史最好水平。

● 草甘膦、有机硅景气回暖, 产能投放步入业绩释放期

公司 2020 年有机硅通过技改单体产能从 20 万吨/年增加至 36 万吨/年, 同时配套新建特种硅橡胶产能 8 万吨/年; 内蒙兴发电联产项目建成投运, 彻底解决草甘膦装置用能瓶颈。目前宜都兴发 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目进入试车阶段, 产能包括 40 万吨/年磷酸、40 万吨/年磷酸、120 万吨/年硫酸等, 同时星兴蓝天在建 40 万吨/年合成氨项目也已进入试运行阶段, 21Q2 有望投产, 业绩环比有望高增长。

● 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, 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。
● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

我们上调公司 2021-2022 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.71/17.87/21.17 亿元 (原值为 11.07/15.15 亿元), 同比增速 119.7%/30.4%/18.5%; 摊薄 EPS=1.33/1.74/2.06 元, 当前股价对应 PE=10.3/7.9/6.6x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

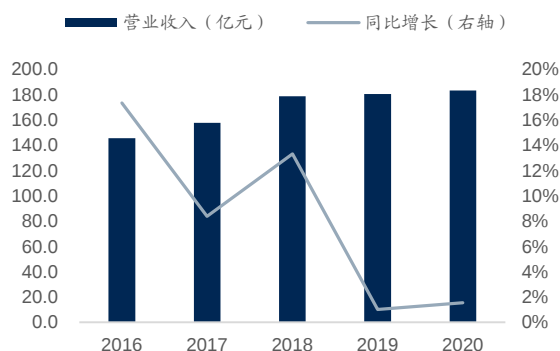
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,039	18,317	20,301	21,688	23,157
(+/-%)	1.0%	1.5%	10.8%	6.8%	6.8%
净利润(百万元)	302	624	1371	1787	2117
(+/-%)	-24.8%	106.3%	119.7%	30.4%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.56	1.33	1.74	2.06
EBIT Margin	7.5%	9.7%	10.2%	12.0%	12.7%
净资产收益率(ROE)	3.7%	6.6%	13.3%	16.0%	17.3%
市盈率(PE)	46.6	24.6	10.3	7.9	6.6
EV/EBITDA	14.2	11.9	8.8	7.6	7.0
市净率(PB)	1.73	1.62	1.37	1.26	1.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

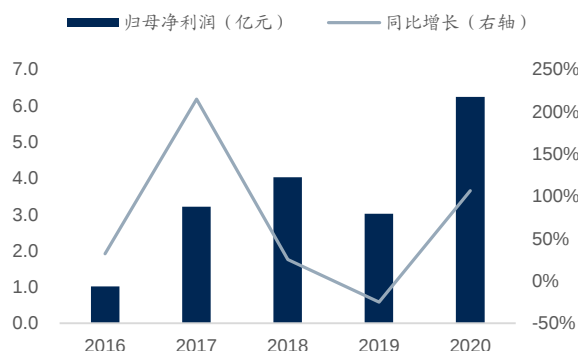
2020 年归母利润创历史新高，21Q1 业绩爆发增长。公司 2020 年营收 183.17 亿元 (YoY+1.54%)，归母净利润 6.24 亿元 (YoY+106.29%)，扣非后归母净利润 6.32 亿元 (YoY+113.88%)，归母利润为历史最好水平，业绩符合预期。公司 21Q1 营收 44.67 亿元 (YoY+14.33%，QoQ+44.22%)，归母净利润 3.55 亿元 (YoY+1363.57%，QoQ+35.55%)，扣非后归母净利润 3.51 亿元 (YoY+2602.57%，QoQ+26.43%)，21Q1 归母利润略超预告，为单季历史最好水平。

图 1：兴发集团年度营业收入及增速



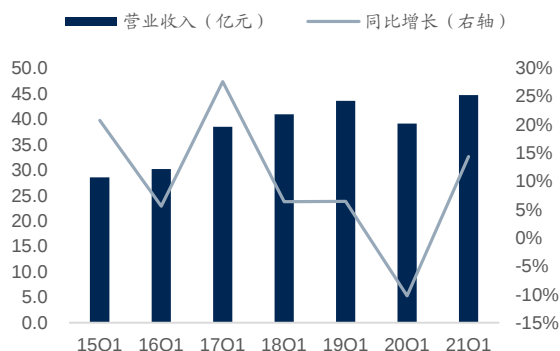
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：兴发集团年度归母净利润及增速



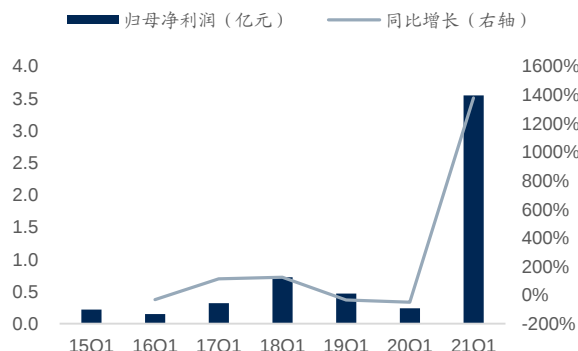
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：兴发集团一季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

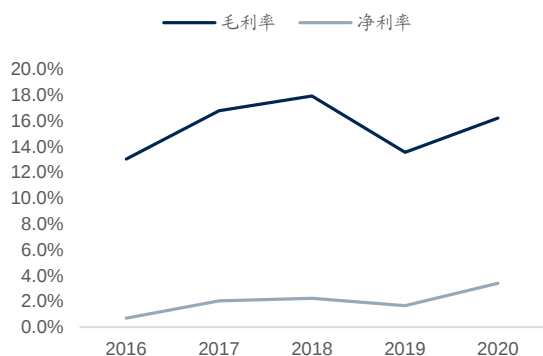
图 4：兴发集团一季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

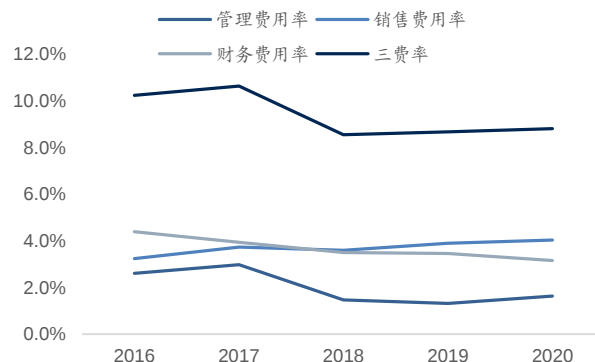
毛利率、净利率同比提升，公司三费率保持稳定。公司 2020 年毛利率为 16.22% (YoY+2.66pp)，净利率为 3.41% (YoY+1.73pp)，公司净利率水平较低主要由于收入中贸易占比较大。21Q1 公司毛利率、净利率分别为 21.76%、7.94%。三费方面，公司 2020 年三费率为 8.81% (YoY+0.14pp)，财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为 3.15% (YoY-0.31pp)、1.63% (YoY+0.31pp)、4.03% (YoY+0.14pp)。公司 21Q1 三费率为 8.17%，财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为 2.82%、1.35%、4.00%。

图 5：兴发集团毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：兴发集团三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind、国信证券经济研究所整理

有机硅、草甘膦景气回暖，公司进入产能、业绩释放期。

分板块来看，公司 2020 年营业收入 183.17 亿元，其中贸易、草甘膦、磷矿石及下游、有机硅分别占比为 30.4%、24.0%、19.1%、14.4%，公司毛利润 29.70 亿元，其中磷矿石及下游、草甘膦、有机硅占比分别为 30.9%、28.0%、23.1%，三大板块合计占比 82.0%。

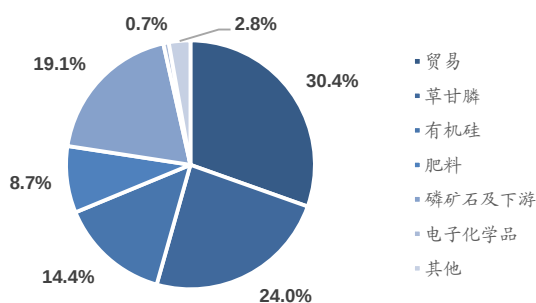
公司 2020 年内蒙兴发热电联产项目建成投运，彻底解决草甘膦装置用能瓶颈。草甘膦营收 34.60 亿元 (YoY+12.39%)，产量 16.10 万吨 (YoY+1.07%)，销量 17.14 万吨 (+26.22%)，全年不含税均价 20186 元/吨 (YoY-10.95%)。21Q1 不含税均价 22123 元/吨 (YoY+19.46%，QoQ+7.26%)，目前公司 4 月底草甘膦含税报价在 35000-36000 元/吨。

公司 2020 年有机硅 DMC 单体产能由 20 万吨/年扩产至 36 万吨/年，同时配套新建特种硅橡胶产能 8 万吨/年。全年板块营收 23.72 亿元 (YoY+65.51%)，其中 DMC 和 107 胶产量 13.53 万吨 (YoY+31.49%)，销量 8.10 万吨 (+17.22%)，全年不含税均价 15570 元/吨 (YoY-5.29%)，21Q1 不含税均价 18968 元/吨 (YoY+19.46%，QoQ-1.13%)。板块营收大幅增加主要由于 110 胶新增产能释放，全年 110 胶公司累计营收 9.18 亿元，全年生产 110 胶 5.21 万吨，销售 4.36 万吨。

磷矿石及下游板块方面，宜都兴发 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目进入试车阶段，磷矿石营收 6.41 亿元 (YoY+25.67%)，产量 517.48 万吨 (YoY+43.69%)，外售 307.40 万吨 (YoY+53.65%)，单吨不含税价格 208.52 元/吨 (YoY-18.21%)，2021 年 3 月中旬，受下游磷铵需求增加及价格上涨因素影响，磷矿石 (28%品位) 涨价 50 元/吨，船板价约 400 元/吨。黄磷营收 3.70 亿元 (YoY+319.88%)，产量 11.41 万吨 (YoY+19.23%)，外售 2.52 万吨 (YoY+334.48%)，单吨不含税价格 14682 元/吨 (YoY-3.36%)。2021 年 3 月末，受行业开工率降低等因素影响，黄磷市场价格小幅上涨至 17600 元/吨。

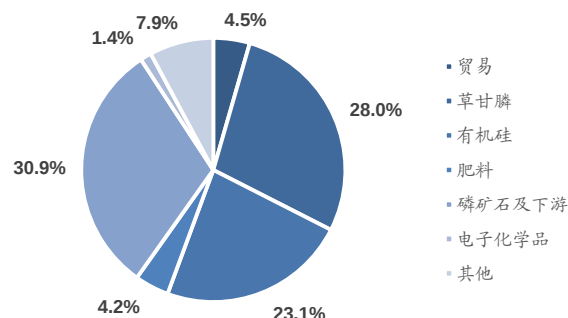
电子化学品板块，联营公司兴力电子 3 万吨/年电子级氢氟酸项目 (一期) 进入收尾阶段，兴福电子 3 万吨/年电子级磷酸技改及 6 万吨/年芯片用超高纯电子级化学品等项目正在稳步推进。

图 7：兴发集团各板块营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：兴发集团各板块毛利润占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

21Q2 磷铵产能释放，业绩有望环比持续增长。公司现有磷铵产能 60 万吨，其中磷酸一铵 20 万吨，磷酸二铵 40 万吨。当前宜都园区在建 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目（主要产品包括：40 万吨/年磷酸、40 万吨/年磷铵、120 万吨/年硫酸等），以及参股子公司星兴蓝天在建 40 万吨/年合成氨项目，均已进入试运行阶段，待上述项目达产达效后，公司磷铵产能将增加至 100 万吨/年，规模效益更加突出，用能成本显著下降，同时生产磷铵所需的合成氨保障能力显著增强，有助于提高磷铵产品的成本控制能力。

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。公司控股子公司兴福电子经过 10 多年发展，目前已建成 10 万吨湿电子化学品规模，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。主要客户包括中芯国际、台湾联电、华虹宏力、SK 海力士、格罗方德等。公司联营公司兴力电子目前在建 3 万吨/年电子级氢氟酸项目，一期 1.5 万吨/年装置已进入试生产阶段。2020 年，兴福电子 IC 级磷酸销量同比增长 74.71%，用于 8 寸及以上晶圆的 IC 级硫酸销量同比增长 124.57%，IC 级蚀刻液销量同比增长 91.06%，公司未来有望成为国际一流的电子化学品生产基地。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。我们上调公司 2021-2022 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.71/17.87/21.17 亿元（原值为 11.07/15.15 亿元），同比增速 119.7%/30.4%/18.5%；摊薄 EPS=1.33/1.74/2.06 元，当前股价对应 PE=10.3/7.9/6.6x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2179	4043	6100	8542	营业收入	18317	20301	21688	23157
应收款项	928	1001	1188	1269	营业成本	15347	16831	17606	18628
存货净额	1503	1690	1762	1871	营业税金及附加	152	203	217	232
其他流动资产	1930	2139	2285	2440	销售费用	739	812	868	926
流动资产合计	6540	8888	11346	14126	管理费用	298	382	403	425
固定资产	17783	16638	15357	14031	财务费用	577	468	439	405
无形资产及其他	1942	1864	1786	1709	投资收益	88	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	1545	1545	1545	1545	资产减值及公允价值变动	160	(15)	(50)	(50)
长期股权投资	1650	1660	1670	1680	其他收入	(680)	0	(20)	(30)
资产总计	29460	30595	31704	33091	营业利润	774	1554	2026	2401
短期借款及交易性金融负债	7506	7500	7500	7500	营业外净收支	(67)	0	0	0
应付款项	3269	3466	3616	3838	利润总额	707	1554	2026	2401
其他流动负债	2194	2346	2451	2603	所得税费用	105	233	304	360
流动负债合计	12969	13312	13567	13941	少数股东损益	(23)	(50)	(65)	(77)
长期借款及应付债券	4507	4507	4507	4507	归属于母公司净利润	624	1371	1787	2117
其他长期负债	1188	1188	1188	1188					
长期负债合计	5695	5695	5695	5695					
负债合计	18664	19007	19262	19636					
少数股东权益	1336	1306	1267	1221					
股东权益	9459	10281	11175	12234					
负债和股东权益总计	29460	30595	31704	33091					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	624	1371	1787	2117
资产减值准备	65	13	(10)	(13)
折旧摊销	1075	1695	1818	1867
公允价值变动损失	(160)	15	50	50
财务费用	577	468	439	405
营运资本变动	1683	(107)	(161)	17
其它	(62)	(43)	(29)	(33)
经营活动现金流	3224	2944	3455	4005
资本开支	(2322)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	0	(15)	5	5
投资活动现金流	(2614)	(525)	(505)	(505)
权益性融资	794	0	0	0
负债净变化	(52)	0	0	0
支付股利、利息	(702)	(548)	(893)	(1059)
其它融资现金流	637	(6)	0	0
融资活动现金流	(78)	(555)	(893)	(1059)
现金净变动	532	1864	2057	2442
货币资金的期初余额	1647	2179	4043	6100
货币资金的期末余额	2179	4043	6100	8542
企业自由现金流	1952	2850	3363	3888
权益自由现金流	2537	2445	2990	3544

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