

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

兴发集团 (600141)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年05月19日

## 拟投建有机硅新材料一体化项目，增强内蒙战略生产基地功能

证券分析师：杨林	010-88005379	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		xuecong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001
联系人：张玮航	021-61761041	zhangweihang@guosen.com.cn	
证券分析师：刘子栋		liuzidong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

## 事项：

2021年5月17日晚间，兴发集团发布公告：公司拟由内蒙古兴发科技有限公司为实施单位，于内蒙古乌海市经济开发区乌达工业园区，建设有机硅新材料一体化循环项目（包括40万吨/年有机硅单体及配套5万吨/年草甘膦、30万吨/年烧碱生产装置）。本项目投资估算43.08亿元，其中40万吨/年有机硅单体装置投资23.08亿元，拟于2023年6月建成投产；配套的5万吨/年草甘膦装置投资8.61亿元，拟于2022年6月建成投产；30万吨/年烧碱装置投资11.39亿元，择机建设。本项目资金为公司自筹，待项目全部建成投产后，预计可实现销售收入50.19亿元，销售利润7.23亿元，税后利润4.29亿元。本项目投产后，将进一步壮大公司有机硅产业，提升市场影响力和综合竞争力，同时进一步优化有机硅、草甘膦生产工艺，降低生产成本，提升公司经营效益。

**打造内蒙古成为支撑公司高质量发展的重要战略生产基地。**内蒙兴发地处内蒙古省级工业园-乌达工业园区，园区及周边化工企业较多，基础条件较好，原材料及电力成本较低。公司决定将内蒙兴发打造成为支撑公司高质量发展的重要战略生产基地，重点围绕“磷-硅-盐”协同及磷化工下游高附加值领域等开展具备较强市场竞争力的项目投资，将进一步增强公司在磷、硅产业的市场竞争优势。

**做大做强有机硅新材料产业、加快转型发展，完善内蒙兴发产能配套、实现提质增效。**有机硅新材料产业是公司“十四五”重点发展的产业之一，也是国家及地方政府鼓励发展的战略新兴产业。经过多年发展，公司现拥有有机硅单体产能36万吨/年，通过自建、并购和招商引资等方式形成了7万吨/年110胶、8万吨/年107胶、1万吨/年密封胶、1万吨/年混炼胶、1万吨/年特种硅油、0.8万吨/年白炭黑等有机硅下游配套产品规模。同时基于掌握的先进生产工艺以及与宜昌园区内草甘膦装置的有效协同，公司有机硅生产成本控制能力居行业前列。公司于2018年收购内蒙兴发100%股权后，通过加强管理、夯实资本、完善配套等措施，着力促进内蒙兴发提质增效并取得一定成效。本项目建成后，结合内蒙兴发现有5万吨/年草甘膦及热电装置，将最终形成完整的“磷-硅-盐”产业链循环，彻底解决内蒙兴发生产草甘膦所需氯、碱原料稳定供应问题以及副产氯甲烷销售问题，将从本质上增强内蒙兴发盈利能力，提高公司利润水平。

**国信化工观点：**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。本项目投产后，将进一步壮大公司有机硅产业，提升该产业市场影响力和综合竞争力，同时进一步优化有机硅、草甘膦生产工艺，降低生产成本，提升公司经营效益。我们预计公司2021-2023年归母净利润13.71/17.87/21.17亿元，对应EPS为1.33/1.74/2.06元，对应当前股价PE为11.1/8.5/7.2X，维持“买入”评级。

## 评论:

### ■ 成本坚挺供需结构偏紧，公司作为双寡头一极，有望受益于草甘膦价格持续上涨

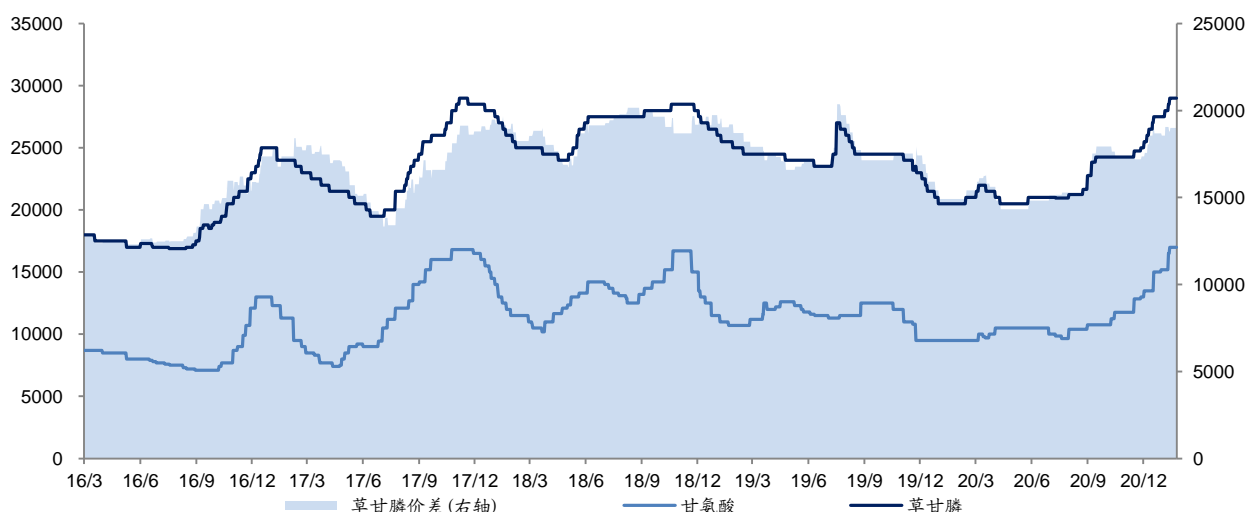
目前全球草甘膦产能约 110 万吨/年，海外只有孟山都具备 38 万吨/年产能，其余约 70 万吨/年产能均在中国，江山股份拟重组并购福华通达全部股权后具备 22.3 万吨/年产能，兴发集团具备 18 万吨/年产能，国内呈现双寡头垄断格局。从工艺路线看，草甘膦分为甘氨酸工艺与 IDA 工艺，国内以甘氨酸工艺为主，甘氨酸、IDA 路线产能分别为 50.3 万吨/年和 21 万吨/年。2020 年国内产量约 60 万吨，行业开工率 85%左右。

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。2020 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。

从成本端来看，冰醋酸-甘氨酸-草甘膦、黄磷-草甘膦传导涨势，支撑草甘膦市场行情强势运行；从供给端来看，环保趋严后行业集中度提高明显，当前场内货源延续偏紧态势；从需求端来看，随着全球粮食安全战略升级、以及国产主粮领域转基因作物连续获批，草甘膦海内外需求有望增强。近期全球极端天气的持续和新冠疫情加剧了全球粮食供给体系的不稳定性和不确定性，刺激了包括巴西、阿根廷等在内的粮食生产大国的农资需求，草甘膦国际需求出现恢复性增长；从下游农产品角度看，全球作物的上涨周期有望带动农药的需求回暖，并拉动草甘膦整体需求景气上升。近期草甘膦价格持续上调，截至 5 月 18 日，95%草甘膦原粉供应商成交参考价为 4.1-4.15 万元/吨，港 FOB 6400-6480 美元/吨，供应商开工维持高负荷。

本次 5 万吨/年草甘膦装置将主要包括 5 万吨/年草甘膦合成、三氯化磷、二甲酯及配套氯甲烷回收以及污水处理、母液处理等装置，并配套建设公用工程。据公司测算，5 万吨/年草甘膦装置投产后，可生产并外销草甘膦原药 5 万吨以及其他副产物，实现销售收入 11.34 亿元、销售利润 0.85 亿元。

图 1：草甘膦近期价格上涨，价差扩大（元/吨）



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 有机硅龙头企业扩产行业面临整合，公司加快布局下游产业链，近期有机硅行业盈利能力大幅改善

近期有机硅 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，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。

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，有机硅市场价格依然高位坚挺，截至 5 月 18 日，DMC 市场参考报盘 27000 元/吨（散水）。本次 40 万吨/年有机硅装置建设将包括 40 万吨/年单体合成装置以及配套的单体分离、水解、裂解、精馏、尾气焚烧等装置，并配套建设公辅工程。据公司测算，40 万吨/年有机硅装置投产后，可生产并外销 DMC19.12 万吨以及其他副产物，实现销售收入 32.77 亿元、销售利润 5.24 亿元。本项目投产后，将进一步壮大公司有机硅产业，提升该产业市场影响力和综合竞争力，同时进一步优化有机硅、草甘膦生产工艺，降低生产成本，提升公司经营效益。

### ■ 磷矿资源龙头企业，产业链布局成效显著

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。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。

### ■ 投资建议：维持“买入”评级。

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。本项目投产后，将进一步壮大公司有机硅产业，提升该产业市场影响力和综合竞争力，同时进一步优化有机硅、草甘膦生产工艺，降低生产成本，提升公司经营效益。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 13.71/17.87/21.17 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.74/2.06 元，对应当前股价 PE 为 11.1/8.5/7.2X，维持“买入”评级。

### ■ 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。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2179	4043	6100	8542
应收款项	928	1001	1188	1269
存货净额	1503	1690	1762	1871
其他流动资产	1930	2139	2285	2440
<b>流动资产合计</b>	<b>6540</b>	<b>8888</b>	<b>11346</b>	<b>14126</b>
固定资产	17783	16638	15357	14031
无形资产及其他	1942	1864	1786	1709
投资性房地产	1545	1545	1545	1545
长期股权投资	1650	1660	1670	1680
<b>资产总计</b>	<b>29460</b>	<b>30595</b>	<b>31704</b>	<b>33091</b>
短期借款及交易性金融负债	7506	7500	7500	7500
应付款项	3269	3466	3616	3838
其他流动负债	2194	2346	2451	2603
<b>流动负债合计</b>	<b>12969</b>	<b>13312</b>	<b>13567</b>	<b>13941</b>
长期借款及应付债券	4507	4507	4507	4507
其他长期负债	1188	1188	1188	1188
<b>长期负债合计</b>	<b>5695</b>	<b>5695</b>	<b>5695</b>	<b>5695</b>
<b>负债合计</b>	<b>18664</b>	<b>19007</b>	<b>19262</b>	<b>19636</b>
少数股东权益	1336	1306	1267	1221
股东权益	9459	10281	11175	12234
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29460</b>	<b>30595</b>	<b>31704</b>	<b>33091</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.56	1.33	1.74	2.06
每股红利	0.63	0.53	0.87	1.03
每股净资产	8.45	10.01	10.88	11.91
ROIC	8%	9%	13%	16%
ROE	7%	13%	16%	17%
毛利率	16%	17%	19%	20%
EBIT Margin	10%	10%	12%	13%
EBITDA Margin	16%	19%	20%	21%
收入增长	2%	11%	7%	7%
净利润增长率	106%	120%	30%	19%
资产负债率	68%	66%	65%	63%
息率	4.2%	3.3%	5.4%	6.4%
P/E	26.7	11.1	8.5	7.2
P/B	1.8	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.4	9.1	7.8	7.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>18317</b>	<b>20301</b>	<b>21688</b>	<b>23157</b>
营业成本	15347	16831	17606	18628
营业税金及附加	152	203	217	232
销售费用	739	812	868	926
管理费用	298	382	403	425
财务费用	577	468	439	405
投资收益	88	(35)	(60)	(60)
资产减值及公允价值变动	160	(15)	(50)	(50)
其他收入	(680)	0	(20)	(30)
营业利润	774	1554	2026	2401
营业外净收支	(67)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>707</b>	<b>1554</b>	<b>2026</b>	<b>2401</b>
所得税费用	105	233	304	360
少数股东损益	(23)	(50)	(65)	(77)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>624</b>	<b>1371</b>	<b>1787</b>	<b>2117</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>624</b>	<b>1371</b>	<b>1787</b>	<b>2117</b>
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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3224</b>	<b>2944</b>	<b>3455</b>	<b>4005</b>
资本开支	(2322)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	0	(15)	5	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2614)</b>	<b>(525)</b>	<b>(505)</b>	<b>(505)</b>
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	<b>637</b>	<b>(6)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>(555)</b>	<b>(893)</b>	<b>(1059)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>532</b>	<b>1864</b>	<b>2057</b>	<b>2442</b>
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



## 相关研究报告

《兴发集团-600141-2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩高速增长，磷化工龙头再腾飞》 ——2021-05-01  
 《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

## 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