

**证券研究报告—动态报告**

基础化工

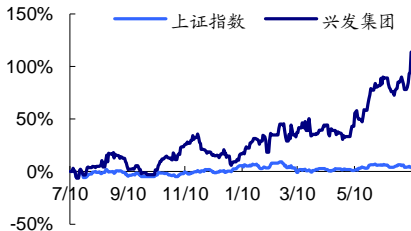
化学原料

**兴发集团(600141)**
**买入**

2021 中报预告点评

(维持评级)

2021 年 07 月 11 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)	1,119/938
总市值/流通(百万元)	24,123/20,213
上证综指/深圳成指	3,524/14,844
12个月最高/最低(元)	21.56/9.30

**相关研究报告:**

《兴发集团-600141-重大事件快评: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》——2021-05-19  
 《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  
 《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:刘子栋**

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

**联系人:张玮航**

电话: 021-61761041  
 E-MAIL: zhangwei@guosen.com.cn

**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**

# 受益草甘膦、有机硅高景气,业绩超预期

**● 二季度业绩为历史单季新高,业绩超预期**

公司公告预计 2021 年上半年实现归母净利润 11.0 亿元至 11.5 亿元,比去年同期上升 692%-728%。公司二季度预计实现归母净利润 7.5 亿元至 8.0 亿元,同比增长 550%至 594%,环比增长 110%至 124%,单季度业绩创历史新高,业绩超预期。

**● 受益于磷化工高景气、有机硅量价齐升,业绩同比爆发增长**

公司业绩爆发主要得益于(1)公司主营产品草甘膦、有机硅、二甲基亚砷等销售价格同比大幅上涨,盈利能力明显增强。21H1 草铵磷均价为 35125 元/吨,同比上涨 68.3%,平均价差为 24830 元/吨,同比大增 66.0%。21H1 有机硅 DMC 均价为 25615 元/吨,同比上涨 51.1%,平均价差为 14875 元/吨,同比大增 83.6%。21H1 黄磷、磷酸一铵、磷酸二铵均价分别为 18460、2580、3070 元/吨,分别同比增长 10.8%、32.3%、31.2%(2)20Q3 公司 36 万吨/年有机硅单体技改扩能项目建成投产,有机硅量价齐升;(3)公司电子级化学品市场开拓取得积极进展,半导体 IC 级产品销量明显上涨,经营业绩显著提升。

**● 看好草甘膦下半年景气度, Q3 新产能有望投产贡献业绩增量**

草甘膦从年初 28500 元/吨大幅上涨至目前 49000-50000 元/吨,根据卓创资讯数据,目前草甘膦行业毛利润约 18000 元/吨,国内企业订单已经排至 9-10 月份,未来行业几乎没有新增产能,随着海外下游需求旺盛到来,草甘膦价格有望继续上涨。目前星兴蓝天 40 万吨/年合成氨项目已经达产,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,兴力电子 1.5 万吨电子级氢氟酸处于试运行阶段,三季度均有望贡献利润,公司业绩同比、环比有望持续高增长。

**● 风险提示:产品价格大幅波动,新建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。**

上调盈利预测,预计 2021-2023 年归母净利润 24.99/27.55/30.76 亿元,同比增速 300.5/9.0/12.9%;摊薄 EPS=2.23/2.43/2.75 元,当前股价对应 PE=9.7/8.9/7.8x,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	20,654	21,521	22,355
(+/-%)	1.0%	1.5%	12.8%	4.2%	3.9%
净利润(百万元)	302	624	2499	2725	3076
(+/-%)	-24.8%	106.3%	300.5%	9.0%	12.9%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.56	2.23	2.43	2.75
EBIT Margin	7.5%	9.7%	16.2%	17.0%	18.0%
净资产收益率(ROE)	3.7%	6.6%	22.8%	22.1%	22.2%
市盈率(PE)	73.3	38.7	9.7	8.9	7.8
EV/EBITDA	17.7	15.0	8.5	7.9	7.3
市净率(PB)	2.72	2.55	2.20	1.96	1.74

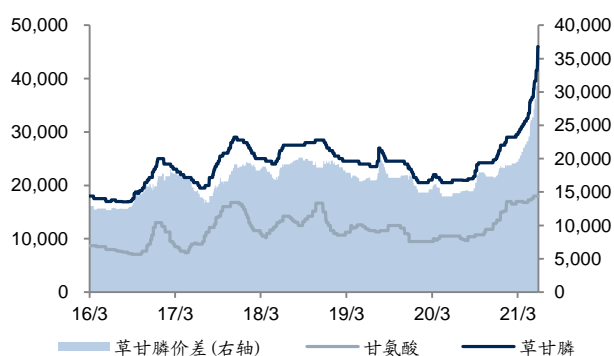
资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

二季度业绩为历史单季新高，业绩超预期。公司公告预计 2021 年上半年实现归母净利润 11.0 亿元至 11.5 亿元，比去年同期上升 692%-728%。公司二季度预计实现归母净利润 7.5 亿元至 8.0 亿元，同比增长 550%至 594%，环比增长 110%至 124%，单季度业绩创历史新高，业绩超预期。

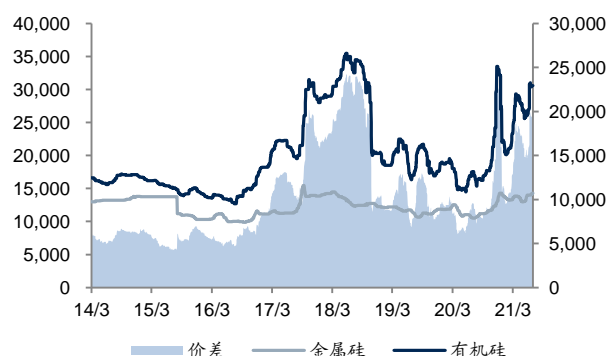
受益于磷化工高景气、有机硅量价齐升，业绩同比爆发增长。公司业绩爆发主要得益于（1）公司主营产品草甘膦、有机硅、二甲基亚砜等销售价格同比大幅上涨，盈利能力明显增强。21H1 草铵磷均价为 35125 元/吨，同比上涨 68.3%，平均价差为 24830 元/吨，同比大增 66.0%。21H1 有机硅 DMC 均价为 25615 元/吨，同比上涨 51.1%，平均价差为 14875 元/吨，同比大增 83.6%。21H1 黄磷、磷酸一铵、磷酸二铵均价分别为 18460、2580、3070 元/吨，分别同比增长 10.8%、32.3%、31.2%（2）20Q3 公司 36 万吨/年有机硅单体技改扩能项目建成投产，有机硅量价齐升；（3）公司电子级化学品市场开拓取得积极进展，半导体 IC 级产品销量明显上涨，经营业绩显著提升。

图 1：草甘膦价格与价差（单位：元/吨）



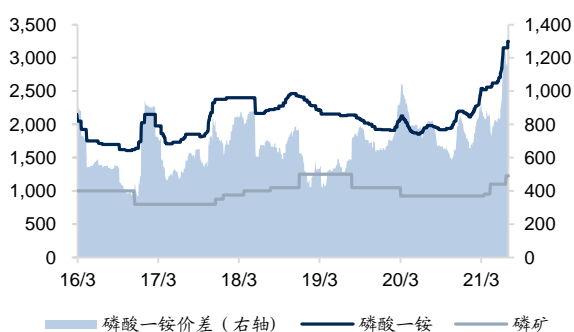
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：有机硅 DMC 价格与价差（单位：元/吨）



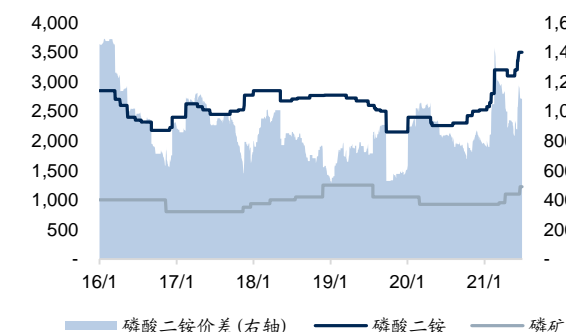
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：磷酸一铵价格与价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：磷酸二铵价格与价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：公司主要产品价格、价差（元/吨）

产品	20H1 价格	21H1 价格	同比	20H1 价差	21H1 价差	同比	21Q1 价格	21Q2 价格	环比	21Q1 价差	21Q2 价差	环比
草甘膦	20870	35125	68.3%	14960	24830	66.0%	29500	40630	37.7%	19700	29840	51.5%
有机硅 DMC	16950	25615	51.1%	8100	14875	83.6%	23210	27920	20.3%	12630	17020	34.7%
磷酸一铵	1950	2580	32.3%	820	870	6.1%	2350	2800	19.1%	795	940	18.3%
磷酸二铵	2340	3070	31.2%	945	1010	6.9%	2905	3230	11.1%	1030	985	-4.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**草甘膦环比价格暴涨，鉴定看好草甘膦下半年景气度。**今年以来，在醋酸-甘氨酸、黄磷等原材料成本推动、行业供需格局持续优化的背景下，草甘膦价格持续上涨，产品从年初的约 28500 元/吨大幅上涨至目前的约 49000-50000 元/吨，涨幅超过 80%，主要原材料甘氨酸价格由年初的 15500 元/吨上涨至约 22000 元/吨，卓创资讯测算目前草甘膦行业毛利润约 18000 元/吨，国内企业订单已经排至 9-10 月份，下游需求旺盛。目前全球草甘膦产能约为 110 万吨，除了拜尔的 38 万吨海外产能，其余约 70 万吨产能全部集中在国内，未来行业几乎没有新增产能，但随着转基因作物的推广应用，草甘膦需求还持续稳步增长，我们持续看好草甘膦行业未来持续的高景气度。

**21Q3 磷铵产能有望释放，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）处于调试运行阶段，参股子公司星兴蓝天 40 万吨/年合成氨项目已经达产，未来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。**上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 24.99/27.55/30.76 亿元，同比增速 300.5/9.0/12.9%；摊薄 EPS=2.23/2.43/2.75 元，当前股价对应 PE=9.7/8.9/7.8x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2179	4401	6915	9753	营业收入	18317	20654	21521	22355
应收款项	928	1019	1179	1225	营业成本	15347	15885	16395	16807
存货净额	1503	1586	1630	1670	营业税金及附加	152	207	215	224
其他流动资产	1930	2176	2267	2355	销售费用	739	826	861	894
<b>流动资产合计</b>	<b>6540</b>	<b>9197</b>	<b>12001</b>	<b>15008</b>	管理费用	298	387	400	413
固定资产	17783	16638	15357	14031	财务费用	577	466	430	390
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)
<b>资产总计</b>	<b>29460</b>	<b>30905</b>	<b>32359</b>	<b>33973</b>	营业利润	774	2833	3089	3488
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	3254	3343	3427	<b>利润总额</b>	<b>707</b>	<b>2833</b>	<b>3089</b>	<b>3488</b>
其他流动负债	2194	2215	2278	2337	所得税费用	105	425	463	523
<b>流动负债合计</b>	<b>12969</b>	<b>12969</b>	<b>13121</b>	<b>13264</b>	少数股东损益	(23)	(91)	(99)	(112)
长期借款及应付债券	4507	4507	4507	4507	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>624</b>	<b>2499</b>	<b>2725</b>	<b>3076</b>
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>18664</b>	<b>18816</b>	<b>18959</b>					
少数股东权益	1336	1282	1222	1155					
股东权益	9459	10959	12321	13859					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29460</b>	<b>30905</b>	<b>32359</b>	<b>33973</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	624	2499	2725	3076
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	466	430	390
营运资本变动	1683	(401)	(153)	(45)
其它	(62)	(67)	(50)	(54)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3224</b>	<b>3753</b>	<b>4380</b>	<b>4882</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)	(1000)	(1362)	(1538)
其它融资现金流	637	(6)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>(1006)</b>	<b>(1362)</b>	<b>(1538)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>532</b>	<b>2222</b>	<b>2513</b>	<b>2838</b>
货币资金的期初余额	1647	2179	4401	6915
货币资金的期末余额	2179	4401	6915	9753
企业自由现金流	1952	3640	4267	4737
权益自由现金流	2537	3238	3901	4406

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.56	2.23	2.43	2.75
每股红利	0.63	0.89	1.22	1.37
每股净资产	8.45	9.79	11.01	12.39
ROIC	8%	15%	18%	21%
ROE	7%	23%	22%	22%
毛利率	16%	23%	24%	25%
EBIT Margin	10%	16%	17%	18%
EBITDA Margin	16%	24%	25%	26%
收入增长	2%	13%	4%	4%
净利润增长率	106%	301%	9%	13%
资产负债率	68%	65%	62%	59%
息率	2.9%	4.1%	5.6%	6.4%
P/E	38.7	9.7	8.9	7.8
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.0	8.5	7.9	7.3

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